



Finansowanie zrównoważonego rozwoju

– podstawowe zagadnienia i aspekty regulacyjne

Publikacja dla nieprofesjonalnych uczestników
rynku finansowego



KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO

Sylwia Kiertowicz

Paweł Węgrzyn

Sylwia Zaremba-Janukowicz

Finansowanie zrównoważonego rozwoju

– podstawowe zagadnienia i aspekty regulacyjne

**Publikacja dla nieprofesjonalnych uczestników
rynku finansowego**

Warszawa 2025

Publikacja została wydana nakładem Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego
© Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
ul. Piękna 20
00-549 Warszawa
www.knf.gov.pl

Warszawa 2025

Wydanie I

ISBN 978-83-66322-19-6 (wydanie elektroniczne)
Stan prawny na: 21 lutego 2025 roku

Przygotowanie wersji elektronicznej publikacji:
Pracownia C&C Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie

Publikacja wydana została w celach edukacyjnych w ramach projektu Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku – CEDUR. Autorskie prawa majątkowe do publikacji są własnością Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF). Rozpowszechnianie, kopiowanie, utrwalanie, publiczne wykorzystywanie całości lub części dozwolone jest wyłącznie w granicach określonych przez przepisy prawa, w szczególności ustawę z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Publikacja ma charakter ogólny i wyłącznie informacyjny, a informacje w niej zawarte nie stanowią ani porady prawnej, ani inwestycyjnej. UKNF nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje podjęte przez czytelnika na rynku finansowym, na podstawie informacji zawartych w tej publikacji, ponieważ decyzje te powinny być każdorazowo przeanalizowane w ramach konkretnego stanu faktycznego, który w zależności od okoliczności, podmiotu, który decyzje podejmuje, potrzeb, założonych celów oraz posiadanych środków będzie uzasadniał zastosowanie adekwatnych działań, w tym przyjęcie konkretnego ryzyka, w celu osiągnięcia oczekiwanych skutków, które decyzja ma wywołać.

SPIS TREŚCI

Wstęp	8
Słowniczek pojęć	10
1. Charakterystyka zrównoważonego rozwoju	13
1.1. Czym jest zrównoważony rozwój	13
1.2. Geneza koncepcji zrównoważonego rozwoju	16
1.3. Zrównoważony rozwój w Polsce	22
1.4. Koncepcje związane ze zrównoważonym rozwojem	24
2. Zrównoważone finansowanie	26
2.1. Definicja zrównoważonego finansowania	26
2.2. Zrównoważone finansowanie a efekty zewnętrzne	28
2.3. Rola rynku finansowego w kontekście wspierania zrównoważonego finansowania	29
2.4. Zrównoważone finanse jako nowy paradygmat finansów	32
2.5. Znaczenie zrównoważonego raportowania	35
2.6. Obligacje jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju	36
3. Potencjalne źródła ryzyka związane z finansowaniem zrównoważonego rozwoju dla nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego	38
3.1. Znaczenie rozumienia pojęć powiązanych ze zrównoważonym rozwojem	38
3.2. Greenwashing	41
3.3. Najważniejsze pojęcia powiązane ze zrównoważonym rozwojem	44
3.3.1. Podwójna istotność	44
3.3.2. Ryzyko dla zrównoważonego rozwoju	47
3.3.3. Niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju	50
3.3.4. Produkty inwestycyjne wspierające ESG: promowanie aspektów środowiskowych lub społecznych oraz zrównoważone inwestycje	51
3.4. Wskaźniki powiązane ze zrównoważonym rozwojem	56
3.5. Na co zwracać uwagę w przypadku produktów inwestycyjnych w kontekście zrównoważonego rozwoju	59
4. Regulacje dotyczące finansowania zrównoważonego rozwoju – omówienie wybranych aktów prawnych	61
4.1. SFDR	61
4.1.1. Obowiązki ujawnieniowe dotyczące podmiotów – publikowanie informacji na stronach internetowych – art. 3, 4 i 5 SFDR	64
4.1.2. Obowiązki ujawnieniowe dotyczące wszystkich produktów – etap przed zawarciem umowy – art. 6 i 7 SFDR	65
4.1.3. Obowiązki ujawnieniowe dotyczące produktów jasno- i ciemnozielonych – przed zawarciem umowy i okresowe – art. 8 i 9 SFDR	66
4.2. Taksonomia	68
4.2.1. Kwalifikacja działalności zrównoważonej środowiskowo	70
4.2.2. Obowiązki ujawnieniowe w ramach Taksonomii	74

4.3. Implementacja NFRD w krajowej ustawie o rachunkowości	77
4.3.1. Zakres informacji niefinansowych wymaganych przez ustawę o rachunkowości	78
4.3.2. Sprawozdawczość przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju	79
4.4. Rola organu nadzoru nad rynkiem finansowym	80
Podsumowanie	81
Bibliografia	83

Finansowanie zrównoważonego rozwoju jest obecnie dynamicznie rozwijającą się, nową dziedziną regulacyjną i nadzorczą. Na rynku finansowym – również w Polsce – zauważalny jest wzrost liczby oferowanych produktów finansowych nawiązujących do celów zrównoważonego rozwoju, w tym do kwestii środowiskowych, klimatycznych bądź społecznych. Szczególnie w ostatnim czasie na popularności zyskują m.in. zielone obligacje (ang. *green bonds*) i społeczne obligacje (ang. *social bonds*), które emitowane są w celu pozyskania przez emitenta środków na finansowanie transformacji w kierunku bardziej zrównoważonej działalności. Ponadto daje się zauważyć trend polegający na tym, że rośnie coraz bardziej znaczenie kwestii tradycyjnie postrzeganych jako niefinansowe, takich jak te powiązane ze środowiskiem czy społeczeństwem. Może to skutkować tym, że będą one wpływać również na finansowe aspekty działalności uczestników rynku finansowego. Należy zatem mierzyć się z rosnącym zainteresowaniem tematyką finansowania zrównoważonego rozwoju zarówno ze strony twórców produktów finansowych, dostrzegających nowe możliwości rozwoju swojej działalności oraz poszerzania oferty produktowej, jak i ze strony inwestorów potencjalnie zainteresowanych takimi produktami. W związku z tym celem publikacji jest przede wszystkim – w sposób jak najbardziej zobiektywizowany – zaprezentowanie i wyjaśnienie pojęć związanych z finansowaniem zrównoważonego rozwoju, w tym ESG.

Publikacja w sposób szczególny skierowana jest do nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego, którzy mogą być zainteresowani pozyskaniem podstawowych informacji na temat koncepcji zrównoważonego rozwoju oraz lokowania środków finansowych w produkty inwestycyjne powiązane z tą koncepcją. Z tego względu autorzy uwzględnili w publikacji – obok części teoretycznej – informacje na temat cech produktów inwestycyjnych powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, jak również na temat potencjalnego ryzyka związanego z inwestowaniem środków finansowych w takie produkty. W publikacji zostało także wyjaśnione, w jaki sposób instytucje finansowe powinny konstruować produkty i informować o nich tak, aby klienci nieprofesjonalni byli w stanie podejmować świadome decyzje inwestycyjne. Należy podkreślić, że właściwe informowanie klientów na temat kierowanej do nich oferty inwestycyjnej, tj. z uwzględnieniem wszystkich niezbędnych elementów umożliwiających przeprowadzenie oceny inwestycji, przyczyniać się powinno do nawiązywania i utrzymania z nimi trwałych relacji istotnych z perspektywy zrównoważonego rozwoju ukierunkowanego na uwzględnianie długoterminowych skutków podejmowanych decyzji.

Pierwszy rozdział publikacji stanowi wprowadzenie do tematyki zrównoważonego rozwoju. Poza charakterystyką zrównoważonego rozwoju oraz omówieniem jego znaczenia, opisane zostały w nim etapy ewolucji tego pojęcia na przestrzeni ostatnich lat. Dodatkowo charakterystyce zostały poddane koncepcje powiązane ze zrównoważonym rozwojem, takie jak ESG, CSR czy SRI.

W rozdziale drugim autorzy skupili się na przedstawieniu i objaśnieniu pojęcia finansowania zrównoważonego rozwoju (nazywanego w opracowaniu również zrównoważonym finansowaniem).

Zrównoważone finansowanie zostało zaprezentowane w ujęciu *stricte* ekonomicznym i opisane w kontekście efektów zewnętrznych oraz paradygmatu finansów zrównoważonych. W rozdziale tym omówione zostało również znaczenie tzw. zrównoważonego raportowania. Dodatkowo charakterystyce poddano obligacje, które mogą stanowić jedno z narzędzi finansowania zrównoważonego rozwoju (w tym zielone, społeczne i zrównoważone obligacje).

W trzecim rozdziale przedstawiono potencjalne źródła ryzyka związane z finansowaniem zrównoważonego rozwoju w związku z zaangażowaniem inwestorów nieprofesjonalnych w projekty powiązane ze zrównoważonym rozwojem. Kluczowe jest ryzyko tzw. greenwashingu, który należy rozumieć jako działanie lub zaniechanie skutkujące wywołaniem u inwestorów fałszywego wrażenia, że inwestycja lub produkt finansowy ma na celu wspieranie finansowania zrównoważonego rozwoju, które w praktyce może objawiać się np. podawaniem wprowadzających w błąd informacji, że produkt wspiera kwestie ESG, co w rzeczywistości nie ma miejsca. W rozdziale zaprezentowano również zagadnienia dotyczące instrumentów i produktów inwestycyjnych powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, których zrozumienie jest pierwszym krokiem ku świadomym i przemyślanym inwestycjom powiązanym ze zrównoważonym rozwojem. Znajdują się tam informacje na temat produktów, z którymi inwestor może spotkać się w praktyce, jak również te ich cechy, na które inwestor powinien zwrócić szczególną uwagę. Przykładowo, inwestor analizujący aspekty zrównoważonego rozwoju w ramach inwestycji powinien rozróżniać oddziaływanie inwestycji na środowisko czy społeczeństwo od tego, jakie ryzyko dla zwrotu z inwestycji wynika np. ze zmiany klimatu.

Ostatni, czwarty rozdział poświęcono omówieniu podstawowych aktów prawnych i zarysowi ewoluowania i pogłębiania wymogów regulacyjnych nałożonych na uczestników rynku finansowego na przestrzeni ostatnich lat. Należy zaznaczyć, że wymienione regulacje mają zastosowanie co do zasady do wszystkich podmiotów prowadzących działalność na rynku finansowym, z zastrzeżeniem, że autorzy wskażą, o ile to będzie niezbędne, odpowiednie odniesienie również do podmiotów spoza tego sektora. W końcowej części rozdziału opisano rolę Komisji Nadzoru Finansowego jako organu sprawującego nadzór nad rynkiem finansowym, w kontekście zrównoważonego rozwoju.

Publikację należy traktować jako wprowadzenie do tematyki finansowania zrównoważonego rozwoju. Stały rozwój rynku produktów inwestycyjnych, jak również kolejne obowiązki regulacyjne w tej materii nakładane na podmioty nadzorowane przez KNF, stworzą możliwość poruszenia nowych, nieznanych jeszcze na chwilę obecną zagadnień problemowych. Ponadto autorzy podkreślają, że w związku z dużą dynamiką zmian prawnych w omawianym obszarze, publikacja jest aktualna na datę podanego w niej stanu prawnego, tym samym zachęcając do samodzielnego śledzenia zmian otoczenia prawnego w zakresie finansowania zrównoważonego rozwoju.

SŁOWNICZEK POJĘĆ

Agenda 30 – skrót od nazwy dokumentu: *Agenda na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030*, który określał 17 celów zrównoważonego rozwoju i który został jednogłośnie przyjęty przez 193 państwa ONZ, na Szczycie Ziemi w Nowym Jorku w 2015 roku.

Asymetria informacji – nierówny dostęp do informacji na temat danego przedsięwzięcia dla wszystkich podmiotów działających na rynku, w tym dla inwestorów, menedżerów i właścicieli.

Cele środowiskowe – w rozumieniu art. 9 Taksonomii: łagodzenie zmian klimatu; adaptacja do zmian klimatu; zrównoważone wykorzystywanie i ochrona zasobów wodnych i morskich; przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym; zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola; ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów.

Cele zrównoważonego rozwoju – 17 celów zawartych w *Agendzie na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030* (Agenda 30) i zatwierdzonych na Szczycie Ziemi w Nowym Jorku. Cele te zastąpiły wcześniejsze Milenijne Cele Rozwoju i mają zostać zrealizowane do końca 2030 roku.

CSR (ang. *Corporate Social Responsibility*) – sposób prowadzenia działalności gospodarczej, który uwzględnia budowanie trwałych, przejrzystych relacji ze wszystkimi zainteresowanymi stronami i który prowadzi do budowania przewagi konkurencyjnej opartej na dostarczaniu trwałej wartości zarówno dla udziałowców (akcjonariuszy), jak i dla wszystkich partnerów biznesowych.

CSRD (ang. *Corporate Sustainable Reporting Directive*) – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 roku w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Dz. U. UE L z 2022 r. poz. 322, str. 15).

Efekty zewnętrzne – efekty działalności, które generują u osób trzecich, niebędących bezpośrednio zaangażowanymi stronami transakcji, koszty bądź przynoszą im korzyści.

ESG – zbiór trzech głównych filarów zrównoważonego rozwoju: czynników środowiskowych (E – *Environmental*), społecznych (S – *Social*) oraz zarządczych (G – *Governance*).

Milenijne Cele Rozwoju – 8 celów poprzedzających obecnie obowiązujące cele zrównoważonego rozwoju. Cele te zostały wyznaczone na Milenijnym Szczycie ONZ w Nowym Jorku w 2000 roku i miały zostać zrealizowane do 2015 roku.

NFRD (ang. *Non-Financial Reporting Directive*) – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 roku zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Dz. U. UE L z 2014 r. poz. 330, str. 1), tj. Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniającą dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylającą dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz. U. UE L z 2013 r. poz. 182, str. 19, z późn. zm.).

Obligacje ESG – dłużne papiery wartościowe, z których wpływy są wykorzystywane do finansowania działalności uwzględniającej aspekty środowiskowe, społeczne lub zarządcze (do kategorii obligacji ESG zalicza się zielone obligacje, społeczne obligacje oraz zrównoważone obligacje).

Porozumienie paryskie – światowy kompromis w ramach ograniczania zmian klimatu, którego głównym celem jest ograniczenie globalnego średniego ocieplenia do poziomu znacznie poniżej 2°C, w porównaniu do poziomu sprzed epoki przemysłowej, dążąc jednocześnie do utrzymania go na poziomie 1,5°C.

Produkty finansowe – w rozumieniu art. 2 pkt 12 SFDR: usługa zarządzania portfelem, alternatywny fundusz inwestycyjny (AFI), ubezpieczeniowy produkt inwestycyjny, produkt emerytalny, program emerytalny, UCITS, OIPE.

Produkty inwestycyjne – na potrzeby publikacji produkty inwestycyjne należy rozumieć szeroko – jako: akcje, obligacje korporacyjne, produkty finansowe (w rozumieniu SFDR) oraz inne instrumenty finansowe i produkty oferowane na rynku finansowym dające możliwość zainwestowania środków finansowych w celu osiągnięcia zysku.

SFDR (ang. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 roku w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz. U. UE L z 2019 r. nr 317, str. 1, z późn. zm.).

SRI (ang. *Socially Responsible Investing*) – społecznie odpowiedzialne inwestycje, które uwzględniają nie tylko kwestie finansowe, ale także społeczne, etyczne i środowiskowe aspekty działalności podmiotów gospodarczych, będących obiektami inwestycji.

Taksonomia – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 roku w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Dz. U. UE L z 2020 r. nr 198, str. 13).

Ustawa o rachunkowości – ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (Dz. U. z 2023 r. poz. 120, z późn. zm.).

Zrównoważona inwestycja – w rozumieniu art. 2 pkt 17 SFDR: inwestycja w działalność gospodarczą, która przyczynia się do realizacji celu środowiskowego, tj. np. taka, która jest mierzona za pomocą kluczowych wskaźników zasobów oszczędności pod kątem zużycia energii, wykorzystywania energii ze źródeł odnawialnych, wykorzystywania surowców, zużycia wody i użytkowania gruntów, generowania odpadów, emisji gazów cieplarnianych lub wpływu na różnorodność biologiczną i gospodarkę o obiegu zamkniętym, lub inwestycja w działalność gospodarczą, która przyczynia się do realizacji celu społecznego, w szczególności inwestycja przyczyniająca się do przeciwdziałania nierównościom, lub inwestycja wspierająca spójność społeczną, integrację społeczną i stosunki pracy, lub inwestycja w kapitał ludzki lub w społeczności znajdujące się w niekorzystnej sytuacji pod względem gospodarczym lub społecznym, o ile takie inwestycje nie naruszają poważnie któregokolwiek z tych celów, a spółki, w które dokonano inwestycji, stosują dobre praktyki w zakresie zarządzania, w szczególności w odniesieniu do solidnych struktur zarządzania, stosunków pracowniczych, wynagrodzenia dla osób zatrudnionych i przestrzegania przepisów prawa podatkowego.

Zrównoważone finanse – nowy paradygmat finansów, w którym jednowymiarowa, ekonomiczna perspektywa działalności uczestników rynku finansowego jest uzupełniana wymiarami niefinansowymi, tj. wymiarem społecznym i środowiskowym. Z założenia w ramach paradygmatu zrównoważonych finansów podmioty gospodarcze, poza uwzględnianiem w swojej działalności wszystkich wspomnianych wymiarów, powinny ograniczać także negatywne efekty zewnętrzne.

Zrównoważone finansowanie – finansowanie odnoszące się do procesu należytego uwzględniania przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w sektorze finansowym trzech grup czynników: środowiskowych, społecznych i zarządczych (ESG).

Zrównoważone raportowanie (raportowanie ESG) – na potrzeby tej publikacji rozumiane jako sprawozdania dotyczące informacji niefinansowych, które w odróżnieniu od sprawozdań finansowych koncentrują się na niefinansowych aspektach działalności podmiotów gospodarczych. Niemniej jednak należy mieć na uwadze, że zgodnie z CSRD powinno się używać terminu „sprawozdawczość zrównoważonego rozwoju” lub „informacje na temat zrównoważonego rozwoju”.

Zrównoważony rozwój – idea zakładająca taki rozwój, który, zaspokajając potrzeby współczesnych społeczeństw, nie będzie jednocześnie ograniczał możliwości rozwojowych przyszłych pokoleń. Zakłada równoczesny rozwój gospodarki, społeczeństwa i środowiska.

1.1. CZYM JEST ZRÓWNOWAŻONY ROZWÓJ

Zrównoważony rozwój dotyczy każdego z nas. Odnosi się do związków pomiędzy różnymi elementami naszego otoczenia, w tym do aspektów ekonomicznych, więzów społecznych i środowiska naturalnego¹. Jest on również uznawany za jeden z globalnych megatrendów², rozumianych jako znaczące i trwałe zmiany gospodarcze, społeczne, polityczne i technologiczne, które kształtują się powoli, lecz gdy już zaistnieją, to przez pewien czas wywierają wpływ na wszystkie dziedziny życia³. Tak szeroka skala oddziaływania zrównoważonego rozwoju sprawia, że w użyciu jest wiele jego definicji⁴.

W raporcie Światowej Komisji do spraw Środowiska i Rozwoju, pt. *Nasza wspólna przyszłość*, zrównoważony rozwój został zdefiniowany jako taki, w którym „**potrzeby obecnego pokolenia mogą być zaspokojone bez umniejszania szans przyszłych pokoleń na ich zaspokojenie**”⁵. Definicja ta wskazuje na beneficjentów zrównoważonego rozwoju, którymi są zarówno obecnie żyjący ludzie, jak i przyszłe pokolenia. Zrównoważony rozwój często jest rozumiany jako rozwój społeczno-gospodarczy powiązany ze środowiskiem przyrodniczym, którego celem jest stworzenie pożądanego i odpowiedzialnego środowiska życia w nieograniczonej perspektywie⁶. Kluczowe jest przy tym, że rozwój ten nie odnosi się wyłącznie do kwestii środowiskowych i obejmuje trzy wymiary (rysunek 1)⁷:

- 1) gospodarczy (inaczej: ekonomiczny),
- 2) społeczny (inaczej: ludzki),
- 3) środowiskowy (inaczej: przyrodniczy).

¹ J. Kronenberg, T. Bergier (red.), *Wyzwania zrównoważonego rozwoju w Polsce*, Fundacja Sendzimira, Kraków 2010, s. 2.

² J.D. Mittelstaedt, C.J. Shultz, W.E. Kilbourne, M. Peterson, *Sustainability as Megatrend: Two Schools of Macromarketing Thought*, „Journal of Macromarketing” 2014, 34(3), s. 253–264.

³ J. Naisbitt, P. Aburdene, *Megatrends 2000: Ten New Directions for the 1990s*, William & Morrow Company Inc., New York 1990, s. 2.

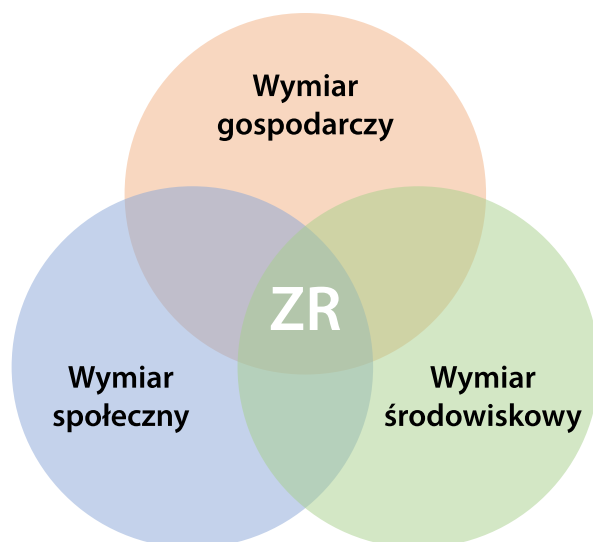
⁴ A.M.H. Clayton, N.J. Radcliffe, *Sustainability: A Systems Approach*, Earthscan, London 1997, s. 11.

⁵ UNIC Warsaw – ośrodek informacji ONZ w Warszawie, *Zrównoważony rozwój i Cele Zrównoważonego Rozwoju*, <http://www.unic.un.org.pl/strony-2011-2015/zrownowazony-rozwoj-i-cele-zrownowazonego-rozwoju/2860> (dostęp 28.07.2025).

⁶ M. Stanny, A. Czarnecki, *Zrównoważony rozwój obszarów wiejskich Zielonych Płuc Polski. Próba analizy empirycznej*, Instytut Rozwoju Wsi i Rolnictwa Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 2011, s. 22.

⁷ E. Giovannini, M. Linster, *Measuring Sustainable Development. Achievements and Challenges*, Economic and Social Council, OECD, Geneva 2005, s. 1.

Rysunek 1. Relacja pomiędzy trzema wymiarami zrównoważonego rozwoju (model I)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Zrównoważony rozwój w edukacji leśnej*, Lasy Państwowe 2018, https://www.lasy.gov.pl/pl/informacje/publikacje/dla-nauczycieli/zrownowazony-rozwoj-w-edukacji-lesnej/poradnik_edukatora.pdf (dostęp 28.07.2025), s. 13.

Można zatem przyjąć, że zrównoważony rozwój to trwała poprawa jakości życia współczesnych i przyszłych pokoleń poprzez kształtowanie właściwych proporcji w trzech wymiarach: ekonomicznym, ludzkim i przyrodniczym. Często stosowanym skrótem w tym kontekście jest 3xP (trzy razy P), od angielskich wyrazów: *profit* (zysk), *people* (ludzie) oraz *planet* (Ziemia).

Innymi słowy, zrównoważony rozwój opiera się na dążeniu do osiągnięcia jak najlepszego wyniku ekonomicznego przy jednoczesnym poszanowaniu środowiska naturalnego oraz rozwoju społecznego. Zgodnie z tą koncepcją wzrost gospodarczy nie może zatem polegać tylko na przyroście Produktu Krajowego Brutto (PKB), produkcji, zatrudnienia czy dochodów, ale musi jeszcze przynajmniej utrzymać dotychczasowy poziom kapitału społecznego i przyrodniczego, co pozwoli zapewnić sprawiedliwość międzypokoleniową⁸.

Choć w niektórych podręcznikach ekonomicznych pojawiają się schematy pokazujące gospodarkę jako powiązania pomiędzy przedsiębiorstwami a gospodarstwami domowymi⁹, to koncepcja zrównoważonego rozwoju zwraca uwagę, że powiązania te nie tworzą się i nie trwają w próżni. Wszystkie procesy gospodarcze – opierające się na więzach społecznych – odbywają się w danym środowisku, które może być traktowane jako źródło zasobów i przestrzeń, do której trafiają m.in. zanieczyszczenia wytworzone w gospodarce¹⁰. Dbając o jakość powiązań pomiędzy

⁸ E. Latoszek, *Koncepcja zrównoważonego rozwoju w teorii i praktyce ONZ*, [w:] *Zrównoważony rozwój a globalne dobra publiczne w teorii i praktyce organizacji międzynarodowych*, red. E. Latoszek, M. Proczek, M. Krukowska, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2016, s. 26.

⁹ Por. P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Ekonomia*, Wydawnictwo Rebis, Poznań 2014, s. 8–13.

¹⁰ J. Kronenberg, T. Bergier (red.), *Wyzwania...*, op. cit., s. 11.

przedsiębiorstwami a ich interesariuszami, nie można zatem pomijać – jakże istotnego – wymiaru środowiskowego. Dopiero gdy uwzględnione są wszystkie trzy wymiary (wymiar środowiskowy, społeczny i gospodarczy), rozwój można określić mianem zrównoważonego.

Nie bez znaczenia jest również kolejność przytoczonych wymiarów, zgodnie z którą kluczowe jest zachowanie zasobów Ziemi i niezagrażanie środowisku naturalnemu, a dopiero na końcu rozpatrywane powinny być czynniki czysto ekonomiczne, takie jak zyski (a zatem w pierwszej kolejności wymiar przyrodniczy i społeczny, a na końcu gospodarczy). Taka kolejność wymiarów zrównoważonego rozwoju jest uzasadniana również tym, że każda aktywność ekonomiczna zachodzi w sferze społecznej. Dodatkowo, każda aktywność społeczna (w tym ekonomiczna) zawsze zachodzi w granicach wyznaczonych przez zasobność środowiska naturalnego. Sugeruje to, że w sytuacji wyczerpania się zasobów środowiskowych prowadzenie działalności gospodarczej nie byłoby możliwe¹¹. Podejście to zostało zaprezentowane na rysunku 2.

Rysunek 2. Relacja pomiędzy trzema wymiarami zrównoważonego rozwoju (model II)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Zrównoważony rozwój w edukacji leśnej*, Lasy Państwowe 2018, https://www.lasy.gov.pl/pl/informacje/publikacje/dla-nauczycieli/zrownowazony-rozwoj-w-edukacji-lesnej/poradnik_edukatora.pdf (dostęp 28.07.2025), s. 13.

Poza wymiarami dotyczącymi środowiska, społeczeństwa oraz gospodarki, niekiedy wyszczególnia się również wymiar dotyczący pokoju na świecie (ang. *peace*) oraz partnerstwa (ang. *partnership*). Przez to koncepcja 3xP przyjmuje formę 5xP. Wspomniane pięć wymiarów ma w koncepcji zrównoważonego rozwoju następujące znaczenie¹²:

¹¹ *Zrównoważony rozwój w edukacji leśnej*, Lasy Państwowe 2018, https://www.lasy.gov.pl/pl/informacje/publikacje/dla-nauczycieli/zrownowazony-rozwoj-w-edukacji-lesnej/poradnik_edukatora.pdf (dostęp 28.07.2025), s. 13.

¹² E. Latoszek, *Koncepcja...*, op. cit., s. 26–27.

- 1) **Ziemia** (ang. *planet*) – ochrona Ziemi przed pogarszającym się stanem środowiska poprzez zrównoważoną konsumpcję i produkcję, a także zrównoważone zarządzanie surowcami naturalnymi; jest to szczególnie istotny wymiar, ponieważ zmiany klimatyczne mają wpływ m.in. na zdrowie oraz bezpieczeństwo żywnościowe i wodne;
- 2) **ludzie** (ang. *people*) – w tym dążenie do wyeliminowania ubóstwa i głodu oraz zapewnienie wszystkim ludziom możliwości wykorzystania swojego potencjału z godnością, w zdrowym środowisku i zgodnie z zasadą równości;
- 3) **zysk** (ang. *profit*) – który powinien służyć przede wszystkim temu, aby zapewnić wszystkim ludziom godne i satysfakcjonujące życie, przy rozwoju gospodarczym zgodnym z naturą;
- 4) **pokój na świecie** (ang. *peace*) – nawiązujący do budowania pokojowego i inkluzywnego (tzn. przeznaczonego dla wszystkich) społeczeństwa, wolnego od strachu i przemocy;
- 5) **partnerstwo** (ang. *partnership*) – które może być rozumiane jako metoda realizacji koncepcji zrównoważonego rozwoju, przez podejmowanie niezbędnych działań w duchu wzmocnionej globalnej solidarności, partnerstwa skupionego w szczególności na potrzebach najbardziej potrzebujących osób i najbardziej wrażliwych grup, oraz we współpracy wszystkich państw, stron i ludzi na całym świecie.

1.2. GENEZA KONCEPCJI ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Pojęcie zrównoważonego rozwoju pierwotnie (na początku XVIII wieku) było wykorzystywane w odniesieniu do leśnictwa i oznaczało sposób gospodarowania lasem polegający na wycinaniu tylko tylu drzew, ile może w to miejsce urosnąć, tak aby las nigdy nie został zlikwidowany i mógł się zawsze odbudować¹³. Obecnie pojęcie zrównoważonego rozwoju jest rozumiane dużo szerzej niż tylko w odniesieniu do leśnictwa, a nawet całego środowiska naturalnego¹⁴.

Na koncepcję zrównoważonego rozwoju powołano się na Konferencji Narodów Zjednoczonych pt. *Środowisko i Rozwój* w 1972 roku (nazywanej również konferencją sztokholmską). W konferencji tej wzięli udział przedstawiciele ze 113 krajów. Należy jednak podkreślić, że w ramach konferencji sztokholmskiej termin zrównoważony rozwój był odnoszony głównie do kwestii ochrony środowiska naturalnego, o czym świadczy m.in. hasło przewodnie wydarzenia: *Mamy tylko jedną Ziemię*. Ochrona środowiska została wówczas uznana za jedną z podstawowych funkcji państwa i integralną część polityki państwowej. Konferencja ta zainicjowała również wypracowanie Programu Środowiskowego Organizacji Narodów Zjednoczonych (ang. *United Nations Environment Programme*, UNEP), a także powołanie przez ONZ Światowej Komisji do spraw Środowiska i Rozwoju (ang. *The World Commission on Environment and Development*, WCED).

¹³ B. Trzcińska, *Unia Europejska wobec agendy na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030 i zmian klimatycznych*, [w:] *Rozważania o przestrzeni i gospodarce*, red. D. Niedziółka, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2020, s. 144.

¹⁴ *Zrównoważony...*, op. cit., s. 11–12.

To właśnie w raporcie Światowej Komisji do spraw Środowiska i Rozwoju, zatytułowanym *Nasza wspólna przyszłość*, w 1987 roku po raz pierwszy została zaprezentowana szeroko rozumiana koncepcja zrównoważonego rozwoju. Podkreślono wówczas, że stworzenie w pełni zrównoważonego modelu życia, rozumianego jako uzyskanie poprawy życia wszystkich ludzi bez nadmiernej eksploatacji ziemskich zasobów naturalnych, wymaga zróżnicowanych działań w zakresie ochrony zasobów naturalnych i środowiska – ale również – w zakresie rozwoju społecznego oraz wzrostu gospodarczego (w tym równomiernego podziału korzyści wynikających z tego wzrostu).

Pięć lat później i dokładnie 20 lat po konferencji sztokholmskiej, w 1992 roku podczas Szczytu Ziemi w Rio de Janeiro, zaprezentowany został kolejny, ważny dokument związany ze zrównoważonym rozwojem: *Agenda 21*. Jest to wszechstronny plan działania we wszystkich tych obszarach, w których człowiek ma wpływ na środowisko naturalne. Znaczenia wspomnianemu dokumentowi dodaje fakt, że w Szczycie Ziemi uczestniczyli przedstawiciele 172 rządów, 2400 różnych organizacji pozarządowych oraz blisko 10 000 dziennikarzy.

Rysunek 3. Instytucjonalne uwarunkowania genezy koncepcji zrównoważonego rozwoju na świecie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Zrównoważony rozwój w edukacji leśnej*, Lasy Państwowe 2018, https://www.lasy.gov.pl/pl/informacje/publikacje/dla-nauczycieli/zrownowazony-rozwoj-w-edukacji-lesnej/poradnik_edukatora.pdf (dostęp 28.07.2025); M. Janicka, *Wprowadzenie do problematyki finansów zrównoważonych*, [w:] *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, red. M. Janicka, T. Miziołek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.

Czy wiesz, że...

Podstawą wypracowania dokumentu *Agenda 21* była refleksja, zgodnie z którą „Ludzkość doszła do przełomowego momentu w historii. Kontynuując dotychczasową politykę, przyczyniamy się do pogłębienia przepaści gospodarczej w społeczeństwach i między państwami, rozszerzenia się sfer ubóstwa, głodu, chorób i analfabetyzmu. Będziemy też powodować postępującą degradację środowiska naturalnego, od którego zależy życie na Ziemi”¹⁵.

Biorąc pod uwagę, że w *Agendzie 21* stwierdzono, że żaden kraj nie jest i nie będzie w stanie samodzielnie dokonać zmiany obecnego kursu, w stronę bardziej zrównoważonego rozwoju, i że w tym celu potrzebne będzie porozumienie globalne, **dokument ten sygnowały aż 172 kraje, w tym Polska.**

Kolejnym istotnym wydarzeniem w kontekście zrównoważonego rozwoju był Szczyt Milenijny ONZ, który odbył się w Nowym Jorku w 2000 roku. Na szczycie tym **189 członków ONZ zobowiązało się do zrealizowania Milenijnych Celów Rozwoju** (ang. *Millennium Development Goals*, MDGs), które miały zostać osiągnięte do 2015 roku. Na MDGs składało się osiem celów¹⁶:

- 1) zlikwidowanie skrajnego ubóstwa i głodu,
- 2) zapewnienie powszechnego nauczania na poziomie podstawowym,
- 3) wspieranie zrównoważenia w prawach mężczyzn i kobiet oraz wzmocnienie pozycji kobiet,
- 4) zmniejszenie wskaźnika umieralności dzieci,
- 5) poprawa stanu zdrowia kobiet ciężarnych i położnic,
- 6) zwalczanie AIDS, malarii i innych chorób,
- 7) zapewnienie stanu równowagi ekologicznej środowiska,
- 8) rozwijanie i wzmacnianie światowego partnerstwa w sprawach rozwoju.

Stopień realizacji wyszczególnionych powyżej Milenijnych Celów Rozwoju został zbadany dwa lata po ich ustanowieniu, tj. w 2002 roku i zaprezentowany na Światowym Szczycie Ziemi w Johannesburgu. Podkreślono wówczas, że szanse na realizację tych celów w założonym terminie są niewielkie. Wynikało to z coraz większych rozmiarów biedy na świecie, postępującej eksploatacji złóż surowców naturalnych, a także rozwijającej się epidemii AIDS. Zwrócono przy tym uwagę na różnice w sposobie definiowania priorytetów i w podejściu do zrównoważonego rozwoju między krajami rozwijającymi się a krajami rozwiniętymi. Kraje rozwijające się wskazywały przede wszystkim na ubóstwo jako główne wyzwanie zrównoważonego rozwoju, podkreślając, że skuteczna

¹⁵ UNIC Warsaw – ośrodek informacji ONZ w Warszawie, *Agenda 21*, https://www.unic.un.org.pl/johannesburg/info_agenda21.php (dostęp 28.07.2025).

¹⁶ International Telecommunication Union (ITU), *Millennium Development Goals (MDGs)*, <https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/intlcoop/mdg/goals.aspx> (dostęp 28.07.2025).

strategia w tym zakresie musi opierać się na likwidacji biedy i sprawiedliwszym podziale korzyści płynących z globalnego wolnego handlu¹⁷. Tematyka konferencji w Johannesburgu została więc zdominowana przede wszystkim przez problemy społeczne i gospodarcze.

W 2012 roku Organizacja Narodów Zjednoczonych ponownie (tak jak 20 lat wcześniej – w 1992 roku) zorganizowała konferencję w sprawie zrównoważonego rozwoju w Rio de Janeiro (nazywaną w skrócie „Rio+20”). Na konferencji przyjęty został dokument pt. *Przyszłość, jakiej chcemy* (ang. *Future We Want*). W dokumencie tym ubóstwo zostało uznane za kluczowe wyzwanie, z którym przyszło się mierzyć ludzkości oraz za najważniejszą barierę na drodze do zrównoważonego rozwoju. Zarówno w dokumencie, jak i na konferencji, podkreślone zostało znaczenie trzech aspektów zrównoważonego rozwoju, tj. środowiskowych, społecznych i ekonomicznych. Stwierdzono również, że po 2015 roku, kiedy to osiągnięte miały zostać Milenijne Cele Rozwoju, określone zostaną nowe cele zrównoważonego rozwoju¹⁸.

Zgodnie z ustaleniami ze Szczytu Ziemi „Rio+20”, na kolejnym Szczycie w 2015 roku, który odbył się w Nowym Jorku, jednogłośnie – przez 193 państwa członkowskie ONZ – **została przyjęta nowa Agenda (Agenda 30)¹⁹, określająca 17 celów zrównoważonego rozwoju (ang. Sustainable Development Goals, SDG) oraz 169 szczegółowych zadań w ramach tych celów**. Cele te mają zostać zrealizowane do końca 2030 roku, a ocena stopnia ich realizacji będzie możliwa dzięki ustaleniu konkretnych wskaźników, które zostały przypisane do poszczególnych zadań (rysunek 4). Jak zostało podkreślone, nowe cele zrównoważonego rozwoju dotyczą osiągnięć w pięciu obszarach (tj. 5xP): ludzie (ang. *people*), Ziemia (ang. *planet*), dobrobyt (ang. *prosperity*), pokój (ang. *peace*), partnerstwo (ang. *partnership*).

Poza konferencją w Nowym Jorku, w 2015 roku w Paryżu odbyła się również Konferencja Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu. Celem tej konferencji było zawarcie umowy i powszechnego porozumienia w kwestii klimatu między wszystkimi państwami świata. Co ważne, cel ten został zrealizowany i **po raz pierwszy osiągnięty został światowy kompromis w ramach ograniczenia zmian klimatu (określany mianem porozumienia paryskiego)**. Kompromis ten został przyjęty przez aklamację²⁰. Już rok później, wystarczająco dużo państw (55 państw, odpowiedzialnych wspólnie za co najmniej 55% światowych emisji gazów cieplarnianych)

¹⁷ M. Sobolewski, *Ocena dorobku Światowego Szczytu w sprawie Zrównoważonego Rozwoju w Johannesburgu (WSSD)*.

¹⁸ Sustainable Development Knowledge Platform, *Future We Want – Outcome document*, <https://sustainabledevelopment.un.org/futurewewant.html> (dostęp 28.07.2025).

¹⁹ Tytuł agendy to: „Przekształcamy nasz świat: Agenda na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030” (ang. *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*).

²⁰ Dany wniosek zostaje przyjęty poprzez aklamację, gdy zostaje zaakceptowany jednomyślnie, bez głosowania.

ratyfikowało²¹ umowę, aby ta mogła wejść w życie. Głównym celem porozumienia paryskiego jest ograniczenie globalnego średniego ocieplenia do poziomu znacznie poniżej 2°C, w porównaniu do poziomu sprzed epoki przemysłowej²², przy jednoczesnym dążeniu do utrzymania go na poziomie 1,5°C²³.

Rysunek 4. Cele zrównoważonego rozwoju



Źródło: <https://www.un.org.pl/download> (dostęp 28.07.2025).

²¹ Ratyfikacja to zatwierdzenie umowy międzynarodowej przez upoważniony do tego organ państwowy.

²² Okres przedindustrialny to taki, w którym dominuje zatrudnienie i produkcja w tzw. sektorze pierwszym, tj. w rolnictwie, zbieractwie, myślistwie, rybołówstwie i hodowli. Za okres przedindustrialny Światowa Organizacja Meteorologiczna (ang. *World Meteorological Organisation*) przyjmuje lata 1850–1900.

²³ Porozumienie paryskie do Ramowej konwencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu, sporządzonej w Nowym Jorku dnia 9 maja 1992 r., Dz. U. z 2017 r. poz. 36, art. 2 ust. 1 lit. a).

Czy wiesz, że...

Chociaż Stany Zjednoczone ratyfikowały porozumienie paryskie we wrześniu 2016 roku, to 4 sierpnia 2017 roku Donald Trump rozpoczął oficjalny proces występowania z porozumienia, który to proces zakończył się w listopadzie 2020 roku. Stany Zjednoczone stały się pierwszym i jedynym krajem na świecie, który wycofał się z porozumienia paryskiego. Następny prezydent USA, Joe Biden, już pierwszego dnia swojej prezydentury, zdecydował o przywróceniu Stanów Zjednoczonych do porozumienia, co stało się faktem 19 lutego 2021 roku. Niemniej jednak, po powrocie Donalda Trumpa do władzy w 2025 roku, jedną z pierwszych podjętych przez niego decyzji było ponowne wycofanie USA z porozumienia (dekret o wycofaniu został podpisany 20 stycznia 2025 roku).

Innym istotnym wydarzeniem – z perspektywy państw członkowskich Unii Europejskiej – było ogłoszenie przez Komisję Europejską w marcu 2018 roku *Planu działania w sprawie finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego* (ang. *EC Action Plan on financing sustainable growth*)²⁴. Do głównych celów tego planu należy:

- przekierowanie przepływów kapitałowych na rzecz zrównoważonych inwestycji w celu osiągnięcia zrównoważonego i inkluzywnego wzrostu,
- zarządzanie ryzykiem finansowym wynikającym ze zmiany klimatu, a także degradacji środowiska i problemów społecznych,
- wspieranie przejrzystości i długoterminowości w działalności finansowej i gospodarczej.

To właśnie w ogłoszonym planie działania pojawiły się pierwsze propozycje legislacyjne w obszarze zrównoważonego rozwoju, które zostaną opisane w ostatnim rozdziale.

W kontekście rynku UE, kluczowym wydarzeniem było również zaprezentowanie w grudniu 2019 roku przez Komisję Europejską tzw. *Europejskiego Zielonego Ładu* (ang. *European Green Deal*). Europejski Zielony Ład powstał w odpowiedzi na wyzwania klimatyczne, w tym w szczególności w odpowiedzi na cele ograniczenia wzrostu globalnych temperatur określone w porozumieniu paryskim. Zadaniem Europejskiego Zielonego Ładu (EZŁ) jest takie kształtowanie polityki gospodarczej UE, aby umiejętnie połączyć cele zrównoważonego rozwoju z dobrobytem społeczeństwa. Poprzez ujęte w nim działania Unia Europejska w strategiczny sposób będzie

²⁴ European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, The European Council, The Council, The European Central Bank, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 08.03.2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN> (dostęp 28.07.2025).

wspierać realizację Agendy Zrównoważonego Rozwoju 2030²⁵. Głównym celem określonym w dokumencie jest to, aby Europa do 2050 roku została pierwszym kontynentem neutralnym dla klimatu. Żeby zrealizować ten ambitny cel, Komisja zobowiązała się przygotować pierwsze europejskie prawo klimatyczne²⁶, a także rozpocząć prace nad ustaleniem ambitniejszych celów w zakresie redukcji emisji gazów cieplarnianych w Europie do 2030 roku i nakreślenie konkretnych sposobów na osiągnięcie celu wyznaczonego na okres do 2050 roku²⁷.

W lipcu 2021 roku Komisja Europejska opublikowała pakiet „Fit for 55”, który zakładał, że normy emisji dwutlenku węgla w 2030 roku w stosunku do 2021 roku zostaną obniżone odpowiednio o 55% dla nowych samochodów osobowych i o 50% dla nowych samochodów dostawczych. Założono również, że w 2035 roku średni poziom emisji w nowych autach osobowych i dostawczych będzie zerowy, co sugeruje, że możliwy będzie jedynie zakup samochodów elektrycznych lub zasilanych wodorem²⁸.

1.3. ZRÓWNOWAŻONY ROZWÓJ W POLSCE

W Polsce na kwestie środowiskowe, stanowiące jeden z trzech istotnych elementów zrównoważonego rozwoju, zwrócono szczególną uwagę na początku lat dziewięćdziesiątych, co było bezpośrednio związane z transformacją społeczno-gospodarczą kraju. Podczas obrad okrągłego stołu w 1989 roku zaprezentowane zostały założenia do pierwszej *Polityki ekologicznej państwa* (PEP). Dokument ten został finalnie przyjęty przez Radę Ministrów w 1990 roku, co wiązało się z wprowadzeniem zagadnień ekorozwoju do różnych dziedzin gospodarki narodowej. W dokumencie podkreślono również, że osiągnięcie celów ekorozwoju musi się opierać na skoordynowanych działaniach gospodarczych, środowiskowych i społecznych²⁹.

²⁵ R. Rudzki, M. Bieńkowski, K. Średzińska, *Jak dzięki Taksonomii zapewnić zrównoważoną odbudowę europejskiej gospodarki?*, [w:] *Zielone finanse w Polsce*, red. L. Kotecki, 2020, s. 64, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/10/publikacja_zielone_finance-nowa-wersja.pdf (dostęp 28.07.2025).

²⁶ Europejskie prawo klimatyczne określa m.in. prawnie wiążące cele neutralności klimatycznej UE do 2050 roku oraz redukcji emisji gazów cieplarnianych o 55% do 2030 roku.

²⁷ Komisja Europejska, Komunikat prasowy, *Europejski Zielony Ład: jak do 2050 r. uczynić z Europy pierwszy neutralny dla klimatu kontynent, stymulując gospodarkę, poprawiając stan zdrowia i jakość życia obywateli, dbając o przyrodę i nie pozostawiając w tyle żadnej osoby ani żadnego regionu*, Bruksela, 11 grudnia 2019 roku.

²⁸ W. Rabiega, A. Gorzałczyński, M. Pyrka, R. Jeszke, I. Tobiasz, P. Mzyk, *Polska net-zero 2050: Rola transportu publicznego w świetle pakietu „Fit for 55” i perspektywy roku 2050*, Centrum Analiz Klimatyczno-Energetycznych, Warszawa 2022, https://climatecake.ios.edu.pl/wp-content/uploads/2022/06/CAKE_Transport_publiczny_27_06_2022_final.pdf (dostęp 28.07.2025).

²⁹ A. Hołuj, *Polityka ekologiczna Polski po 1989 roku*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2010, nr 821, s. 20–21.

Ponadto od 1997 roku zasadzie zrównoważonego rozwoju nadano rangę prawa podstawowego wynikającego z postanowień Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej. Zgodnie z art. 5 Konstytucji: „Rzeczpospolita Polska strzeże niepodległości i nienaruszalności swojego terytorium, zapewnia wolności i prawa człowieka i obywatela oraz bezpieczeństwo obywateli, strzeże dziedzictwa narodowego **oraz zapewnia ochronę środowiska, kierując się zasadą zrównoważonego rozwoju**”³⁰.

Kolejnym obowiązującym w Polsce aktem prawnym, regulującym omawianą problematykę, jest ustawa – Prawo ochrony środowiska z 2001 roku. Zgodnie z definicją zrównoważonego rozwoju zawartą w tej ustawie, jest to „taki rozwój społeczno-gospodarczy, w którym następuje proces integrowania działań politycznych, gospodarczych i społecznych, z zachowaniem równowagi przyrodniczej oraz trwałości podstawowych procesów przyrodniczych, w celu zagwarantowania możliwości zaspokajania podstawowych potrzeb poszczególnych społeczności lub obywateli zarówno współczesnego pokolenia, jak i przyszłych pokoleń”³¹. Definicja ta uwzględnia zatem wymiar środowiskowy (przyrodniczy) i wymiary społeczny oraz gospodarczy, a także nawiązuje do definicji zrównoważonego rozwoju zawartej w raporcie Światowej Komisji do spraw Środowiska i Rozwoju, pt. *Nasza wspólna przyszłość*.

Warto nawiązać również do tego, że realizacja celów i zadań zrównoważonego rozwoju jest monitorowana na całym świecie – w tym w Polsce – odpowiednimi wskaźnikami. W Polsce za monitorowanie tych wskaźników odpowiada Główny Urząd Statystyczny (GUS). Po raz pierwszy raport opisujący realizację celów zrównoważonego rozwoju w Polsce został przyjęty przez Radę Ministrów 5 czerwca 2018 roku. Podkreślono w nim, że „Polska jest zdeterminowana do realizacji Agendy 2030 i osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju”³².

³⁰ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 roku, Dz. U. nr 78 poz. 483, z późn. zm., art. 5.

³¹ Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 roku Prawo ochrony środowiska, Dz. U. z 2024 r. poz. 54, z późn. zm., art. 3 pkt 50.

³² *Realizacja Celów Zrównoważonego Rozwoju w Polsce*, Raport przyjęty przez Radę Ministrów 5 czerwca 2018 roku, http://unic.un.org.pl/files/259/Polska_VNR_20180615.pdf (dostęp 28.07.2025).

1.4. KONCEPCJE ZWIĄZANE ZE ZRÓWNOWAŻONYM ROZWOJEM

Złożoność zagadnienia zrównoważonego rozwoju skutkuje występowaniem licznych koncepcji i terminologii w tym obszarze. Zasadne staje się więc rozróżnienie i syntetyzacja pojęć, z którymi można najczęściej spotkać się, słysząc i czytając o zrównoważonym rozwoju.

Jednym z tych pojęć jest koncepcja ESG, będąca zbiorem trzech głównych filarów (tj. grup czynników) zrównoważonego rozwoju:

- środowiskowych (ang. **E**nvironmental),
- społecznych (ang. **S**ocial),
- zarządczych, często zawężanych do pojęcia ładu korporacyjnego (ang. **G**overnance).

Czynniki te – uznawane za niefinansowe – powinny być istotne z perspektywy wszystkich podmiotów gospodarczych dążących do odpowiedzialnego i zrównoważonego rozwoju. Ich uwzględnianie w działalności gospodarczej ma na celu m.in. redukcję emisji gazów cieplarnianych, ograniczenie śladu węglowego, poprawę dobrobytu społecznego, zmniejszenie poziomu ubóstwa, a także dążenie do wyrównywania praw poszczególnych grup społecznych³³. Są one niekiedy rozpatrywane jako uzupełnienie tradycyjnej, ekonomiczno-finansowej oceny funkcjonowania podmiotów gospodarczych.

Koncentrowanie się w działalności gospodarczej na czynnikach środowiskowych, społecznych oraz zarządczych coraz bardziej zyskuje na znaczeniu. Trend ten potęguje rosnąca presja otoczenia, w tym zmieniające się oczekiwania inwestorów i sektora finansowego, dynamicznie postępujące zmiany legislacyjne, a także rosnąca świadomość społeczeństwa. Silnymi motywatorami są także nowe możliwości biznesowe, takie jak rosnący popyt na zrównoważone produkty i usługi, chęć poprawy swojej atrakcyjności na rynku pracy oraz odpowiedź na zmieniające się zachowania konsumentów³⁴.

Inną koncepcją, która nawiązuje do tematyki zrównoważonego rozwoju, jest CSR (ang. *Corporate Social Responsibility*), tj. społeczna odpowiedzialność biznesu. Warto wskazać, że u podstaw tej koncepcji nie leżą wyłącznie pobudki altruistyczne, ale i promowana ostatnimi czasy koncepcja marketingowa, zgodnie z którą przedsiębiorstwo powinno pokazać wszystkim interesariuszom, ile dobrego czyni dla środowiska oraz wspólnoty lokalnej, ponieważ takie działania mają pozytywny wpływ na wizerunek firmy. CSR może być również rozumiana jako koncepcja porządkująca relacje

³³ European Banking Authority, *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, EBA/REP/2021/18, s. 27–29.

³⁴ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i European Bank for Reconstruction and Development, *Wytyczne do raportowania ESG – Przewodnik dla spółek notowanych na GPW*, maj 2021, s. 7.

zachodzące między biznesem a społeczeństwem. Wskazuje ona przedsiębiorstwom, w jaki sposób mogą umacniać swoje relacje z różnymi grupami interesariuszy³⁵.

W literaturze CSR jest również definiowana jako filozofia prowadzenia działalności gospodarczej, która uwzględnia budowanie trwałych, przejrzystych relacji ze wszystkimi zainteresowanymi stronami. Realizacja zasad CSR powinna prowadzić do budowania przewagi konkurencyjnej opartej na dostarczaniu trwałej wartości zarówno dla udziałowców (akcjonariuszy), jak i wszystkich partnerów biznesowych³⁶. Firma społecznie odpowiedzialna jest zatem organizacją, w której podejmowane decyzje nie ograniczają się tylko do pomnażania zysków, ale uwzględniają także interesy zatrudnionych, dostawców, lokalnej społeczności i szeroko pojętego społeczeństwa³⁷ (tj. wszystkich interesariuszy). O silnym związku pomiędzy zrównoważonym rozwojem a koncepcją CSR świadczy fakt, że, jak twierdzi Międzynarodowa Organizacja Normalizacyjna (ang. *International Organization for Standardization*, ISO), społeczna odpowiedzialność przyczynia się do zrównoważonego rozwoju, w tym zdrowia i dobrobytu społeczeństwa³⁸.

Czy wiesz, że...

W wielu opracowaniach pojęcia takie jak: zrównoważony rozwój, ESG oraz CSR uznawane są za synonimy i używane zamiennie. Wynika to z tego, że zarówno ESG, jak i CSR w dużym stopniu nawiązują do – najszerzej z wyżej wymienionych – koncepcji zrównoważonego rozwoju i koncentrują się na niefinansowych aspektach działalności gospodarczej.

Pojęciem, które jest również powiązane z tematyką zrównoważonego rozwoju, są zrównoważone inwestycje (ang. *sustainable investing*). Zrównoważone inwestycje można zdefiniować jako takie inwestycje, które mają pozytywny wpływ na aspekty środowiskowe (ang. *environmental*), społeczne (ang. *social*) oraz zarządcze (ang. *governance*)³⁹. Niektórzy autorzy dodają, że podobnie jak w przypadku wszystkich innych inwestycji, podmioty decydujące się na zrównoważone inwestycje kierują się głównie chęcią osiągnięcia korzyści finansowych – uwzględniając przy tym te czynniki,

³⁵ A. Rudnicka, *CSR – doskonalenie relacji społecznych w firmie*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2012, s. 11–12.

³⁶ T. Wołowicz, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa nową formułą zarządzania*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2004, nr 3, s. 3.

³⁷ A.B. Carroll, *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, „Business and Society” 1999, t. 38, nr 3, s. 268–295.

³⁸ International Organization for Standardization, *ISO 26000*, Switzerland 2010, s. 2.

³⁹ A. Fierla, P. Węgrzyn, E. Wierzbicka, *Zrównoważone inwestycje – finansowanie obligacjami i zabezpieczenie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2021, s. 12–13.

które są pomijane w przypadku innych przedsięwzięć⁴⁰. Co ciekawe, na podstawie zrównoważonych inwestycji oraz społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) wykształciło się pojęcie inwestowania społecznie odpowiedzialnego (ang. *Socially Responsible Investing*, SRI). W szerokim ujęciu, pojęcie to jest traktowane jako synonim zrównoważonych inwestycji. Istotne jest przy tym, że zrównoważone i społecznie odpowiedzialne inwestycje pozostają w zgodzie z powszechną definicją inwestycji. Zgodnie z tą definicją, „inwestycje to wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, niepewnych korzyści”⁴¹. Korzyści te nie muszą natomiast dotyczyć jedynie kwestii finansowych.

2 ZRÓWNOWAŻONE FINANSOWANIE

2.1. DEFINICJA ZRÓWNOWAŻONEGO FINANSOWANIA

Działania na rzecz wspierania zrównoważonego rozwoju, tak jak wszystkie inne przedsięwzięcia, wymagają finansowania. Duża skala potencjalnych działań w tym zakresie implikuje natomiast to, że skala wymaganego finansowania jest ogromna. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej tylko w zakresie klimatu i energii do 2030 roku Europa będzie potrzebować inwestycji w wysokości 350 mld EUR rocznie. Ponadto będzie potrzebować ok. 130 mld EUR na osiągnięcie innych celów środowiskowych⁴². Dodatkowo szacuje się, że do osiągnięcia wszystkich celów zrównoważonego rozwoju potrzeba około 5,4 do 6,4 bln EUR w skali świata⁴³. Chociaż dużą nadzieję co do źródeł finansowania zrównoważonych inwestycji pokłada się w instytucjach publicznych, to skala inwestycji sugeruje, że w długiej perspektywie znaczna część tego finansowania będzie musiała pochodzić z sektora prywatnego. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabiera zrównoważone finansowanie.

Zrównoważone finansowanie to takie finansowanie, które idzie w parze z łagodzeniem negatywnego wpływu człowieka na środowisko i premiuje pozytywne przejawy aktywności społecznej oraz zarządczej. Innymi słowy, **w ramach zrównoważonego finansowania wszystkie decyzje finansowe podejmowane są z uwzględnieniem trzech grup czynników pozafinansowych (ESG)**. Zrównoważone finansowanie ma na celu wspieranie wzrostu gospodarczego przy jednoczesnym zmniejszeniu negatywnego wpływu na środowisko i uwzględnianiu czynników społecznych oraz zarządczych (tabela 1).

⁴⁰ P.L. Yadav, S.H. Han, J.J. Rho, *Impact of Environmental Performance on Firm Value for Sustainable Investment: Evidence from Large US Firms*, „Business Strategy and the Environment” 2016, t. 25, nr 6, s. 403.

⁴¹ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015, s. 80.

⁴² Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Zrównoważone finansowanie*, <https://www.gov.pl/web/rozwoj-praca-technologie/zrownowazone-finansowanie> (dostęp 28.07.2025).

⁴³ UN trade & development, *The Costs of Achieving the SDGs 2030*, <https://unctad.org/sdg-costing/about> (dostęp 28.07.2025).

Tabela 1. Wybrane elementy uwzględniane przy zrównoważonym finansowaniu w podziale na trzy kategorie czynników niefinansowych ESG

Środowiskowe (E)	Społeczne (S)	Zarządcze (G)
• Emisja dwutlenku węgla • Zmiana klimatu • Efektywność ekologiczna • Zużycie energii • Zarządzanie polityką ochrony środowiska • Raportowanie środowiskowe • Zarządzanie ryzykiem środowiskowym • Niebezpieczne odpady • Materiały poddawane recyklingowi • Opakowania • Zarządzanie zanieczyszczeniami • Ochrona różnorodności biologicznej • Pozyskiwanie surowców • Zużycie energii odnawialnej • Wpływ podróży i transportu • Wykorzystywanie wody	• Zachowania biznesowe • Filantropia • Relacje z klientami • Odpowiedzialność klienta i produktu • Różnorodność • Rozwój i szkolenia kapitału ludzkiego • Prawa człowieka • Lokalni dostawcy • Niedyskryminacja, równość promocji • Prywatność i bezpieczeństwo danych • Ochrona dzieci • Jakość warunków pracy • Poszanowanie związków zawodowych • Raporty społeczne • Zaangażowanie interesariuszy • Zarządzanie łańcuchem dostaw • Przyciąganie/zatrzymywanie talentów • Równowaga praca – życie (ang. <i>work-life balance</i>)	• Polityka przeciwdziałania nadużyciom • System kontroli i audytu • Różnorodność i struktura zarządu • Zarządzanie marką • Etyka biznesu i oszustwa • Kodeksy postępowania • Zapobieganie korupcji i przekupstwu • Wynagrodzenie pracowników • Poszanowanie praw akcjonariuszy • Zarządzanie ryzykiem i kryzysami • Przejrzystość działalności • Strategia biznesowa • Polityka antymonopolowa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Zióło, *Finanse zrównoważone – rozwój, ryzyko, rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020, s. 19–20.

Podobnie jak w przypadku każdego innego finansowania, podmioty decydujące się na uwzględnienie zrównoważonego finansowania w swojej ofercie produktowej i inwestycyjnej również kierują się chęcią osiągnięcia korzyści finansowych – uwzględniając przy tym te czynniki niefinansowe (ESG), które są pomijane w przypadku innych inwestycji, nakierowanych wyłącznie na maksymalizację zysku⁴⁴. Jest to zatem odpowiedź na potrzebę finansowania zrównoważonego rozwoju, przez ukierunkowywanie inwestycji w stronę przejścia do neutralnej dla klimatu oraz sprawiedliwej

⁴⁴ P.L. Yadav, S.H. Han, J.J. Rho, *Impact...*, op. cit., s. 403.

społecznie gospodarki. W konsekwencji celem zrównoważonego finansowania jest przeciwdziałanie negatywnym skutkom efektów zewnętrznych danej inwestycji, a tym samym zniwelowanie lub eliminowanie ich negatywnego oddziaływania na środowisko i społeczeństwo⁴⁵.

2.2. ZRÓWNOWAŻONE FINANSOWANIE A EFEKTY ZEWNĘTRZNE

Efekty zewnętrzne są wynikiem działań, które generują u osób trzecich koszty bądź przynoszą im korzyści. Efekty te przybierają różne formy: niektóre są pozytywne, inne negatywne. Gdy dany podmiot gospodarczy wyrzuca toksyczne odpady, które wyprodukował, do strumienia, zanieczyszcza środowisko, zabijając dodatkowo ryby i rośliny oraz obniżając wartość rekreacyjną potoku, jest to przykład negatywnego, czyli szkodliwego, efektu zewnętrznego (określanego również mianem kosztów zewnętrznych). Efekt ten jest spotęgowany tym bardziej, jeżeli firma zanieczyszczająca nie wynagradza ani ludziom, ani środowisku szkód, które wyrządziła⁴⁶. Koszty zewnętrzne ponoszone są zatem przez osoby trzecie, które nie są bezpośrednimi (zaangażowanymi) stronami transakcji i które na daną transakcję nie mają wpływu. Przeważnie koszty zewnętrzne nie są brane pod uwagę przez zaangażowane strony transakcji przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych, nawet gdy są bardzo znaczące oraz łatwo identyfikowalne⁴⁷.

Przykładem pozytywnego efektu zewnętrznego (nazywanego korzyścią zewnętrzną) jest z kolei rezygnacja z dojeżdżania do pracy samochodem, na rzecz dojazdu komunikacją miejską lub rowerem, co przyczynia się do ograniczenia emisji dwutlenku węgla i poprawy ogólnej jakości powietrza. Skrajnym – oraz rozumianym i postrzeganym w skali makro – przypadkiem pozytywnych efektów zewnętrznych jest dobro publiczne, czyli takie, z którego korzyści rozkładają się w sposób niepodzielny na całą społeczność, nawet jeśli jednostki nie są zainteresowane ich pozyskiwaniem oraz konsumpcją⁴⁸. Przykładem są programy szczepień, ponieważ korzyści z ich rozpowszechniania obejmują także ludzi, którzy się nie zaszczepili. Wynika to z tego, że im większa liczba osób zaszczepionych w społeczeństwie, tym mniejsze jest prawdopodobieństwo zakażenia się daną chorobą przez osoby niezaszczepione. Ponadto szczepienia ograniczają potencjalne koszty ponoszone przez służbę zdrowia (a pośrednio przez całe społeczeństwo), które byłyby nieuniknione w przypadku konieczności leczenia danych chorób⁴⁹.

⁴⁵ M. Zioto, *Finanse zrównoważone – rozwój, ryzyko, rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020, s. 8.

⁴⁶ P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia...*, op. cit., s. 274.

⁴⁷ T. Sowell, *Ekonomia dla każdego: co każdy szanujący się obywatel, wyborca i podatnik powinien wiedzieć o gospodarce*, Fijorr Publishing, Wrocław 2019, s. 397.

⁴⁸ P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia...*, op. cit., s. 275.

⁴⁹ C. White, *Measuring Social and Externality Benefits of Influenza Vaccination*, „The Journal of Human Resources” 2021, t. 56, nr 3, s. 749–785.

Biorąc to pod uwagę, można przyjąć, że rozwój zrównoważony to szczególny rodzaj dobra publicznego, którego efektywne finansowanie jest istotne z uwagi na konsekwencje społeczne, ekonomiczne i środowiskowe, jakie taki rozwój wywołuje.

Czy wiesz, że...

Zdecydowanym zwolennikiem interwencji rządu w zakresie kontroli i regulacji efektów zewnętrznych był żyjący na przełomie wieków XIX i XX brytyjski ekonomista – A.C. Pigou. Już w pierwszej połowie XX wieku opowiadał się on za opodatkowaniem podmiotów odpowiedzialnych za kreowanie negatywnych efektów zewnętrznych (tzw. podatek Pigou) oraz za dotacjami przyznawanymi na te działania, które generują pozytywne efekty zewnętrzne.

Istotnym zagadnieniem w koncepcji zrównoważonego rozwoju i jego finansowania jest wpływanie na wszystkie podmioty w taki sposób, aby realizując działalność gospodarczą, były one w stanie dostrzegać i ograniczać negatywne efekty zewnętrzne oraz potęgować efekty pozytywne.

2.3. ROLA RYNKU FINANSOWEGO W KONTEKŚCIE WSPIERANIA ZRÓWNOWAŻONEGO FINANSOWANIA

Gdy bierze się pod uwagę skalę przedsięwzięć służących realizacji celów zrównoważonego rozwoju, które wymagają finansowania, kluczowe staje się wykorzystanie możliwości rynku finansowego oraz jego uczestników. Do funkcji rynku finansowego zaliczyć można:

- mobilizację kapitału,
- alokację kapitału,
- sygnalizację (inaczej funkcja informacyjna),
- wycenę kapitału i ryzyka (inaczej funkcja wartościująca),
- transfer ryzyka.

Ze względu na to, że żaden podmiot – zarówno publiczny, jak i prywatny – w pojedynkę nie jest w stanie sfinansować wszystkich inwestycji wymaganych do osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju, na znaczeniu zyskuje **funkcja mobilizacyjna** rynku finansowego. Polega ona na umożliwieniu poszczególnym uczestnikom rynku pozyskania kapitału od wielu inwestorów, którzy w pojedynkę nie byłiby w stanie zapewnić wymaganego finansowania⁵⁰. Jest to szczególnie ważne przy dużych inwestycjach, takich jak budowa nowoczesnych i ekologicznych składowisk odpadów, elektrowni wiatrowych czy zakup elektrycznych autobusów w sektorze transportu publicznego.

Za podstawową funkcję rynku finansowego uznaje się także **funkcję alokacyjną**. Wiąże się ona z transferem wolnych środków finansowych od podmiotów posiadających ich nadwyżki (inwestorzy, depozytariusze) do podmiotów wykazujących na nie zapotrzebowanie (emitenci, kredytobiorcy).

⁵⁰ O. Starzeński, *Analiza rynków finansowych*, C.H.Beck, Warszawa 2011, s. 38–40.

Rynek finansowy daje więc możliwość pozyskania kapitału na wszelkiego rodzaju inwestycje – w tym zrównoważone. Jest to ważne również z perspektywy inwestorów, którzy, chcąc wspierać zrównoważony rozwój gospodarczy, koncentrują się na takich inwestycjach, które poza korzyściami *stricto* finansowymi byłyby również korzystne dla środowiska naturalnego i szeroko rozumianego społeczeństwa.

W zakresie ułatwienia inwestorom identyfikacji przedsiębiorstw i inwestycji, które uwzględniają czynniki ESG, kluczowego znaczenia nabiera **funkcja informacyjna** (inaczej sygnalizacyjna). Dzięki niej uczestnicy rynku finansowego mają ułatwiony dostęp do informacji na temat funkcjonowania spółek publicznych oraz informacji o realizowanych przez nie przedsięwzięciach. Funkcja ta jest także ważna z perspektywy emitentów, którzy widzą, jak angażowanie się w kwestie środowiskowe, społeczne oraz zarządcze może wpływać na wzrost wartości spółek.

Nawiązując do wartości poszczególnych instrumentów finansowych należy podkreślić, że dzięki rynkowi finansowemu możliwa staje się **wycena kapitału i ryzyka**. Wycena kapitału odbywa się przez wycenę pojedynczych udziałowych papierów wartościowych (akcji) i ustalanie na tej podstawie poziomu kapitalizacji spółki. Wycena ryzyka ma odniesienie do dłużnych papierów wartościowych (obligacji), których cena – zgodnie z teorią efektywności rynku – powinna odzwierciedlać ryzyko upadłości emitenta. Im niższa cena obligacji, tym większe ryzyko niewypłacalności emitenta. Co istotne, funkcja ta nie jest domeną jedynie rynku kapitałowego, ponieważ wycena ryzyka odbywa się także przy oferowaniu takich produktów finansowych, jak kredyty bankowe (banki mogą żądać wyższego wynagrodzenia, gdy ryzyko niewypłacalności kredytobiorcy jest wysokie) oraz umowy ubezpieczenia (zakłady ubezpieczeń mogą żądać wyższego wynagrodzenia w przypadku większego prawdopodobieństwa realizacji negatywnego scenariusza zdarzeń).

Charakterystyczną funkcją – zwłaszcza sektora ubezpieczeniowego – jest z kolei **transfer ryzyka**. Sektor ten przez zawarcie umowy ubezpieczenia umożliwia przenoszenie ryzyka z tych, którzy od niego stronią, na wyspecjalizowane firmy ubezpieczeniowe, które są gotowe do jego ponoszenia w zamian za określoną zapłatę⁵¹. Funkcja transferu ryzyka jest realizowana również w ramach pozostałych segmentów rynku finansowego, a zapewnia ją możliwość nabywania i zbywania instrumentów finansowych, które wiążą się z określonym rodzajem i poziomem ryzyka.

Istotną rolę w kontekście finansowania zrównoważonego rozwoju odgrywają także instytucje finansowe, będące uczestnikami szeroko rozumianego rynku finansowego. To właśnie te podmioty pośredniczą w efektywnym transferze środków finansowych do tych sektorów i przedsiębiorstw, dla których czynniki ESG są kluczowe i które w dużym stopniu przyczyniają się do realizacji celów zrównoważonego rozwoju. Przekierowywaniu środków finansowych – od inwestorów do emitentów – mogą służyć odpowiednie instrumenty finansowe, takie jak zielone obligacje lub udziały

⁵¹ T. Sowell, *Ekonomia...*, op. cit., s. 307.

w funduszach inwestycyjnych społecznie odpowiedzialnych, których aktywa są inwestowane w spółki uwzględniające aspekty społeczne i środowiskowe. Biorąc to pod uwagę, można korzystnie ocenić obserwowany na przestrzeni kilku ostatnich lat wzrost zaangażowania instytucji finansowych w zakresie uwzględniania w swojej działalności czynników ESG. Dotyczy to również krajowych instytucji finansowych, dla których wspieranie zrównoważonego rozwoju coraz częściej stanowi jeden z elementów strategii biznesowych⁵².

Wpływ na to może mieć fakt, że zgodnie z licznymi badaniami wzrost zaangażowania w obszar zrównoważonego rozwoju wiąże się z mierzalnymi korzyściami dla przedsiębiorstw (w tym dla instytucji finansowych). Podmioty gospodarcze wysoko oceniane pod kątem uwzględniania czynników ESG są bowiem w stanie pozyskiwać kapitał po niższym koszcie niż inne podmioty⁵³. Inne badania pokazują, że spółki, które nie uwzględniają czynników środowiskowych w swojej działalności, charakteryzują się średnio o 20% wyższym kosztem zadłużenia w stosunku do podmiotów, dla których kwestie środowiskowe nie pozostają obojętne⁵⁴. Co więcej, według niektórych badaczy, w okresie kryzysów gospodarczych tzw. fundusze inwestycyjne społecznie odpowiedzialne odnotowują mniejsze spadki wartości zarządzanych aktywów niż inne fundusze⁵⁵. Korzyści uwzględniania w swojej działalności czynników ESG dotyczą również banków. Według niektórych badań banki, które angażują się w działalność z zakresu zrównoważonego rozwoju, osiągają średnio lepsze wyniki finansowe niż te, które nie poświęcają temu zagadnieniu większej uwagi⁵⁶ – zaangażowanie się w kwestie dotyczące zrównoważonego rozwoju ma pozytywny wpływ na reputację tych banków, co pozwala na pozyskanie nowych klientów i zwiększenie udziału w rynku⁵⁷.

⁵² Por. P. Węgrzyn, *Strategie biznesowe a główne kierunki rozwoju banków komercyjnych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas Zarządzanie” 2020, t. 21, nr 2, s. 189.

⁵³ K. Matczak, J. Wojciechowski, C. Martysz, *Inwestowanie zrównoważone w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2019, Zeszyt naukowy 176, s. 124–125.

⁵⁴ S. Chava, *Environmental Externalities and Cost of Capital*, Georgia Institute of Technology, Atlanta 2011, s. 19.

⁵⁵ P. Jamróz, *Struktura rynku funduszy społecznie odpowiedzialnych w wybranych krajach europejskich*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 5(89), cz. 2, s. 87.

⁵⁶ O. Weber, *Corporate Sustainability and Financial Performance of Chinese Banks*, „Sustainability Accounting, Management and Policy Journal” 2017, nr 3(8), s. 380–383.

⁵⁷ B. Torre Olmo, M. Cantero Saiz, S. Sanfilippo Azofra, *Sustainable Banking, Market Power, and Efficiency: Effects on Banks' Profitability and Risk*, „Sustainability” 2021, nr 13(3), 1298, s. 1–2.

Czy wiesz, że...

Oferowanie przez banki instrumentów finansowych, które zostały zaprojektowane w taki sposób, aby odpowiadać na potrzeby społeczne i zapewniać ochronę środowiska, jednocześnie zapewniając zyski z działalności operacyjnej tych podmiotów, nazywane jest zrównoważoną bankowością⁵⁸. W odróżnieniu od zielonej bankowości (ang. *green banking*), zrównoważona bankowość poza kwestią ochrony środowiska naturalnego koncentruje się również na czynnikach społecznych oraz zarządczych.

Instytucje finansowe nie tylko mogą pośredniczyć w transferze kapitału ukierunkowanym w stronę zrównoważonych inwestycji, lecz także bezpośrednio – poprzez swoją bieżącą działalność – mogą wspierać realizację celów zrównoważonego rozwoju, dając tym samym dobry przykład prowadzenia zrównoważonej działalności przedsiębiorstwom z sektora niefinansowego.

W wymiarze środowiskowym może odbywać się to np. przez segregowanie odpadów, świadome zmniejszanie zużycia papieru czy zastępowanie przez pracowników spalinowych środków transportu samochodami elektrycznymi lub rowerami. W obszarze społecznym mogą być to takie działania, jak wspieranie rozwoju i zapewnianie szkoleń pracownikom, dbanie o wysoką jakość warunków pracy czy prowadzenie działalności filantropijnej. W obszarze zarządczym instytucje te powinny mieć opracowane m.in. procedury zarządzania konfliktem interesów.

Zależność między instytucjami finansowymi a zrównoważonym rozwojem jest zatem dwukierunkowa. Z jednej strony zaangażowanie instytucji finansowych jest konieczne do tego, aby efektywnie realizować cele zrównoważonego rozwoju. Z drugiej strony uwzględnianie przez instytucje finansowe czynników ESG w ramach prowadzonej działalności wiąże się dla nich z realnymi korzyściami. Zrównoważony rozwój w znaczący sposób oddziałuje więc na rynek finansowy i odwrotnie. Za wyraz siły tego oddziaływania można uznać zauważalny wpływ zrównoważonego rozwoju na kształtowanie się nowego paradygmatu finansów⁵⁹.

2.4. ZRÓWNOWAŻONE FINANSE JAKO NOWY PARADYGMAT FINANSÓW

Dotychczasowe podejście do inwestowania środków pieniężnych opierało się na kalkulacji kosztów i korzyści ekonomicznych oraz ryzyka z danego przedsięwzięcia. Podejście to jest zgodne ze współczesną teorią portfelową, która zakłada, że racjonalni inwestorzy powinni dążyć do maksymalizacji zysków przy zakładanym poziomie ryzyka bądź do minimalizacji ryzyka przy

⁵⁸ A.W.H. Yip, N.M.P. Bocken, *Sustainable Business Model Archetypes for the Banking Industry*, „Journal of Cleaner Production” 2018, nr 174, s. 150–169.

⁵⁹ M. Zioto, *Finanse...*, s. 199–200.

zakładanym poziomie zysku⁶⁰. Wobec tego to od wysokości potencjalnych zysków zależy, jakie decyzje finansowe będą podejmować ludzie, a osobiste preferencje, np. w zakresie chęci wspierania środowiska naturalnego, mogą nie mieć wpływu na podejmowanie tych decyzji⁶¹. Wszak jak uważał F.A. von Hayek, to aspekty ekonomiczne determinują działalność wszystkich ludzi⁶². Pogląd tego autora odzwierciedla tzw. **paradygmat finansów tradycyjnych**.

Czy wiesz, że...

Według wielu badaczy to nie tylko kwestie ekonomiczne, tj. potencjalne zyski, mają wpływ na podejmowane przez nas decyzje inwestycyjne. Argumentów za takim podejściem można się doszukiwać na gruncie **ekonomii behawioralnej**. Z badań przeprowadzonych przez D. Kahnemana wynika, że na podejmowane przez ludzi decyzje (również inwestycyjne) w dużej mierze wpływają takie czynniki psychologiczne, jak nadmierna pewność siebie, subiektywne przekonania itp.⁶³. Badania R. Thaler również wskazują na to, że ludzie – a co za tym idzie rynki finansowe – nie zawsze zachowują się tak, jak opisują to ekonomiści. Autor ten, na podstawie wniosków ze swoich badań, podważa paradygmat człowieka racjonalnego⁶⁴.

Finanse tradycyjne, wobec złożoności zjawiska, jakim jest zrównoważony rozwój, oraz wyzwań i wymogów związanych z zapewnieniem finansowania tego rodzaju procesów rozwojowych, okazują się być zawodne⁶⁵. Jednowymiarowa (ekonomiczna) perspektywa finansów tradycyjnych jest głównym powodem nieefektywności finansowania zrównoważonego rozwoju, którego perspektywa sięga trzech wymiarów (ekonomicznego, środowiskowego i społecznego)⁶⁶. W ostatnim czasie obserwuje się rosnące oczekiwania obywateli wobec państw i rządów w zakresie zapewniania dobrostanu i dbałości o jakość życia, co również jest związane z poszukiwaniem innych, alternatywnych do tradycyjnych, możliwości finansowania i inwestowania gromadzonych środków. Z tego powodu niektórzy badacze zwracają uwagę na konieczność stworzenia nowego paradygmatu

⁶⁰ R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania: obszerny podręcznik analizy portfelowej*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 77–91.

⁶¹ K.M. Pniewska, *Spółeczna odpowiedzialność wobec wyzwań sektora bankowego w okresie zawirowań na rynkach finansowych*, [w:] *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, red. A. Alińska, B. Pietrzak, CeDeWu.pl, Warszawa 2012, s. 304.

⁶² F.A. von Hayek, *Droga do zniewolenia*, Wydawnictwo Arcana, Kraków 2015, s. 217.

⁶³ Więcej na ten temat w: D. Kahneman, *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań, rozdz. IV.

⁶⁴ R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Wydawnictwo Zys i S-ka, Poznań 2017, s. 1–17.

⁶⁵ W. Sun, C. Louche, R. Perez, *Finance and Sustainability: Towards a New Paradigm? A Post-crisis Agenda*, 2011, s. 3–6.

⁶⁶ D. Schoenmaker, *Investing for the Common Good: A Sustainable Finance Framework*, Bruegel, Brussels 2012, s. 8.

finansów, który silnie zaakcentuje pozostałe wymiary oraz pomoże ograniczać wspomniane wcześniej negatywne efekty zewnętrzne⁶⁷. Paradygmat ten określa się mianem **finansów zrównoważonych**.

Różnice między finansami tradycyjnymi a finansami zrównoważonymi zostały przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2. Różnice między paradygmatem finansów tradycyjnych a finansów zrównoważonych

Kryterium	Finanse tradycyjne	Finanse zrównoważone
Perspektywa czasowa	Zazwyczaj krótkoterminowa (chęć generowania zysków w krótkim okresie)	Długoterminowa, ukierunkowana na równość międzypokoleniową
Podejście do podejmowania decyzji	Jednowymiarowe. Ukierunkowanie na maksymalizację zysków	Trójwymiarowe. Szukanie równowagi pomiędzy ochroną środowiska, uwzględnianiem sfery społecznej oraz rozwojem ekonomicznym
Oddziaływanie na środowisko naturalne (<i>Environmental</i>)	Niska świadomość konsekwencji decyzji finansowych dla środowiska	Ochrona środowiska naturalnego, nakładanie ograniczeń w zakresie wzrostu gospodarczego osiąganego kosztem kondycji planety
Oddziaływanie na społeczeństwo (<i>Social</i>)	Niska świadomość konsekwencji decyzji finansowych dla społeczeństwa	Równe szanse, dostępność, niwelowanie różnic międzypokoleniowych
Oddziaływanie na kwestie zarządcze (<i>Governance</i>)	Orientacja na efektywność, przejrzystość zarządzania	Dążenie do ustanawiania jak najwyższych standardów zarządczych
Internalizacja efektów zewnętrznych⁶⁸	Nie	Tak
Rodzaj wskaźników do oceny efektywności	Finansowe	Finansowe i niefinansowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Zioto, *Finanse zrównoważone – rozwój, ryzyko, rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020, s. 26.

⁶⁷ S. Rebai, M.N. Azaiez, D. Saidane, *Sustainable Finance and Sustainable Banking: Conceptualization*, soumis au „Journal of Cleaner Production” 2015.

⁶⁸ Internalizacja efektów zewnętrznych polega na skłonieniu sprawcy do włączenia kosztów lub korzyści zewnętrznych przez siebie spowodowanych do swojego rachunku ekonomicznego.

Zgodnie z paradygmatem finansów zrównoważonych, kryterium finansowe nadal jest jednym z najważniejszych, ale nie najważniejszym spośród kryteriów oceny w procesie podejmowania decyzji⁶⁹. Aby inwestorzy byli w stanie efektywnie przekierowywać strumienie pieniężne w stronę zrównoważonych inwestycji, także w tym obszarze kluczowe staje się ograniczanie asymetrii informacji na rynku. Jest tak dlatego, że asymetria ta utrudnia identyfikację tych projektów inwestycyjnych (czy też spółek realizujących takie projekty), które poza chęcią wygenerowania zysku uwzględniają w odpowiedni sposób czynniki ESG.

2.5. ZNACZENIE ZRÓWNOWAŻONEGO RAPORTOWANIA

Asymetrię informacji można zdefiniować jako nierówny dostęp do informacji na temat danego przedsięwzięcia dla wszystkich podmiotów działających na rynku, w tym dla inwestorów, menedżerów i właścicieli⁷⁰. Ze względu na asymetrię informacji inwestorzy często nakłanianiani są do inwestycji, których podjęcie – przy założeniu pełnego dostępu do informacji – nie byłoby zasadne⁷¹. Asymetria informacji może być więc kluczowa w zakresie zrównoważonych inwestycji. Jeśli bowiem podmioty gospodarcze zwracają dużą uwagę na kwestie związane z wpływem poszczególnych inwestycji na przykład na środowisko, to zasadne staje się dokonanie pomiaru oraz wiarygodne opisanie tego wpływu. To umożliwia porównywanie zrównoważonych inwestycji między sobą i traktowanie kwestii uwzględniania czynników ESG w działalności jako jednej z kluczowych kwestii warunkujących podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Właśnie dlatego celowe jest ustanowienie pewnych ram instytucjonalnych – np. w postaci regulacji – określających, które inwestycje można nazwać zrównoważonymi i w jaki sposób dokonywać pomiaru wpływu tych inwestycji na środowisko naturalne, społeczne oraz ład korporacyjny.

W kwestii ograniczenia asymetrii informacji na rynku duże znaczenie ma tworzenie wiarygodnych i przejrzystych raportów, które ujawniają informacje i dane niefinansowe spółek. Są to więc sprawozdania, które w odróżnieniu od sprawozdań finansowych, koncentrują się na niefinansowych aspektach działalności i mogą stać się dodatkowym źródłem dostarczającym inwestorom i interesariuszom spółek kluczowych informacji służących do ich oceny. W literaturze raportowanie niefinansowe często jest określane mianem zrównoważonego raportowania lub raportowania ESG⁷².

Zrównoważone raportowanie jest ważnym procesem wymiany informacji pomiędzy spółką a jej otoczeniem. Wywodzi się to z potrzeb informacyjnych inwestorów i innych interesariuszy spółki, a jego wprowadzenie jako obowiązku do przepisów prawa było poprzedzone kilkunastoletnim

⁶⁹ M. Ziolo, *Finanse...*, op. cit., s. 8.

⁷⁰ G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Złowić frajera: ekonomia manipulacji i oszustwa*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2017, s. 9–10, 34.

⁷¹ Tamże, s. 10.

⁷² P. Biernacki, *Raportowanie ESG*, [w:] *Zielone finanse w Polsce*, red. L. Kotecki, 2020, s. 29, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/10/publikacja_zielone_finance-nowa-wersja.pdf (dostęp 28.07.2025).

organicznym rozwojem tej formy komunikacji. Warto przyrzeć się kwestii tego raportowania z dwóch perspektyw: spółki jako twórcy raportu oraz jego odbiorców⁷³.

Do grona odbiorców sprawozdań niefinansowych można zaliczyć przede wszystkim inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych (np. fundusze inwestycyjne). Sprawozdania mogą stanowić źródło informacji także dla innych interesariuszy spółek (obecnych i potencjalnych pracowników, dostawców, klientów i analityków giełdowych). Należy mieć przy tym świadomość, że przedstawiciele każdej z tych grup będą koncentrowali się na innych kwestiach. Niezależnie od tego, kim będzie odbiorca sprawozdania niefinansowego, z jego perspektywy kluczowe jest, aby sprawozdanie było wiarygodne i przedstawiało realny obraz spółki oraz jej zaangażowania w zrównoważony rozwój. Tylko zapewnienie wysokiej jakości zrównoważonego raportowania umożliwi bowiem inwestorom i innym interesariuszom dokonywanie oceny tego, w jakim stopniu dane przedsiębiorstwo uwzględnia w swojej działalności czynniki ESG. Najwyższą jakość sprawozdań niefinansowych byłaby również czynnikiem wspierającym budowanie relacji pomiędzy poszczególnymi uczestnikami rynku finansowego.

Poza głównymi funkcjami rynku finansowego, działalnością instytucji finansowych czy relacjami pomiędzy uczestnikami tego rynku duże znaczenie w kontekście efektywności zrównoważonego finansowania może mieć wykorzystywanie konkretnych instrumentów finansowych.

2.6. OBLIGACJE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Jednym z rodzajów instrumentów finansowych, który odgrywa dużą rolę w pozyskiwaniu finansowania na realizację zrównoważonych inwestycji, są obligacje. Obligacje mogą być klasyfikowane według wielu kryteriów, do których zaliczyć można m.in. rodzaj emitenta, okres zapadalności, rodzaj oprocentowania czy formę zabezpieczenia. Zgodnie z definicją Banku Światowego obligacje, które są emitowane w celu finansowania zrównoważonych inwestycji, są dłużnymi papierami wartościowymi różniącymi się od innych obligacji celem emisji⁷⁴. Na podstawie tej definicji można dojść do wniosku, że jedyne, co odróżnia te obligacje od tradycyjnych obligacji, to cel emisji, a mianowicie cel wykorzystania środków finansowych pozyskanych z emisji obligacji na realizację zrównoważonych inwestycji. Zgodnie z tym kryterium wyróżnić można następujące rodzaje tzw. obligacji ESG⁷⁵:

⁷³ Tamże, s. 32–34.

⁷⁴ The World Bank, *What Are Green Bonds?*, Washington 2015, s. 23, <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/64eb7c52-0df9-5758-94b1-cb165abc9a8f> (dostęp 28.07.2025).

⁷⁵ International Capital Market Association, *The Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, June 2018, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/regulatory/green-bonds/green-bonds-principles-june-2018-270520.pdf> (dostęp 28.07.2025); A. Fierla, P. Węgrzyn, E. Wierzbicka, *Zrównoważone...*, op. cit., s. 21–22.

- zielone obligacje (ang. *green bonds*), definiowane jako papiery wartościowe, z których wpływy wykorzystywane są do pełnego lub częściowego finansowania bądź refinansowania nowych lub istniejących projektów prośrodowiskowych,
- społeczne obligacje (ang. *social bonds*), z których środki są wykorzystywane na finansowanie projektów społecznych,
- zrównoważone obligacje (ang. *sustainability bonds*), z których środki są wykorzystywane na finansowanie zarówno projektów środowiskowych, jak i projektów społecznych.

Czy wiesz, że...

Niektórzy autorzy dokonują dalszego podziału zielonych obligacji, wyodrębniając przy tym **niebieskie obligacje** (ang. *blue bonds*), które są emitowane w celu pozyskania finansowania na realizację projektów morskich i oceanicznych czy też **leśne obligacje** (ang. *forest bonds*), z których środki są wykorzystywane do odpowiedzialnego zarządzania lasami (zwłaszcza w zakresie tworzenia alternatywy do wylesiania)⁷⁶.

Warto przy tym podkreślić, że rynek zielonych obligacji jest znacznie większy niż rynek obligacji społecznych i zrównoważonych. Zgodnie z danymi ESMA (ang. *European Securities and Markets Authority*) wartość całego europejskiego rynku tzw. obligacji ESG, według stanu na koniec I połowy 2024 roku wynosiła 2,1 bln EUR. Wartość zielonych obligacji stanowiła przy tym blisko 60% udziału w europejskim rynku obligacji ESG⁷⁷.

Jednym z kryteriów podziału obligacji, zgodnie z którym można wyróżnić zielone obligacje certyfikowane oraz zielone obligacje niecertyfikowane, jest spełnienie pewnych standardów (inaczej certyfikacje)⁷⁸. Brak zastosowania międzynarodowych, powszechnie znanych standardów w zakresie emisji zielonych obligacji, może zmniejszyć ich wiarygodność wśród potencjalnych inwestorów. W związku z tym wielu emitentów decyduje się skorzystać z certyfikacji opracowanych przez szanowane i wyspecjalizowane w tym zakresie instytucje. Do najbardziej popularnych standardów obligacji, z których środki są przeznaczane na realizację zrównoważonych projektów inwestycyjnych, zaliczyć można Green Bond Principles (GBP) oraz Climate Bonds Standard (CBS). Co więcej, od 21 grudnia 2024 roku zaczęło obowiązywać Rozporządzenie Parlamentu

⁷⁶ A. Laskowska, *Zielone obligacje w Polsce – teoria i praktyka*, [w:] *Zielone finanse w Polsce*, red. L. Kotecki, Europejski Kongres Finansowy, Publikacja EKF Online 2020, s. 57, <https://fundacjacms.pl/zielone-finanse-w-polsce/> (dostęp 28.07.2025).

⁷⁷ European Securities and Markets Authority, *TRV – ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 2, 2024, s. 32.

⁷⁸ B. Weber, M. Staub-Bisang, H.W. Alfen, *Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP*, Wiley, Chichester 2016, s. 338.

Europejskiego 2023/2061, wprowadzające europejski standard zielonych obligacji, tzw. *European Green Bond Standard* (EUGBS)⁷⁹.

Najistotniejszą różnicą pomiędzy standardem zielonych obligacji UE (EUGBS) a pozostałymi standardami jest zgodność tych pierwszych z europejskimi regulacjami prawnymi (w tym z tzw. taksonomią, tj. rozporządzeniem definiującym ramy zrównoważonych inwestycji).

Czy wiesz, że...

Pierwsza na świecie emisja skarbowych zielonych obligacji została przeprowadzona w Polsce 20 grudnia 2016 roku. Za pionierską emisję obligacji Polska została uhonorowana m.in. nagrodą *Green Bonds Pioneer Awards*, przyznawaną przez władze dzielnicy City w Londynie wraz z organizacjami opracowującymi standardy zielonych obligacji GBP i CBS, tj. International Capital Market Association (ICMA) oraz Climate Bonds Initiative (CBI)⁸⁰.

Chociaż obligacje ESG, podobnie jak innego rodzaju instrumenty finansowe, wspierają finansowanie zrównoważonego rozwoju, to nie są one wolne od ryzyka. Ryzyko to nie sprowadza się jedynie do tego, które towarzyszy inwestycjom w tradycyjne obligacje, niefinansujące zrównoważonych projektów inwestycyjnych (np. ryzyko kredytowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko płynności). Ze względu na złożoność zagadnienia ryzyka specyficznie związanego z finansowaniem zrównoważonego rozwoju, temat ten zostanie szczegółowo omówiony w kolejnym rozdziale.

3 POTENCJALNE ŹRÓDŁA RYZYKA ZWIĄZANE Z FINANSOWANIEM ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU DLA NIEPROFESJONALNYCH UCZESTNIKÓW RYNKU FINANSOWEGO

3.1. ZNACZENIE ROZUMIENIA POJĘĆ POWIĄZANYCH ZE ZRÓWNOWAŻONYM ROZWOJEM

Pojęcia zrównoważonego rozwoju i finansowania zrównoważonego rozwoju nie są zupełnie nowe, ponieważ nie nazywają one zjawisk czy postaw, które nie były znane już w przeszłości. Od lat funkcjonują i są używane w praktyce również pojęcia typu społeczna odpowiedzialność biznesu

⁷⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/261 z dnia 22 listopada 2023 roku w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem (Dz. U. L z 30.11.2023).

⁸⁰ M. Mosionek-Schweda, M. Szmelter, *Zielone obligacje – nowy instrument finansowania inwestycji polskiego rządu*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, s. 221.

(ang. *Corporate Social Responsibility*, CSR) czy inwestowanie odpowiedzialne społecznie (ang. *Socially Responsible Investing*, SRI)⁸¹. Zarówno finansowanie zrównoważonego rozwoju, jak i inwestowanie odpowiedzialne społecznie zmierzają do tego samego celu, tj. do uwzględnienia w ramach szeroko pojętej inwestycji (a nawet szerzej, w ramach finansowania w ogóle, co obejmuje również kredytowanie) kwestii czy kryteriów niebędących w tradycyjnym ujęciu ściśle finansowymi, takich jak np. prawa człowieka, prawa pracownika, niedyskryminacja, ochrona środowiska. Inwestorom kierującym się tego typu wartościami zależy na tym, aby inwestycja była z ich punktu widzenia zyskowna (bez względu na jej skutki środowiskowe czy społeczne), ale również na tym, aby jej wpływ na środowisko i społeczność był znany i akceptowalny.

Przykład 1.

Inwestor, wybierając akcje spółki działającej w sektorze przemysłowym, będzie zainteresowany tym, jak dużo zasobów wykorzystuje spółka w procesie produkcji, np. energii elektrycznej, wody. Inwestor taki będzie wybierał spółki bardziej efektywne w tym zakresie, tj. zużywające mniej takich zasobów.

Inwestor, wybierając fundusz inwestycyjny, będzie zainteresowany tym, jak bardzo emisyjny jest portfel tego funduszu oraz jaka jest polityka inwestycyjna funduszu co do inwestycji w wysokoemisyjne spółki / sektory działalności. Inwestor taki będzie wybierał fundusze ograniczające inwestycje w te spółki/sektory, które emitują lub przyczyniają się do emisji większej ilości gazów cieplarnianych – zamiast innych funduszy niestosujących takich ograniczeń.

Opisane powyżej pojęcia zmierzają do tego samego celu i wyrażają podobne wartości, stąd w praktyce bywają używane zamiennie w zależności od kontekstu. Wobec tego, że jedynie część z nich weszła do języka regulacji prawnych, wymienione poniżej uwagi będą odnosiły się przede wszystkim do pojęć prawnych, naświetlając ich treść i znaczenie. W skład takich pojęć prawnych wchodzi zarówno te znane już uprzednio w praktyce, jak np. zrównoważony rozwój, jak i zupełnie nowe, takie jak np. ryzyko dla zrównoważonego rozwoju.

Głównym aktem prawnym, w którym zdefiniowano pojęcia związane ze zrównoważonym rozwojem na rynku finansowym jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 roku w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. Rozporządzenie to jest nazywane w skrócie **SFDR** (ang. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) – taki skrót jest stosowany w praktyce i będzie on również pojawiał się w tej publikacji. SFDR jest pierwszym aktem prawnym regulującym w tak obszerny sposób materię zrównoważonego rozwoju na rynku finansowym i zgodnie z zaobserwowaną praktyką legislacyjną stanowi punkt odniesienia dla innych regulacji z dziedziny zrównoważonego

⁸¹ Patrz również: rozdział 1.4. Koncepcje związane ze zrównoważonym rozwojem.

rozwoju na rynku finansowym, dlatego należy uznać zestaw definicji i pojęć w nim zastosowanych za kluczowy dla zrozumienia skomplikowanej siatki pojęć powiązanych ze zrównoważonym rozwojem. SFDR⁸² reguluje zakres i sposób przekazywania informacji, które zdefiniowani uczestnicy rynku finansowego oferujący inwestycyjne produkty finansowe powinni ujawniać publicznie oraz przekazywać klientom (więcej informacji nt. SFDR w rozdziale 4).

Kolejnym ważnym aktem prawnym jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 roku w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zwane w skrócie **Taksonomią**. Samo pojęcie taksonomia w innym kontekście może oznaczać zupełnie coś innego, jednak w kontekście zrównoważonego rozwoju należy przez nie rozumieć wspomniane ramy ułatwiające zrównoważone inwestycje lub samo rozporządzenie regulujące sposób działania tych ram, które bywają również nazywane systematyką. Taksonomia stanowi kluczowy punkt odniesienia dla oceny, czy określona działalność jest zrównoważona środowiskowo, tj. czy wspiera środowisko naturalne, jednocześnie mu nie szkodząc (więcej informacji nt. Taksonomii w rozdziale 4).

Zakres regulacji SFDR i Taksonomii oraz wynikające z nich obowiązki zostaną przedstawione w rozdziale 4. Rozporządzenia te zostały przetłumaczone na język polski i są bezpośrednio obowiązujące w Polsce. Dotyczy to również pojęć, które mogą być z perspektywy użytkowników języka polskiego zupełnie nowe i nieintuicyjne. Pojęcia te omówiono w pkt 3.3. Nowe regulacje prawne i nowe terminy zawarte w tych regulacjach stanowią wyzwanie dla wszystkich uczestników rynku, zarówno dla klientów, instytucji finansowych oraz emitentów papierów wartościowych, jak i dla instytucji nadzorujących. Opisane w dalszej części publikacji kwestie będą miały w związku z tym przede wszystkim na celu dostarczenie informacji pomocnych przy eliminowaniu ewentualnych wątpliwości interpretacyjnych.

⁸² Jak również Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 r. (Dz. U. UE L z 2022 r. nr 196, str. 1) uzupełniające SFDR w zakresie regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady „nie czyni poważnych szkód”, określających treść, metody i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także określających treść i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji w dokumentach udostępnianych przed zawarciem umowy, na stronach internetowych i w sprawozdaniach okresowych.

3.2. GREENWASHING

Z jednej strony źródłem ryzyka może być niedostateczne zrozumienie pojęć związanych ze zrównoważonym rozwojem, mogące prowadzić w szczególności do błędnych decyzji po stronie inwestora. Z drugiej natomiast strony przyczyna ryzyka może tkwić w błędnych, niezgodnych z rzeczywistością informacjach na temat działalności emitenta lub na temat produktu finansowego. W tym drugim przypadku można rozważać, czy nie wystąpiło zjawisko greenwashingu. W publikacji posłużono się przyjętym szeroko w praktyce angielskim terminem „greenwashing”⁸³.

Greenwashing ogólnie można określić jako pozorowanie, że dana działalność, projekt lub produkt inwestycyjny spełnia pewne normy lub posiada określone cechy w zakresie nieszkodzenia lub ochrony/wspierania wartości przyrodniczych, klimatycznych czy społecznych, podczas gdy w rzeczywistości jest to niezgodne z prawdą. Pozorowanie może odbywać się przykładowo przez podawanie fałszywych albo dwuznacznych informacji, pominięcie istotnych informacji i jednocześnie eksponowanie innych (często bez kluczowego znaczenia), w przekazie publicznym czy też bezpośrednio skierowanych do adresatów. Greenwashing może być również efektem nienależycie (niestarannie) przeprowadzonego procesu inwestycyjnego, wskutek którego pozyskany kapitał jest faktycznie wydatkowany na cele niezwiązane ze zrównoważonym rozwojem⁸⁴.

⁸³ Termin ten występuje w szerszym ujęciu niż inwestycje na rynku kapitałowym i finansowym. Został po raz pierwszy użyty już w 1986 roku przez amerykańskiego działacza na rzecz przyrody, Jaya Westervelta w eseju dotyczącym praktyk stosowanych przez hotele, które zachęcały hotelowych gości do rzadszego wymieniać ręczników rzekomo w trosce o środowisko. W tej publikacji greenwashing jest analizowany w kontekście inwestycji na rynku kapitałowym i finansowym. W języku polskim można spotkać w praktyce np. takie określenia, jak: „pseudoekologiczny marketing”, „nierzetelny marketing ekologiczny”.

⁸⁴ W kontekście rynku finansowego można dodatkowo wskazać na definicję greenwashingu wypracowaną wspólnie przez Europejskie Urzędy Nadzoru (ESMA, EBA, EIOPA). Zgodnie z tą definicją greenwashing to praktyka, w której oświadczenia związane ze zrównoważonym rozwojem, deklaracje, działania lub komunikaty nie odzwierciedlają jasno i rzetelnie istoty profilu zrównoważonego rozwoju podmiotu, produktu finansowego lub usług finansowych. Taka praktyka może wprowadzać w błąd konsumentów, inwestorów lub innych uczestników rynku. (za: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf oraz https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf, tłumaczenie własne z j. angielskiego, dostęp 28.07.2025).

Przykład 2.

Spółka akcyjna wyemitowała obligacje na cele redukcji emisji dwutlenku węgla w procesach produkcyjnych tej spółki. Okazało się, że spółka nie dołożyła należytej staranności przy wyborze środków do realizacji tego zadania (np. nie zatrudniła profesjonalistów o odpowiednich kwalifikacjach), wskutek czego wydatkowała pozyskane środki na inne cele niż obiecała.

Reklama na stronie internetowej określa fundusz inwestycyjny jako „fundusz odpowiedzialnego inwestowania”, podczas gdy w rzeczywistości kryteria doboru inwestycji stosowane w ramach tego funduszu, ale niezakomunikowane w tej reklamie, nie świadczą w żaden sposób o jego pozytywnym wpływie na środowisko czy wartości społeczne (ani co najmniej o braku negatywnego wpływu).

Z punktu widzenia nieprofesjonalnych inwestorów kierujących się wartościami środowiskowymi i społecznymi ryzyko greenwashingu oznacza, że środki inwestycyjne, które miały zostać przeznaczone na inwestycje powiązane ze zrównoważonym rozwojem, zasilają inwestycje niemające z takim rozwojem nic wspólnego, co gorsza – mogą nawet dodatkowo szkodzić środowisku lub społecznościom.

Z punktu widzenia relacji pomiędzy przedsiębiorcami (np. pomiędzy emitentami akcji, obligacji korporacyjnych czy pomiędzy instytucjami finansowymi) można natomiast zwrócić uwagę na inny jeszcze aspekt: uzyskanie dzięki praktyce greenwashingu nieuczciwej przewagi konkurencyjnej. W tym ujęciu na temat greenwashingu wypowiada się motyw 11. Taksonomii, w którym w polskiej wersji językowej posłużono się pojęciem pseudoekologicznego marketingu i wskazano, że oznacza to praktykę pozyskiwania nieuczciwej przewagi konkurencyjnej, polegającą na wprowadzeniu do obrotu produktu finansowego jako przyjaznego dla środowiska, kiedy w rzeczywistości nie zostały spełnione podstawowe normy środowiskowe.

Ryzyko greenwashingu może nasilać się w związku z obserwowanym wzrostem zainteresowania produktami inwestycyjnymi powiązanymi ze zrównoważonym rozwojem i to zarówno ze strony emitentów i instytucji finansowych, jak i ze strony inwestorów. Ponadto, z uwagi na zwiększającą się świadomość społeczeństwa w zakresie negatywnych skutków szeroko pojętego rozwoju gospodarczego, można w przyszłości spodziewać się przykładowo zmian preferencji klientów/konsumentów (a więc nie tylko inwestorów), co będzie skutkowało zmianami cech i perspektyw dla inwestycji na rynku finansowym, przypuszczalnie w kierunku bardziej zrównoważonym.

Zapobieganiu jednoznacznie negatywnemu zjawisku greenwashingu mają służyć przede wszystkim jednolite ujawnienia informacji na temat powiązania działalności emitentów oraz cech produktów finansowych ze zrównoważonym rozwojem, regulowane⁸⁵:

- Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 roku w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Dz. U. UE L z 2022 r. nr 322, str. 15)⁸⁶ – zgodnie z dyrektywą sprawozdawczość w zakresie zrównoważonego rozwoju będzie podlegać niezależnej ocenie,
- SFDR,
- Taksonomią.

Z drugiej strony istotnym elementem przeciwdziałania greenwashingowi jest świadomość po stronie klientów. Wobec tego klienci powinni uważnie zapoznawać się z dostępnymi informacjami na temat działalności spółki (np. w przypadku inwestycji w akcje lub obligacje takiej spółki) lub produktu finansowego (np. w przypadku inwestycji w fundusze inwestycyjne, produkty emerytalne, ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne). W przypadku poważnych wątpliwości warto wstrzymać się z inwestycją, a nawet poinformować organ publiczny o dostrzeżonych nieprawidłowościach⁸⁷, nawet jeżeli inwestor nie jest bezpośrednio zainteresowany elementami inwestycji (rzekomo) powiązanymi ze zrównoważonym rozwojem i wybiera ją bez względu na te elementy. Ewentualna niewłaściwa, w kontekście zrównoważonego rozwoju, praktyka powinna bowiem podlegać zbadaniu pod kątem greenwashingu, niezależnie od indywidualnych preferencji inwestycyjnych.

⁸⁵ Szerzej na temat tych aktów prawnych traktuje rozdział 4.

⁸⁶ Dyrektywa ta wprowadza bardziej rozbudowane i szczegółowe obowiązki sprawozdawcze dla przedsiębiorstw niż jej poprzedniczka. W celu oznaczenia tej dyrektywy w praktyce powszechnie stosuje się skrót „CSRD” pochodzący z języka angielskiego: „Corporate Sustainability Reporting Directive”. Przetłumaczony na język polski tekst dyrektywy: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN> (dostęp 28.07.2025).

⁸⁷ Przykładowo: Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Rzecznik Finansowy, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

Podsumowanie

Potencjalne źródła i czynniki ryzyka w przypadku inwestycji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem:

- nowe regulacje prawne skutkujące wprowadzeniem nowych definicji i terminów,
- finansowanie zrównoważonego rozwoju jako nowa dziedzina regulacyjna, nadzorczą, wymagająca interpretacji, ukształtowania praktyki, zrozumienia przez wszystkich uczestników rynku kapitałowego i finansowego,
- greenwashing,
- zmiany w preferencjach klientów i inwestorów wynikające z większej świadomości, powiązane z wysycaniem rynku produktami nawiązującymi do kwestii zrównoważonego rozwoju.

3.3. NAJWAŻNIEJSZE POJĘCIA POWIĄZANE ZE ZRÓWNOWAŻONYM ROZWOJEM

3.3.1. Podwójna istotność

Podwójna istotność (ang. *double materiality*) jest kluczowym pojęciem niezbędnym do zrozumienia logiki powiązania działalności (np. przedsiębiorstwa) – oraz produktów inwestycyjnych finansujących tę działalność – z klimatem, środowiskiem i kwestiami społecznymi. Wspomnianą działalność można rozumieć szeroko jako działalność gospodarczą, działalność niezarobkową (np. korzystanie z transportu na cele prywatne, zajmowanie mieszkania na własne potrzeby mieszkaniowe)⁸⁸, inną działalność niezarobkową⁸⁹. W kontekście inwestycji i produktów finansowych najczęściej będzie chodziło o działalność gospodarczą prowadzoną przez dużych uczestników rynku, takich jak spółki akcyjne. Podwójną istotność pokazano na rysunku 5.

⁸⁸ Za działalność niezarobkową można uznać taką działalność, której przeznaczeniem nie jest generowanie zysków, nawet jeżeli w toku jej wykonywania pewne niezamierzone zyski w pewnym momencie *de facto* się pojawiają.

⁸⁹ W tym działalność wynikającą z szerszej gospodarki prowadzonej np. w skali całego kraju czy w Unii Europejskiej. W rozdziale 3 autorzy skupili się na perspektywie podmiotu / spółki prowadzącej działalność gospodarczą (w szczególności w przypadku inwestycji bezpośrednich poprzez akcje, obligacje korporacyjne) oraz na perspektywie szeroko rozumianych produktów inwestycyjnych (patrz również: Słowniczek pojęć), dających zazwyczaj możliwość inwestowania w większą liczbę działalności w ramach jednego produktu. Tym samym rozdział 3 publikacji nie obejmuje problematyki instrumentów typu obligacje skarbowe (gdzie emitentem jest państwo) ani produktów kredytowych (kredyty, pożyczki).

Rysunek 5. Podwójna istotność



* Istotność finansowa ma tu zastosowanie w szerokim znaczeniu wpływu na wartość przedsiębiorstwa, nie tylko w znaczeniu oddziaływania na środki finansowe ujęte w sprawozdaniu finansowym.

Źródło: Komisja Europejska, *Guidelines on Non-Financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-Related Information*, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)) (dostęp 28.07.2025).

Na rysunku 5 zaprezentowano logikę zależności pomiędzy działalnością gospodarczą a klimatem (jako jednym z czynników środowiskowych). Z jednej strony działalność gospodarcza może być istotna dla klimatu, z drugiej natomiast klimat może być istotny dla działalności gospodarczej. Co więcej, istotność w obu kierunkach można rozpatrywać zarówno jako pozytywny, jak i negatywny wpływ, odpowiednio działalności gospodarczej oraz klimatu. Wpływ klimatu na działalność gospodarczą można określić jako finansowo istotny, stąd istotność finansowa. Wpływ działalności gospodarczej na klimat (lub społeczeństwo) można natomiast określić jako środowiskowo (lub społecznie) istotny, stąd istotność środowiskowa (lub społeczna).

Przykład 3.

Istotność finansowa:

- pozytywna: ocieplenie klimatu może skutkować wydłużeniem okresu wegetacji pewnych roślin i umożliwić ich lepszą uprawę,
- negatywna: nagłe zjawiska pogodowe mogą doprowadzić do zniszczeń infrastruktury energetycznej.

Istotność środowiskowa/społeczna:

- pozytywna: spółka zapewnia pracownikom godziwe wynagrodzenie oraz warunki do rzeczywistej aktywności związków zawodowych,
- negatywna: spółka stosuje w procesie produkcji substancje szkodliwe dla środowiska / zdrowia ludzi.

Trudniej mierzalny na poziomie konkretnej działalności gospodarczej, ale na szerszą skalę mający znaczenie, jest wpływ (w szczególności ten negatywny) działalności gospodarczej na klimat, który następnie „powraca” do działalności gospodarczej poprzez zmiany klimatu, które przez ten wpływ nastąpiły (co pokazuje strzałka umieszczona na środku rysunku 5). W tym kontekście uzasadnia się, że gospodarka nie powinna szkodzić środowisku, ponieważ skutkiem niepożądanym są nieprzewidywalne zmiany klimatyczne, które następnie utrudniają lub uniemożliwiają funkcjonowanie gospodarki.

Przykład 4.

Nadmierna emisja dwutlenku węgla do atmosfery wynikająca ze spalania paliw kopalnych (w procesie produkcji energii elektrycznej, ciepła, w procesie spalania w transporcie) skutkuje globalnie wzrostem średniej temperatury, a lokalnie występowaniem ekstremalnych zjawisk pogodowych (pożary lasów, fale upałów itp.), co z kolei powoduje straty w gospodarce i zahamowanie wzrostu.

Podwójna istotność jest zauważalna w inny sposób w kontekście inwestycji bezpośrednich w daną spółkę, np. przez akcje lub obligacje, a w inny sposób w przypadku inwestycji pośredniej, tj. za pośrednictwem produktów finansowych typu fundusze inwestycyjne, gdzie podwójna istotność podlega ocenie przez pryzmat konstrukcji konkretnego produktu finansowego. W istocie produkt finansowy inkorporuje podwójną istotność wynikającą z charakteru działalności gospodarczej, którą finansuje. W przypadku inwestycji w dużym stopniu zdywersyfikowanych ocena podwójnej istotności może następować w sposób zagregowany, np. na podstawie oceny inwestycji pod kątem tego, które sektory gospodarki są istotne środowiskowo i w jaki sposób.

Przykład 5.

Inwestor kupujący akcje spółki może zapoznać się z jej sprawozdaniem niefinansowym, dzięki czemu ma możliwość pozyskania wiedzy na temat np. wpływu działalności gospodarczej tej spółki na środowisko. W przypadku nabycia jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego środki inwestora zasilają portfel inwestycyjny, w skład którego mogą wchodzić akcje wielu różnych spółek, wobec czego bardziej miarodajna może okazać się informacja na temat sektora (sektorów) gospodarki, w którym finansowane spółki działają (badana będzie podwójna istotność tego sektora zamiast działalności konkretnej spółki).

W dalszej części rozdziału wprowadza się rozróżnienie między inwestycjami w instrumenty (akcje, obligacje) emitowane bezpośrednio przez spółkę a inwestycjami w produkty inwestycyjne oferowane przez instytucje finansowe (takie jak fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne, lokaty strukturyzowane itp.). Tam, gdzie takiego rozróżnienia brak, przez produkty inwestycyjne należy rozumieć zarówno instrumenty typu akcje, obligacje, jak i produkty oferowane przez instytucje finansowe, niezależnie od tego, w jakim zakresie w kontekście zrównoważonego rozwoju są one regulowane (patrz również: Słowniczek pojęć).

Kwestie powiązane ze zrównoważonym rozwojem, tj. środowiskowe, społeczne i z zakresu zarządzania, będą występowały również pod nazwą „czynniki ESG” lub prościej „ESG”, zgodnie z definicją zaproponowaną w rozdziale 1.

3.3.2. Ryzyko dla zrównoważonego rozwoju

Ryzyko dla zrównoważonego rozwoju to pojęcie zdefiniowane w SFDR. Szerzej ryzyko takie można postrzegać jako część podwójnej istotności z perspektywy negatywnego wpływu czynników ESG na działalność gospodarczą, tj. jako negatywną istotność finansową⁹⁰. Chodzi zatem o negatywny wpływ, np. klimatu na spółkę, który na poziomie inwestycyjnym może przełożyć się na negatywny wpływ na wartość inwestycji⁹¹.

Ryzyko dla zrównoważonego rozwoju może mieć swoje źródło w zdarzeniach czy sytuacjach środowiskowych, społecznych lub związanych z zarządzaniem. W zakresie dotyczącym środowiska przyjęto się ponadto wyszczególniać **ryzyko fizyczne** (w tym gwałtowne oraz chroniczne) oraz **ryzyko transformacji**.

⁹⁰ Patrz również: przykłady podane w Przykładzie 3.

⁹¹ Na podstawie SFDR „ryzyko dla zrównoważonego rozwoju” dotyczy negatywnego wpływu na wartość inwestycji – w zakresie produktów finansowych oraz doradztwa inwestycyjnego i ubezpieczeniowego w rozumieniu SFDR.

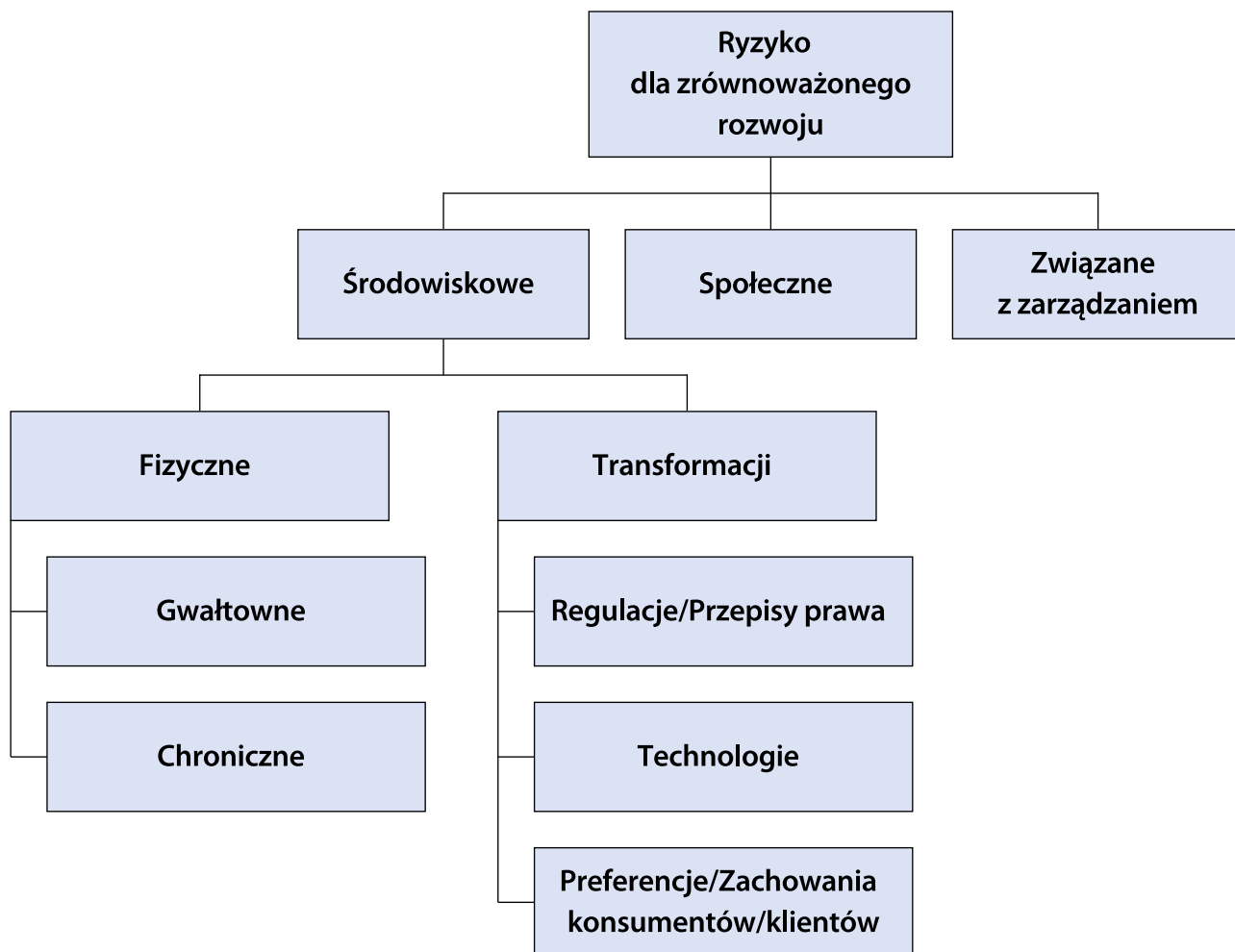
Generalnie uznaje się, że **gwałtowne ryzyko** jest skutkiem zdarzeń powiązanych z klimatem i pogodą, takich jak burze, powodzie, pożary, fale upałów oraz inne niebezpieczne zjawiska mogące zniszczyć zasoby, narzędzia produkcyjne oraz przerwać łańcuchy dostaw, a także skutkować nagłymi i gwałtownymi zniszczeniami środowiska. **Ryzyko chroniczne** powodowane jest natomiast postępującymi zmianami klimatu i wzorców pogodowych lub postępującą degradacją ekosystemów, takimi jak zmiany temperatur, podnoszenie się poziomu mórz i oceanów, zmniejszona dostępność wody, utrata bioróżnorodności, zmiany w produktywności gleby, co jest widoczne w dłuższym terminie.

Ryzyko transformacji, jako drugi z głównych rodzajów ryzyka środowiskowego, dotyczy niepewności⁹² co do czasu oraz szybkości przeprowadzenia zmian w całej gospodarce oraz w poszczególnych jej sektorach, w celu transformacji w gospodarkę zrównoważoną środowiskowo oraz mniej zależną od produkcji gazów cieplarnianych. Transformacja powiązana jest z ryzykiem bardziej lub mniej gwałtownego spadku wartości aktywów, w tym aktywów inwestycyjnych (w zależności od szybkości transformacji). Na proces transformacji wpływ mają trzy główne czynniki: regulacje/przepisy prawa, technologie oraz preferencje/zachowania konsumentów/klientów. Czynniki regulacyjne dotyczą przypadku zmian w przepisach prawa, uwzględniających potrzeby środowiska i klimatu, np. w celu zapewnienia bardziej efektywnego zużycia energii, podniesienia cen paliw kopalnych, opodatkowania emisji dwutlenku węgla czy zapewnienia zrównoważonego zużycia zasobów przyrody. Zmiany technologiczne dotyczą przypadku zastąpienia przestarzałej technologii nową, mniej szkodliwą dla klimatu i środowiska. Zmiany preferencji konsumentów dotyczą natomiast przypadku zmian zachowania, np. klienci zaczną rezygnować z produktów i usług szkodliwych dla środowiska, natomiast pracownicy, partnerzy biznesowi oraz inwestorzy nie będą chętni do współpracy z uwagi na reputację podmiotu przyczyniającego się swoim działaniem do niszczenia środowiska lub do zmiany klimatu. Aktywa, których dotknie transformacja, określane są jako **aktywa porzucone/osierocone** (ang. *stranded assets*), co oznacza, że przestaną one być dostępne w celu czerpania z nich zwykłych korzyści w takim stopniu, jak dotychczas.

Na mocy SFDR (w zakresie przez SFDR regulowanym – patrz: rozdział 4) przed zawarciem umowy klient otrzymuje informację o wyniku oceny wpływu ryzyka dla zrównoważonego rozwoju na zwrot z inwestycji albo o tym, że ryzyko jest nieznaczące. Kwestia ryzyka dla zrównoważonego rozwoju podlega więc – w ramach regulowanych przez SFDR – zbadaniu, w przypadku konkretnego produktu finansowego. Należy podkreślić, że zgodnie z SFDR, chodzi o ryzyko mogące mieć rzeczywisty lub potencjalny, ale istotny negatywny wpływ na wartość inwestycji.

⁹² Z perspektywy instytucji finansowej ryzyko transformacji, podobnie jak inne rodzaje ryzyka mogącego skutkować konkretnymi stratami finansowymi, będzie podlegać odpowiedniej konkretyzacji, aby mogło zostać zmierzone i uwzględnione w strategii instytucji oraz w ramach zarządzania ryzykiem. To samo dotyczy ryzyka fizycznego, jak również ryzyka społecznego i związanego z zarządzaniem (rysunek 6).

Rysunek 6. Rodzaje ryzyka dla zrównoważonego rozwoju⁹³



Źródło: Opracowanie własne.

Negatywna istotność finansowa powinna być przez inwestorów brana pod uwagę w ramach standardowej analizy finansowej jako źródło potencjalnego ryzyka spadku wartości inwestycji.

W szczególności w przypadku inwestycji bezpośrednich w spółki (typu w akcje, obligacje), których SFDR nie obejmuje, inwestorzy powinni w sposób szczególnie wnikliwy dążyć do ustalenia, jakiego rodzaju ryzyko środowiskowe, społeczne czy związane z zarządzaniem może mieć negatywny wpływ na działalność emitenta w krótkim, średnim i długim okresie. Decyzja inwestycyjna w każdym

⁹³ Należy mieć na uwadze, że nadanie szczegółowych nazw rodzajom ryzyka w publikacji ma charakter poglądowy i ma na celu wyłącznie przybliżenie czytelnikowi tej tematyki oraz zapewnienie narzędzia służącego pomocą w przypadku zetknięcia się z tego rodzaju pojęciami w praktyce. Z uwagi na wciąż rozwijające się regulacje prawne omawianych zagadnień, nazwy stosowane przez ustawodawcę mogą nieco różnić się od nazw przyjętych w publikacji. Przykładowo, Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2022/2453 z dnia 30 listopada 2022 roku zmieniające wykonawcze standardy techniczne określone w rozporządzeniu wykonawczym (UE) 2021/637 w odniesieniu do ujawniania informacji na temat ryzyka z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego (Dz. U. UE L z 2022 r. nr 324, str. 1) posługuje się terminami takimi, jak: ryzyko przejścia (zamiast: ryzyko transformacji) czy ryzyka z zakresu ochrony środowiska (zamiast: ryzyka środowiskowe). Tego typu rozbieżności w nazewnictwie dla zrozumienia omawianej tematyki nie mają znaczenia.

przypadku powinna być świadoma – negatywny wpływ ryzyka dla zrównoważonego rozwoju na zwrot z inwestycji jest natomiast informacją bardzo istotną, a zatem mogącą mieć wpływ na taką decyzję.

3.3.3. Niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju

Niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju to pojęcie wywodzące się z SFDR. Szerzej skutki takie można postrzegać jako część podwójnej istotności z perspektywy negatywnego wpływu działalności gospodarczej na czynniki ESG, tj. jako negatywną istotność środowiskową/społeczną. Chodzi zatem o ujemny wpływ spółki, np. na klimat, który na poziomie inwestycyjnym przekłada się na negatywny wpływ na klimat inwestycji w taką spółkę⁹⁴.

Na mocy SFDR (szerzej o zakresie SFDR – patrz: rozdział 4) przed zawarciem umowy klient otrzymuje informację, w jaki sposób produkt finansowy uwzględnia główne niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju, albo wyjaśnienie braku uwzględniania takich skutków. Regulacja ma zachęcić instytucje finansowe do brania pod uwagę tego, jaki wpływ na środowisko, społeczeństwo i kwestie związane z zarządzaniem mają oferowane przez nie produkty inwestycyjne.

Unikanie negatywnej istotności środowiskowej lub społecznej może być dla inwestora wartością samą w sobie, np. jeżeli inwestor nie chce finansować ani zarabiać na inwestycjach skutkujących degradacją środowiska naturalnego. Niezależnie od tego istotność środowiskowa/społeczna może stać się istotna finansowo, gdy np. ww. degradacja środowiska naturalnego stanie się czynnikiem ryzyka dla finansowanej inwestycji (jak pokazuje strzałka umieszczona na środku rysunku 5).

Wobec tego, mimo że ryzyko dla zrównoważonego rozwoju nie przekłada się wprost na niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju (i odwrotnie) i nie należy ich ze sobą mylić, ponieważ są to dwie osobne perspektywy podwójnej istotności, może zdarzyć się tak, że ta sama strategia inwestycyjna czy cecha produktu finansowego będzie rozpatrywana pod kątem istotności zarówno finansowej, jak i środowiskowej.

⁹⁴ Na podstawie SFDR „niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju” dotyczą negatywnego wpływu inwestycji – w zakresie produktów finansowych oraz doradztwa inwestycyjnego i ubezpieczeniowego w rozumieniu SFDR.

Przykład 6.

Fundusz inwestycyjny inwestuje wyłącznie w spółki energetyczne, które wytwarzają co najmniej 75% energii ze źródeł odnawialnych. Z jednej strony takie działanie można uznać za łagodzące ryzyko dla zrównoważonego rozwoju, tj. w tym przypadku ryzyko transformacji – skoro fundusz bierze pod uwagę mające nastąpić w przyszłości zmiany w miksie energetycznym⁹⁵. Z drugiej strony można także uznać, że fundusz bierze pod uwagę negatywne skutki swoich inwestycji – skoro ogranicza inwestycje w spółki emitujące więcej dwutlenku węgla niż te, które emitują go mniej, gdyż produkują więcej energii ze źródeł odnawialnych. Na tym przykładzie można stwierdzić, że finansowanie wysokoemisyjnej energetyki staje się finansowo istotne z uwagi na zwiększenie ryzyka transformacji powiązanego wprost z wysokoemisyjnymi sektorami gospodarki.

3.3.4. Produkty inwestycyjne wspierające ESG: promowanie aspektów środowiskowych lub społecznych oraz zrównoważone inwestycje

Opisane w tym rozdziale pojęcia rodzajów ryzyka dla zrównoważonego rozwoju oraz niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju dotyczą negatywnego wpływu czynników ESG oraz działalności gospodarczej na siebie nawzajem. Czas na perspektywę pozytywną z punktu widzenia wpływu działalności gospodarczej na czynniki ESG.

Perspektywę tę można powiązać z trendem rozwoju tak zwanych „zielonych”, „społecznych”, „odpowiedzialnych” i podobnych produktów inwestycyjnych. Rozwój ten łączy się z kolei z przemianami zachodzącymi w samej gospodarce i w sposobie postrzegania kwestii środowiskowych i społecznych w ramach działalności gospodarczej prowadzonej przez różne podmioty. Silnym motorem zmian są również zmieniające się preferencje konsumentów oraz presja regulacyjna. Z drugiej strony pojawia się coraz więcej dowodów na to, że obserwowane zmiany klimatu są w znaczącej mierze skutkiem działalności człowieka, w związku z czym w pozytywnym oddziaływaniu na środowisko coraz częściej dostrzega się dobre narzędzie do zmniejszania ryzyka środowiskowego.

W praktyce pojawiają się standardy oceny produktów inwestycyjnych pod kątem ich powiązania ze wspieraniem zrównoważonego rozwoju. Te najszerzej stosowane dotyczą obligacji, opisanych w rozdziale 2. W przypadku obligacji korporacyjnych należy mieć na uwadze, że zazwyczaj dotyczą one ofert inwestycji na bazie projektowej, tj. „zielony”, „społeczny” czy „zrównoważony” może być sam finansowany projekt, nie zaś cała działalność emitenta takich obligacji.

⁹⁵ Mix energetyczny należy rozumieć jako strukturę produkcji i konsumpcji energii według kryterium nośników energii lub sposobów jej wytwarzania, np. 40% energii wytwarzane jest z węgla kamiennego, 15% z odnawialnych źródeł energii (OZE), a 45% z pozostałych źródeł.

Przykład 7.

Spółka energetyczna poszukuje finansowania w celu budowy farm wiatrowych, podczas gdy większość lub część energii nadal produkuje z węgla kamiennego.

Jeżeli natomiast inwestycja nie opiera się na bazie projektowej, ale finansuje całą działalność podmiotu finansowanego (np. w przypadku kupna akcji spółki czy nabycia jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego inwestującego w akcje), trzeba zwrócić uwagę na to, jakie aspekty zrównoważonego rozwoju wynikające z takiej działalności mają być faktycznie finansowane w ramach takiej inwestycji.

Pomimo funkcjonowania pewnych standardów, **większość produktów inwestycyjnych nie jest standaryzowana w zakresie powiązania ze zrównoważonym rozwojem**⁹⁶ (jak w opisanym przykładzie obligacji). W związku z tym w każdym konkretnym przypadku należy poznać i zrozumieć charakterystykę danego produktu oraz inwestycji, które taki produkt ma finansować. W przypadku instrumentów finansowych takich, jak akcje i obligacje korporacyjne należy zapoznać się z dostępnymi źródłami informacji, np. sprawozdaniami niefinansowymi emitenta, komunikatami emitenta, prospektem, memorandum informacyjnym. W przypadku produktów finansowych w rozumieniu SFDR (takich jak np. fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne) dostępne informacje są lepiej usystematyzowane i przekazywane w formie ujawnień na stronie internetowej instytucji finansowej, przed zawarciem umowy z konkretnym klientem (tzw. ujawnienia przedkontraktowe) oraz w formie sprawozdania na temat zakupionego już produktu (tzw. ujawnienia okresowe). W przypadku produktów inwestycyjnych innych niż wymienione w SFDR, np. lokat strukturyzowanych, należy każdorazowo zapoznać się z treścią umowy oraz wszelkimi innymi dokumentami mającymi do niej zastosowanie, typu regulaminy, warunki ogólne itp.

Zjawiskiem towarzyszącym rozwojowi rynku „zrównoważonych” produktów jest brak jednoznacznej, praktycznej definicji tego, jakie inwestycje są „zielone”, „społeczne” itp., a jakie nie są. W efekcie konstruowane produkty finansowe, oferty inwestycyjne oraz brane pod uwagę spółki i inwestycje są na tyle różnorodne, że wymagają z punktu widzenia rozważnego inwestora dogłębnego zrozumienia, jaki jest zamierzony „zielony”, „społeczny” itp. efekt konkretnej inwestycji. Nie jest to jednak zjawisko całkowicie negatywne, ponieważ obowiązujące przepisy umożliwiają jednocześnie pewną swobodę w konstrukcji produktów oraz w doborze inwestycji, co jest istotne w obliczu dynamicznego rozwoju dziedziny zrównoważonego rozwoju jako takiej. Z drugiej strony należy jednak liczyć się z możliwością wystąpienia greenwashingu, o którym była mowa wcześniej.

W obliczu tego rodzaju wyzwań doszło do przyjęcia SFDR, którego celem jest zapewnienie ujawniania informacji oraz jednolitej formy ich przekazywania na temat m.in. produktów

⁹⁶ Na dzień stanu prawnego publikacji.

finansowych mających na celu pozytywne oddziaływanie na czynniki ESG. SFDR obejmuje wymienione w nim finansowe produkty inwestycyjne, do których należą przykładowo ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne, produkty emerytalne czy fundusze inwestycyjne⁹⁷, a nie należą akcje, obligacje czy lokaty strukturyzowane.

Ważną regulacją nie tylko w tym kontekście pozostaje również Taksonomia, ustanawiająca zasady oceny, które z rodzajów działalności gospodarczej są zrównoważone środowiskowo, co oznacza, że muszą spełniać one następujące kryteria⁹⁸:

- wnoszą istotny wkład w realizację co najmniej jednego z 6 celów środowiskowych,
- nie wyrządzają poważnych szkód dla żadnego z tych celów,
- są zgodne z minimalnymi gwarancjami nawiązującymi do kwestii społecznych oraz z zakresu zarządzania.

Ocenę stopnia, w jakim dana działalność gospodarcza lub produkt inwestycyjny wspiera zrównoważony rozwój, komplikuje fakt, że w zakresie zrównoważoności środowiskowej zastosowanie może mieć nie tylko Taksonomia, lecz także SFDR, które nie ustanawia w tym zakresie tak sztywnych ram oceny jak Taksonomia. Podobnie SFDR ma zastosowanie do oceny zrównoważoności społecznej i w tym zakresie również nie ustanawia sztywnych kryteriów. Wprowadzenie obu regulacji należy ocenić pozytywnie, ponieważ mają one na celu zapewnienie inwestorom kluczowych instrumentów do oceny inwestycji pod kątem ESG. Należy spodziewać się, że z czasem zastosowanie wymogów przewidzianych w tych regulacjach przyczyni się do lepszego dostępu do wiarygodnych i porównywalnych informacji.

Jeżeli chodzi natomiast o dostęp do porównywalnych informacji dotyczących działalności gospodarczej (co jest szczególnie istotne w przypadku emitentów akcji i obligacji) oraz dotyczących obligacji, **ukończone zostały prace nad rewizją dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 roku zmieniającej dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże spółki oraz grupy** (Dz. U. UE L z 2014 r. nr 330, str. 1), zwanej w skrócie **NFRD** (ang. *Non-Financial Reporting Directive*)⁹⁹, jak również prace nad **nowym rozporządzeniem w sprawie europejskich zielonych obligacji**¹⁰⁰. Regulacje te, podobnie jak SFDR i Taksonomia,

⁹⁷ Zdefiniowane w art. 2 SFDR. Akcje, obligacje, lokaty strukturyzowane mogą natomiast stanowić część składową produktu finansowego / portfela inwestycyjnego.

⁹⁸ Bardziej rozbudowane informacje na temat SFDR oraz Taksonomii znajdują się w rozdziale 4.

⁹⁹ Patrz także: przypis 86 oraz szersze informacje na temat NFRD oraz CSRD w rozdziale 4.

¹⁰⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2631 z dnia 22 listopada 2023 roku w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem zostało opublikowane w Dzienniku Urzędowym UE w dniu 30 listopada 2023 roku. Link do polskiej wersji aktu: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631 (dostęp 28.07.2025).

mają przyczynić się odpowiednio do zapewnienia ujednolicenia formy oraz porównywalności przekazywanych informacji, jak również do ujednolicenia standardu emisji „zielonych” obligacji.

Niezależnie od funkcjonujących oraz rozwijanych standardów oceny „zieloności”, należy mieć na uwadze jedną kluczową kwestię: **jeżeli produkt inwestycyjny oferowany jako „zielony”, „społeczny” itp. nie odwołuje się do ustalonego (a ponadto znanego danemu klientowi) standardu, w każdym przypadku należy zapoznać się z informacją, z jakich względów taki produkt został oceniony jako „zielony”, „społeczny” itp.**

Postępując się terminologią SFDR, można wyróżnić dwa główne rodzaje produktów wspierających ESG:

- 1) promujące aspekty środowiskowe lub społeczne,
- 2) mające na celu zrównoważoną inwestycję.

Produkty promujące ESG nazywane są również „**jasnozielonymi**” (ang. *light green*), natomiast mające na celu zrównoważoną inwestycję – „**ciemnozielonymi**” (ang. *dark green*), co obrazuje stopień ich zaangażowania w zrównoważony rozwój. Zasadnicza różnica pomiędzy tymi produktami jest taka, że produkty „ciemnozielone” – poza wspieraniem realizacji celu środowiskowego lub społecznego – dodatkowo nie naruszają poważnie któregokolwiek z takich celów (tzw. zasada „nie czyni poważnych szkód”). Zgodnie z SFDR oba wskazane rodzaje produktów – w zakresie produktów finansowych – muszą ponadto zapewniać, aby spółki, w które dokonuje się inwestycji, stosowały dobre praktyki w zakresie zarządzania. Ponadto produkt „ciemnozielony” może być zrównoważony środowiskowo w rozumieniu Taksonomii, o czym instytucja finansowa ma obowiązek poinformować.

Przykład 8.

Jako „jasnozielony” mógłby być rozpatrywany fundusz inwestycyjny inwestujący w spółki aktywnie zaangażowane w redukcję emitowanej przez ich działalność ilości dwutlenku węgla. Dodatkowo, aby taki fundusz mógł zostać uznany za „ciemnozielony”, te same spółki powinny zostać zweryfikowane pod kątem tego, czy nie szkodzą poważnie któremukolwiek celowi środowiskowemu oraz społecznemu¹⁰¹. Ponadto spółki te muszą stosować dobre praktyki w zakresie zarządzania. Taki fundusz, spełniający kryteria Taksonomii, będzie mógł zostać uznany za realizujący zrównoważone środowiskowo inwestycje w rozumieniu Taksonomii.

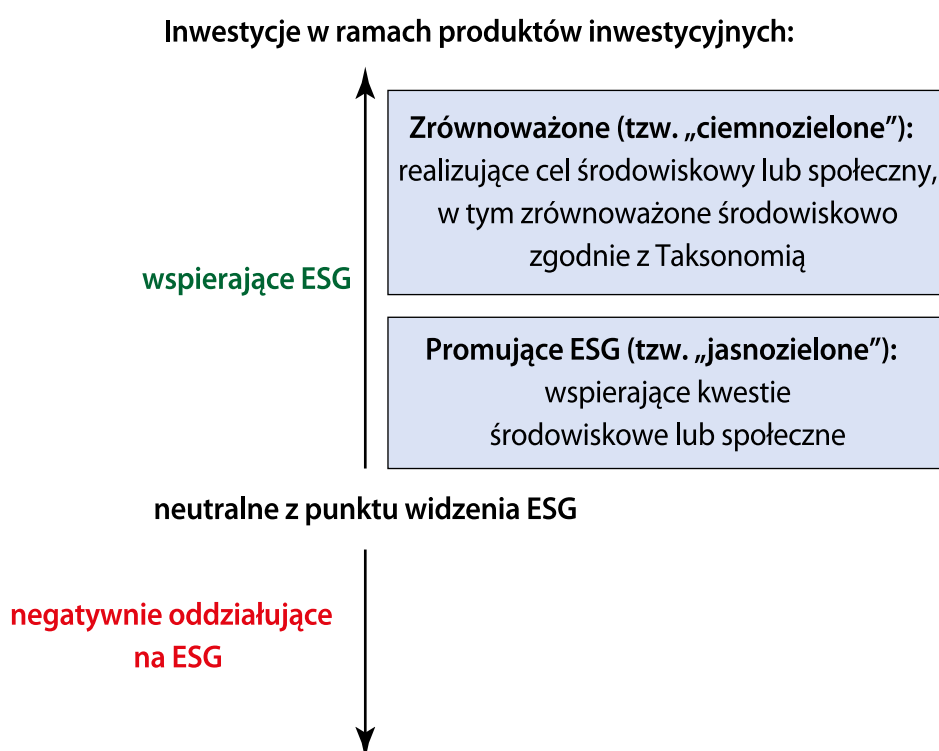
Pojęcia promowania aspektów środowiskowych/społecznych oraz finansowania zrównoważonych inwestycji mają swoje źródło w SFDR, w związku z czym w praktyce mogą nie być spotykane

¹⁰¹ Np. pod kątem zużycia wody, energii, przeciwdziałania nierównościom społecznym, patrz: definicja zrównoważonej inwestycji w SFDR.

w kontekście inwestycji nieoferowanych w ramach produktów finansowych w rozumieniu SFDR. Niezależnie od tego, pojęcia te generalnie oddają logikę „zawartości” produktów inwestycyjnych z punktu widzenia stopnia wspierania przez nie zrównoważonego rozwoju. W praktyce inwestorzy mogą spotkać się z produktami „transformacyjnymi”, które mają na celu transformację gospodarki w bardziej zrównoważoną, czy też z „pandemicznymi” (zazwyczaj będą to obligacje), powiązanymi z redukcją negatywnych skutków pandemii – obie tego rodzaju grupy produktów generalnie można zaliczyć do produktów promujących ESG.

Wspieranie przez produkty inwestycyjne zrównoważonego rozwoju może występować w różnych aspektach (środowiskowym, społecznym, obu), o różnym natężeniu (produkty „jasnozielone”, „ciemnozielone”), a może nie być wcale obecne¹⁰². Ocena danego produktu inwestycyjnego z perspektywy wspierania przez ten produkt ESG pozostaje zależna od inwestycji dokonywanych w ramach takiego produktu – te zaś są pochodną charakteru działalności gospodarczej finansowanej tymi inwestycjami (rysunek 7).

Rysunek 7. Oddziaływanie inwestycji na czynniki ESG



Źródło: Opracowanie własne.

¹⁰² Także inwestycje dokonywane za pomocą instrumentów typu obligacje skarbowe mogą zawierać elementy zrównoważone, np. kiedy inwestycja ma wywrzeć pozytywny wpływ na rynek pracy lub skutkować zwiększeniem udziału zielonych źródeł energii w krajowym miksie energetycznym.

3.4. WSKAŹNIKI POWIĄZANE ZE ZRÓWNOWAŻONYM ROZWOJEM

Nieodłącznym elementem pojęć powiązanych ze zrównoważonym rozwojem są **wskaźniki pozwalające na bardziej precyzyjny pomiar stanów i zjawisk odpowiednich dla tych pojęć**¹⁰³.

Pomiar może obejmować dowolne elementy, w szczególności te o finansowym znaczeniu, takie jak ryzyko dla zrównoważonego rozwoju (np. narażenie na ryzyko transformacji w związku z emisją dwutlenku węgla), niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju (np. nieodpowiedzialna gospodarka odpadami) czy wspieranie czynników ESG (np. tworzenie miejsc pracy dla osób wykluczonych). Przedmiotem pomiaru może być zarówno działalność gospodarcza konkretnej spółki, jak i inwestycje w ramach produktu inwestycyjnego. Dobór danych służących do pomiaru będzie zależał od tego, co dany wskaźnik ma zmierzyć, jaki wycinek rzeczywistości ma obrazować. Przykładowo, dla zużycia wody w działalności gospodarczej mogą być potrzebne dane dotyczące ilości wody zużytej w m³ na każdy 1 mln PLN osiągniętego przychodu, podczas gdy dla ryzyka pożarów potrzebne informacje obejmą dane na temat lokalizacji tego ryzyka oraz lokalizacji zagrożonej nieruchomości.

Mimo że na dzień stanu prawnego publikacji brak jest uregulowania wiążącego w zakresie konkretnej konstrukcji produktu¹⁰⁴, strategii inwestycyjnej czy narzędzi projektujących produkt „zielony”¹⁰⁵ – każdy produkt oznaczony jako zawierający cechy „jasnozielone” lub „ciemnozielone” powinien być skonstruowany na podstawie:

- odpowiedniego, konkretnego wskaźnika (metoda ilościowa),
- wyjaśnienia, w jaki sposób produkt wspiera kwestie ESG (metoda jakościowa).

Wskaźnik oraz wyjaśnienie mają na celu ustalenie sposobu pomiaru/oceny promowania kwestii ESG lub stopnia osiągnięcia celu finansowania zrównoważonych inwestycji. Naturalnie w przypadku metody jakościowej dokładny pomiar może być niemożliwy, dlatego wyjaśnienie powinno być jasne, niewprowadzające w błąd i prostym, zrozumiałym językiem ukazywać realne skutki inwestycji dla kwestii ESG.

Szczególną grupą wskaźników są wskaźniki referencyjne regulowane przez Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 roku w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. U. UE L z 2016 r. nr 171, str. 1,

¹⁰³ Wskaźniki takie mogą dotyczyć w szczególności bezpośrednio produktów finansowych oraz działalności gospodarczej prowadzonej przez spółki, w szczególności spółki publiczne.

¹⁰⁴ Zaleca się inwestorom każdorazowe wnikliwe zapoznawanie się z dostępnymi informacjami o danym produkcie „zielonym”, ponieważ takie wiążące uregulowanie może się pojawić.

¹⁰⁵ Produkt wspierający zrównoważone środowiskowo inwestycje nie musi być środowiskowo zrównoważony w rozumieniu Taksonomii.

z późn. zm.), zwane w skrócie **BMR**. Wskaźniki referencyjne o cechach ESG mogą być stosowane np. w celu konstrukcji pasywnego funduszu inwestycyjnego o cechach ESG czy też jako benchmark dla wyemitowanego instrumentu finansowego. Szczególna ich rola wynika m.in. z tego, że artykuły 8 i 9 SFDR wprost wskazują, że wskaźnik referencyjny (indeks) może zostać wyznaczony dla produktu inwestycyjnego objętego SFDR i tym samym wyznaczać stopień realizacji ambicji ESG takiego produktu.

W przypadku produktu inwestycyjnego z zaszytym w konstrukcji wskaźnikiem referencyjnym o cechach ESG należy zwrócić uwagę po pierwsze w jakim celu taki wskaźnik został zastosowany (a tym samym, jakie mogą płynąć stąd korzyści i ryzyko), a po drugie jakiego rodzaju i w jaki sposób są brane pod uwagę aktywa bazowe przy konstrukcji tego wskaźnika.

Zebraniu szczegółowych informacji na temat wskaźnika referencyjnego o cechach ESG służą akty delegowane do BMR ustanawiające obowiązki w zakresie ujawnień informacji, spoczywające na administratorach wskaźników referencyjnych¹⁰⁶. Ujawnienia takie na przykładzie WIG-ESG dostępne są na stronie administratora GPW Benchmark¹⁰⁷.

Przy odczytywaniu wskaźników mierzących wspieranie czynników ESG może okazać się przydatna znajomość następujących pojęć: obrót (ang. *turnover*), wydatki kapitałowe/inwestycyjne (ang. *CapEx*) oraz wydatki operacyjne (ang. *OpEx*). Pojęcia te odnoszą się do działalności podmiotów/spółek, w które inwestor inwestuje przez akcje, obligacje korporacyjne lub za pośrednictwem innych produktów inwestycyjnych. W kontekście wspierania czynników ESG inwestor może na podstawie:

¹⁰⁶ Ujawnienia co do charakteru wskaźnika administrator wskaźników referencyjnych zapewnia w oświadczeniu dotyczącym wskaźnika referencyjnego stosownie do Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2020/1816 z dnia 17 lipca 2020 roku uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (BMR) w odniesieniu do wyjaśnienia w oświadczeniu dotyczącym wskaźnika referencyjnego precyzującego, w jaki sposób czynniki z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego znajdują odzwierciedlenie w każdym opracowanym i opublikowanym wskaźniku referencyjnym (Dz. U. UE L z 2020 r. nr 406, str. 1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1816&from=PL>, dostęp 28.07.2025) oraz w wyjaśnieniu dotyczącym metody wskaźnika referencyjnego stosownie do Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2020/1817 z dnia 17 lipca 2020 roku uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 (BMR) w odniesieniu do minimalnej zawartości wyjaśnienia, w jaki sposób czynniki z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego znajdują odzwierciedlenie w metodzie wyznaczania wskaźnika referencyjnego (Dz. U. UE L z 2020 r. nr 406, str. 12, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex:32020R1817>, dostęp 28.07.2025).

¹⁰⁷ <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-gieldowych> (dostęp 28.07.2025).

- wielkości obrotu – ocenić, jak „zielona” jest spółka według stanu na dzień weryfikacji (obrót spółki obliczany jest na podstawie danych historycznych),
- CapEx – ocenić, jak „zielona” będzie spółka w przyszłości (wydatki spółki wskazują na kierunek jej rozwoju),
- OpEx – ocenić, jakie wydatki na bieżącą działalność spółka poczyniła, aby np. zmniejszyć swój negatywny wpływ na środowisko (typu oszczędność na papierze, zużycie wody, prądu itp.).

W przypadku każdego z wymienionych pojęć dane o obrocie oraz wydatkach należy zestawić z oceną działalności (lub jej wycinka, części), która ten obrót wygenerowała lub która została sfinansowana przez wydatki (np. sprzedaż albo inwestycja powiązana z produktami ekologicznymi i innymi niż ekologiczne tej samej spółki). W przypadku wydatków inwestycyjnych mających transformować w przyszłości spółkę w bardziej zrównoważoną – dane stanowiące podstawę prognoz inwestycyjnych oraz informacji przekazywanych inwestorom powinny być szczególnie starannie zebrane i opracowane, w tym uwzględniać realia gospodarcze. Natomiast w przypadku oferowanych na rynku finansowym produktów opierających swoją „zieloność” na CapEx emitenta, instytucja finansowa powinna dokładnie wyjaśnić, czym kieruje się w doborze inwestycji oraz w jaki wiarygodny sposób i na podstawie jakich danych czy zjawisk ocenia oczekiwane, pozytywne wyniki tych inwestycji w sferze ESG.

Wskaźniki oparte na CapEx, OpEx i wielkości obrotu pojawiają się w ujawnieniach przedkontraktowych i okresowych dla produktów podlegających ujawnieniom z art. 8 i 9 SFDR. Ponadto wskaźniki te mogą służyć ocenie emitentów przy zakupie akcji czy obligacji korporacyjnych, ponieważ obowiązek ich ujawniania dotyczy nie tylko podmiotów i produktów objętych regulacją SFDR.

Innym, bardziej kompleksowym źródłem pozyskiwania pomiarów działalności gospodarczej spółek emitujących instrumenty finansowe lub konkretnych produktów inwestycyjnych są **ratingi ESG** (nie mylić z ratingami kredytowymi). Rating ESG jest określeniem generycznym – w praktyce ratingi takie mogą przybierać różne formy produktów sprzedawanych przede wszystkim instytucjom finansowym konstruującym na tej podstawie własne produkty inwestycyjne. Ratingi są zapewniane przez różnej skali dostawców danych. Inwestorzy również mogą korzystać z zasobów informacyjnych udostępnianych przez dostawców ratingów. Częściej natomiast, w ramach ujawnień dotyczących konkretnego, oferowanego produktu inwestycyjnego (np. w karcie produktu dotyczącej funduszu inwestycyjnego) inwestor może się spotkać z ratingiem nadanym temu konkretnemu produktowi (np. rating nadany przez Morningstar).

Ratingi nadawane przez ten sam podmiot różnym produktom mogą ułatwić podjęcie decyzji inwestycyjnej, ponieważ w ramach tego samego podmiotu nadającego ratingi stosowana jest taka sama metodyka i w efekcie oceny różnych produktów stają się porównywalne. **W każdym jednak przypadku styczności z ratingiem ESG inwestor powinien w pierwszej kolejności zapoznać się z metodyką przyjętą dla tego ratingu oraz z informacjami tłumaczącymi, co taki rating**

w rzeczywistości mierzy. Działalność ratingowa w zakresie ESG nie jest obecnie regulowana, wobec czego informacje o metodyce konkretnego ratingu i zastosowanych w jego ramach sposobach pomiaru inwestor może pozyskać od instytucji finansowej stosującej taki rating, od swojego doradcy albo na stronie dostawcy ratingu.

3.5. NA CO ZWRACAĆ UWAGĘ W PRZYPADKU PRODUKTÓW INWESTYCYJNYCH W KONTEKŚCIE ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Mając na względzie wymienione wyżej uwagi, przy dokonywaniu wyboru produktu inwestycyjnego powiązanego ze zrównoważonym rozwojem warto pamiętać o poniższych kwestiach¹⁰⁸.

- Źródła informacji na temat produktu mogą się różnić w zależności od rodzaju produktu i zakresu jego uregulowania, np. w przypadku funduszy inwestycyjnych należy poszukiwać informacji w prospekcie informacyjnym, karcie produktu, dokumencie zawierającym kluczowe informacje (tzw. KID), w przypadku obligacji – w prospekcie czy memorandum informacyjnym. Produkty finansowe w rozumieniu SFDR będą objęte ujawnieniami na stronie internetowej, przedumownymi i okresowymi (w przypadku produktów wspierających czynniki ESG), podczas gdy inne produkty nieuregulowane przez SFDR nie muszą być objęte ujawnieniami w takiej samej formie¹⁰⁹.
- Sposób uwzględnienia zrównoważonego rozwoju w ramach produktów może się znacząco różnić, co wiąże się przede wszystkim z koniecznością zrozumienia pojęć charakterystycznych dla tej tematyki (główne pojęcia zostały omówione na początku tego rozdziału), np. inny charakter ma inwestycja unikająca szkodenia środowisku, a inny inwestycja realizująca zrównoważone cele.
- Należy zachować czujność, jeżeli chodzi o zastosowane dla danego produktu pojęcia. Niestety czasami pojęcia powiązane ze zrównoważonym rozwojem mogą być zastosowane błędnie, dlatego należy dążyć do zrozumienia konstrukcji produktu, uwzględniając cały jego opis (np. ryzyko dla zrównoważonego rozwoju nie jest tym samym co niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju, chociaż to drugie może w szerokim ujęciu wzmacniać to pierwsze).
- Nie jest wystarczająca informacja na temat produktu, zgodnie z którą dana inwestycja dotyczy spółek cechujących się „stosunkowo niewielkim wpływem na środowisko”. Informacja powinna być precyzyjna co do tego, w jaki sposób i w jakich konkretnych aspektach środowiska ten wpływ jest mierzony, dlaczego jest niewielki i w przypadku produktów wspierających ESG – z jakich względów jest to korzystne dla środowiska.
- Kwestie powiązane ze zrównoważonym rozwojem zaszyte w produkcie powinny obowiązywać w całym okresie inwestycji oraz nie powinny być objęte znaczącymi odstępstwami.

¹⁰⁸ Wyliczenia nie należy traktować jako wyczerpującego.

¹⁰⁹ W przypadku produktów inwestycyjnych objętych SFDR należy zwrócić uwagę, że regulator unijny przewidział specjalne wzory, według których powinny być sporządzane ujawnienia przedumowne oraz okresowe przeznaczone dla klienta. Wzory dostępne są pod linkiem (od s. 55): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02022R1288-20230220> (wersja skonsolidowana rozporządzenia, dostęp 28.07.2025). Patrz również: przypis 82.

- W przypadku funduszy inwestujących w inne fundusze – na przykładzie polskiego funduszu inwestującego w fundusz zagraniczny – inwestycja polskiego funduszu finansuje docelowo inwestycje funduszu zagranicznego, wobec czego kwestie dotyczące zrównoważonego rozwoju należy odnosić do inwestycji docelowych funduszu zagranicznego, a w przypadku braku szczegółowych ujawnień na poziomie funduszu polskiego zrozumienie inwestycji z perspektywy ESG może wymagać sięgnięcia bezpośrednio do informacji na temat funduszu zagranicznego.
- W przypadku funduszu inwestycyjnego śledzącego wskaźnik referencyjny należy zwrócić uwagę na zależność pomiędzy wskaźnikiem a zestawem inwestycji funduszu, np. w zakresie możliwości odstępstw od wskazań indeksu na podstawie decyzji zarządzającego funduszem (jakie przypadki uzasadniają ewentualne odstępstwo).
- W przypadku produktów wspierających ESG należy zwrócić uwagę na oznaczenie/wyjaśnienie, na jakiej podstawie mierzone jest to wspieranie (promowanie ESG, cel zrównoważonego rozwoju). Na przykład, czy stosowane są wykluczenia, rating, wskaźniki, czy istnieje szersza strategia, z którą produkt jest spójny. Należy poszukiwać informacji na temat tych metod pomiaru, które podmiot stosuje w przypadku tego konkretnego produktu (a nie takich generalnie stosowanych w działalności, np. przez instytucję finansową) – cechy ESG powinny wyróżniać dany produkt, chyba że cała działalność / wszystkie inwestycje są zrównoważone (co będzie raczej rzadkim przypadkiem).
- W przypadku produktów wspierających ESG należy zwrócić uwagę na całą działalność emitenta / pełen zestaw inwestycji / pełną strategię inwestycyjną produktu, tj. z uwzględnieniem działalności/inwestycji niepowiązanych ze zrównoważonym rozwojem. Warto sprawdzić, czy jest dostępna dla danej działalności / danego produktu informacja, że np. zakres/procent takich inwestycji nie niweczy celów zrównoważonego rozwoju produktu.
- W przypadku produktów finansowych w rozumieniu SFDR ryzyko dla zrównoważonego rozwoju musi podlegać zbadaniu w powiązaniu z konkretnym produktem, np. nie jest wystarczające jedynie „przykładowe” wymienienie potencjalnych rodzajów ryzyka (w szczególności jeżeli są one stosowane dla wszystkich oferowanych produktów, niezależnie od inwestycji przez nie finansowanych).
- W przypadku inwestycji w produkty, których SFDR nie obejmuje (np. akcje, obligacje), inwestorzy powinni w sposób szczególnie wnikliwy dążyć do ustalenia, jakiego rodzaju kwestie środowiskowe, społeczne czy związane z zarządzaniem mogą mieć znaczenie dla danej inwestycji lub działalności emitenta w krótkim, średnim i długim okresie (dotyczy to w szczególności rodzajów ryzyka dla zrównoważonego rozwoju).
- Jeżeli produkt ma w nazwie wyraz sugerujący jego powiązanie ze zrównoważonym rozwojem („odpowiedzialne inwestowanie”, „odpowiedzialny rozwój”, „ESG”, „ekologia”, „zielony” itp.), należy mieć na uwadze, że produkt ten ma (powinien mieć) strategię inwestycyjną zmodyfikowaną pod kątem zrównoważonego rozwoju, co może wpływać na wartość zysku z inwestycji i mieć znaczenie również dla inwestorów niezainteresowanych ESG.
- W przypadku inwestorów z określonymi preferencjami co do ESG istotne może być rozróżnienie pomiędzy produktami „jasnozielonymi” (w SFDR ujawnienia w zakresie tego rodzaju produktów regulują art. 8, 10 i 11) oraz „ciemnozielonymi” (w SFDR ujawnienia w zakresie tego

rodzaju produktów regulują art. 9, 10 i 11), obrazujące stopień zaangażowania działalności finansowanych przez takie produkty we wspieranie kwestii środowiskowych, społecznych oraz z zakresu zarządzania.

- W przypadku produktów oferujących wiele wariantów inwestycyjnych (typu umowy ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym czy fundusze inwestycyjne tzw. parasolowe) należy wziąć pod uwagę, że cechy inwestycji powiązane ze zrównoważonym rozwojem wynikają z istnienia określonego wariantu (lub wariantów) inwestycyjnego o takich właśnie cechach. Oznacza to, że wybrany przez klienta produkt oferujący wiele wariantów/opcji inwestycyjnych nabędzie cechy ESG tylko w przypadku wyboru określonej opcji inwestycyjnej mającej takie cechy.
- Gdy opis produktu zawiera odniesienie do wskaźników, ratingów, innego rodzaju metod pomiaru kwestii ESG inwestor powinien upewnić się, że metody te są dla niego zrozumiałe i przejrzyste.

4 REGULACJE DOTYCZĄCE FINANSOWANIA ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU – OMÓWIENIE WYBRANYCH AKTÓW PRAWNYCH

4.1. SFDR

W celu wykazania zasadności wydania SFDR warto przytoczyć w sposób ogólny przesłanki wydania tego aktu ujęte w motywach do rozporządzenia. Prawodawca unijny wskazał, że Unia Europejska w coraz większym stopniu mierzy się z katastrofalnymi i nieprzewidywalnymi skutkami zmiany klimatu, wyczerpywaniem się zasobów oraz innymi kwestiami związanymi ze zrównoważonym rozwojem, dlatego koniecznymi stały się pilne działania służące uruchomieniu kapitału za pośrednictwem nie tylko polityk publicznych, ale także sektora usług finansowych z przeznaczeniem na finansowanie zrównoważonego rozwoju i z uwzględnieniem omawianych rodzajów ryzyka.

SFDR wszedł w życie z dniem 29 grudnia 2019 roku, a zasadniczą część jego przepisów stosuje się od 10 marca 2021 roku, tj. poza wyjątkami wymienionymi enumeratywnie w końcowej części rozporządzenia. To samo dotyczy szeregu regulacyjnych standardów technicznych, których opracowania i wydania wymagał SFDR: *Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 roku uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w zakresie regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady „nie czyń poważnych szkód”, określających treść, metody i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także określających treść i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji w dokumentach*

udostępnianych przed zawarciem umowy, na stronach internetowych i w sprawozdaniach okresowych¹¹⁰ zostało opublikowane 25 lipca 2022 roku i ma zastosowanie od 1 stycznia 2023 roku¹¹¹.

SFDR ustanawia zharmonizowane przepisy dotyczące przejrzystości w odniesieniu do wprowadzania do działalności rodzajów ryzyka dla zrównoważonego rozwoju oraz brania pod uwagę niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju w prowadzonych przez uczestników rynku finansowego i doradców finansowych działaniach, a także w odniesieniu do przedstawiania przez te podmioty informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem na temat produktów finansowych.

Regulacja ta odnosi się do obowiązków nałożonych na określony katalog podmiotów prowadzących działalność na rynku finansowym, tj.:

- uczestników rynku finansowego, którymi są:
 - zakłady ubezpieczeń udostępniające ubezpieczeniowy produkt inwestycyjny,
 - firmy inwestycyjne świadczące usługi zarządzania portfelem,
 - instytucje pracowniczych programów emerytalnych (IORP),
 - twórcy produktu emerytalnego,
 - zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI),
 - dostawcy ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE),
 - zarządzający kwalifikowalnym funduszem *venture capital*, zarejestrowani zgodnie z art. 14 rozporządzenia (UE) nr 345/2013¹¹²,
 - zarządzający kwalifikowalnym funduszem na rzecz przedsiębiorczości społecznej, zarejestrowani zgodnie z art. 15 rozporządzenia (UE) nr 346/2013¹¹³,
 - spółki zarządzające przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (spółki zarządzające UCITS),
 - instytucje kredytowe, które świadczą usługi zarządzania portfelem;
- „doradców finansowych”, którymi są:
 - pośrednicy ubezpieczeniowi świadczący usługi doradztwa ubezpieczeniowego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych,
 - zakłady ubezpieczeń świadczące usługi doradztwa ubezpieczeniowego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych,

¹¹⁰ Tekst rozporządzenia delegowanego w jęz. angielskim i językach państw członkowskich UE: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2022/1288/oj (dostęp 28.07.2025).

¹¹¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288&from=EN> (dostęp 28.07.2025).

¹¹² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 roku w sprawie europejskich funduszy *venture capital* (Dz. U. UE L z 2013 r. poz. 115, str. 1, z późn. zm.).

¹¹³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 346/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 roku w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Dz. U. UE L z 2013 r. poz. 115, str. 18, z późn. zm.).

- instytucje kredytowe świadczące usługi doradztwa inwestycyjnego,
- firmy inwestycyjne świadczące usługi doradztwa inwestycyjnego,
- ZAFI świadczące określone usługi doradztwa inwestycyjnego zgodnie z art. 6 ust. 4 lit. b) ppkt (i) dyrektywy 2011/61/UE¹¹⁴,
- spółki zarządzające UCITS świadczące określone usługi doradztwa inwestycyjnego zgodnie z art. 6 ust. 3 lit. b ppkt (i) dyrektywy 2009/65/WE¹¹⁵.

Należy zaznaczyć, że w przypadku pośredników ubezpieczeniowych, którzy świadczą usługi doradztwa ubezpieczeniowego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych, jak również do firm inwestycyjnych, które świadczą usługi doradztwa inwestycyjnego, będących przedsiębiorstwami, niezależnie od ich formy prawnej, w tym fizycznych lub samozatrudnionych – jeżeli podmioty te zatrudniają mniej niż trzy osoby – SFDR nie ma zastosowania.

SFDR przedstawia definicję pojęcia **ryzyka dla zrównoważonego rozwoju**¹¹⁶, przez które należy rozumieć sytuację lub warunki środowiskowe, społeczne lub związane z zarządzaniem, które – jeżeli wystąpią – mogłyby mieć, rzeczywisty lub potencjalny, istotny negatywny wpływ na wartość inwestycji, jak również pojęcia **czynniki zrównoważonego rozwoju**, które oznacza kwestie środowiskowe, społeczne i pracownicze, kwestie dotyczące poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i przekupstwu.

Mając na uwadze firmy inwestycyjne świadczące usługi doradztwa inwestycyjnego, należy w tym miejscu zasygnalizować wymogi nałożone na tego rodzaju podmioty Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) 2021/1253 z dnia 21 kwietnia 2021 roku zmieniającym rozporządzenie delegowane (UE) 2017/565 w odniesieniu do uwzględniania czynników, ryzyk i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w niektórych wymogach organizacyjnych i warunkach prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne (Dz. U. UE L z 2021 r. poz. 277, str. 1), zgodnie z którym firma inwestycyjna, świadcząc usługi doradztwa inwestycyjnego, zobowiązana jest **uwzględniać preferencje jej klienta lub jej potencjalnego klienta w zakresie zrównoważonego rozwoju** dotyczące tego, czy – i w jakim zakresie – do jego inwestycji należy włączyć instrumenty finansowe oraz stosować odpowiednio wymogi wynikające z SFDR oraz Taksonomii.

¹¹⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 roku w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. U. UE L z 2011 r. poz. 174, str. 1, z późn. zm.).

¹¹⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 roku w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. U. UE L z 2009 r. poz. 302, str. 32, z późn. zm.).

¹¹⁶ Por. również informacje przedstawione w podrozdziale 3.3.

4.1.1. Obowiązki ujawnieniowe dotyczące podmiotów – publikowanie informacji na stronach internetowych – art. 3, 4 i 5 SFDR

Zgodnie z SFDR **uczestnicy rynku finansowego**, w zakresie swoich obowiązków, na swoich **stronach internetowych**¹¹⁷:

- 1) publikują informacje na temat swoich **strategii dotyczących wprowadzania do działalności rodzajów ryzyka dla zrównoważonego rozwoju** – w odniesieniu do procesu podejmowania przez nich decyzji inwestycyjnych,
- 2) publikują i utrzymują:
 - **oświadczenia na temat strategii** w zakresie *due diligence*¹¹⁸ w odniesieniu do **głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju** (o ile **biorą** je pod uwagę), biorąc przy tym należycie pod uwagę swoją wielkość oraz charakter i skalę prowadzonej działalności, a także rodzaje produktów finansowych, które udostępniają.

W tym zakresie **uczestnicy rynku finansowego** informują co najmniej na temat:

- a) strategii określania i hierarchizacji głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju i wskaźników;
- b) opisu głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju i opisu wszelkich działań podjętych w odniesieniu do nich oraz, w stosownych przypadkach, o planowanych działaniach;
- c) polityk dotyczących zaangażowania, o ile tego wymagają obowiązujące przepisy;
- d) odniesienia do przestrzegania przez nie kodeksów odpowiedzialnego prowadzenia działalności gospodarczej oraz uznanych na poziomie międzynarodowym standardów w zakresie *due diligence* i sprawozdawczości oraz stopnia ich dostosowania do celów porozumienia paryskiego.

Obowiązkiem tym, stosownie do art. 4 ust. 3 i 4 SFDR, zostali objęci wprost uczestnicy rynku finansowego, w tym uczestnicy, którzy są jednostkami dominującymi grupy kapitałowej, którzy przekraczają na dzień bilansowy **kryterium średniej liczby 500 pracowników w ciągu roku obrotowego**.

lub

- **jasne uzasadnienie** postępowania, obejmujące informacje na temat tego, czy i kiedy zamierzają brać pod uwagę niekorzystne skutki, tj. w odniesieniu do postępowania, kiedy **nie biorą pod uwagę głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju**.

¹¹⁷ Por. art. 3 i 4 SFDR.

¹¹⁸ *Due diligence* oznacza szczegółową analizę przedsiębiorstwa w celu jego wyceny przez inwestora. W procesie tym chodzi o dokładną ocenę aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa oraz określenie istniejącego i potencjalnego ryzyka związanego z planowaną transakcją kapitałową.

Zgodnie z SFDR **doradcy finansowi** na swoich **stronach internetowych**¹¹⁹:

- 1) publikują informacje na temat swoich **strategii dotyczących wprowadzania do działalności rodzajów ryzyka dla zrównoważonego rozwoju** w odniesieniu do świadczonych przez nich usług doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego;
- 2) publikują i utrzymują:
 - informacje o tym, czy – biorąc należycie pod uwagę swoją wielkość, charakter i skalę prowadzonej działalności oraz rodzaje produktów finansowych, w odniesieniu do których świadczą usługi doradztwa – w ramach świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego **biorą pod uwagę główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju**
 - lub
 - informacje o tym, dlaczego **nie biorą pod uwagę głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju** w ramach świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego oraz, w stosownych przypadkach, informacji na temat tego, czy i kiedy zamierzają brać pod uwagę takie niekorzystne skutki.

Kolejne obowiązki ujawnieniowe nałożone zarówno na uczestników rynku finansowego, jak i na doradców finansowych, dotyczą **przejrzystości polityk wynagrodzeń**¹²⁰ **w związku z wprowadzaniem do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju**: obowiązki te polegają na ujmowaniu w politykach wynagrodzeń informacji o sposobie zapewniania spójności tych polityk z wprowadzaniem do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju oraz publikowaniu tych informacji na ich stronach internetowych.

4.1.2. Obowiązki ujawnieniowe dotyczące wszystkich produktów – etap przed zawarciem umowy – art. 6 i 7 SFDR

W ramach informacji, które mają być przedstawione klientowi **przed zawarciem umowy** dla każdego produktu inwestycyjnego, wymienić należy:

- sposób, w jaki **ryzyka dla zrównoważonego rozwoju** są wprowadzane przez uczestników rynku finansowego w podejmowanych przez nich decyzjach inwestycyjnych lub przez doradców finansowych w świadczonych przez nich usługach doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego,
- wyniki oceny prawdopodobnego wpływu ryzyk dla zrównoważonego rozwoju na zwrot z tytułu produktów finansowych, które udostępniają lub w odniesieniu do których doradzają.

Jeżeli w ocenie uczestników rynku finansowego lub doradców finansowych ryzyka dla zrównoważonego rozwoju są **nieznaczące**, opis tych elementów ma przedstawiać jasne i zwięzłe **wyjaśnienie** przyczyn uznania tych ryzyk za nieznaczące.

¹¹⁹ Por. art. 3 i 4 SFDR.

¹²⁰ Por. art. 5 SFDR.

Dodatkowo, jeśli uczestnik rynku finansowego **bierze** pod uwagę **główne niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju**, powinien dla każdego produktu finansowego przedstawiać:

- jasne i uzasadnione wyjaśnienie, czy i w jaki sposób produkt finansowy bierze pod uwagę takie skutki;
- oświadczenie, że informacje na temat takich skutków są dostępne w ramach informacji ujawnianych przez podmiot na podstawie art. 11 ust. 2 SFDR¹²¹, tj. w formie wymaganej w zależności od tego, jaki podmiot te informacje ujawnia (np. w sprawozdaniu rocznym, corocznie w formie pisemnej czy też w odpowiednio sporządzanym sprawozdaniu okresowym).

Jeżeli z kolei uczestnik rynku finansowego **nie bierze** pod uwagę głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju, ujawniane informacje obejmują jego oświadczenie dla każdego produktu finansowego w tym zakresie wraz ze wskazaniem przyczyn takiego postępowania.

4.1.3. Obowiązki ujawnieniowe dotyczące produktów jasno- i ciemnozielonych – przed zawarciem umowy i okresowe – art. 8 i 9 SFDR

Produkty finansowe mogą tylko promować aspekty ESG (będą one nazywane dalej „jasnozielonymi”) bądź mieć na celu zrównoważone inwestycje (będą nazywane dalej „ciemnozielonymi”). Produkty „ciemnozielone” muszą spełniać bardziej restrykcyjne warunki (mieć zdecydowanie wyraźniejsze cechy ESG) niż produkty „jasnozielone”, co jest odzwierciedlone w zakresie ujawnień.

Jeżeli dany produkt finansowy **promuje**¹²² („jasnozielony”) m.in. aspekt środowiskowy i/lub społeczny, a spółki, w które dokonywane są inwestycje, stosują dobre praktyki w zakresie zarządzania, ujawnieniu mają podlegać:

- a) informacje na temat sposobu, w jaki produkt finansowy zapewnia uwzględnienie tych aspektów,
- b) informacje na temat tego, czy i w jaki sposób indeks jest zgodny z tymi aspektami – jeżeli indeks został wyznaczony jako wskaźnik referencyjny.

Uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są wskazać, gdzie można zapoznać się z metodami stosowanymi na potrzeby obliczania tego indeksu.

¹²¹ Gdy informacje, o których mowa w art. 11 ust. 2 SFDR, obejmują ujęcie ilościowe dotyczące głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju, informacje te mogą opierać się na przepisach regulacyjnych standardów technicznych przyjętych na podstawie art. 4 ust. 6 i 7.

¹²² Art. 8 SFDR.

Jeżeli produkt finansowy ma **na celu**¹²³ zrównoważone inwestycje („ciemnozielony”) i wyznaczono indeks jako wskaźnik referencyjny, ujawnieniu mają podlegać:

- a) informacje na temat dostosowania wyznaczonego indeksu do tego celu,
- b) wyjaśnienie, dlaczego i w jaki sposób wyznaczony indeks dostosowany do tego celu różni się od ogólnego indeksu rynkowego.

Jeżeli produkt finansowy ma **na celu zrównoważoną inwestycję** („ciemnozielony”) i **nie wyznaczono żadnego indeksu jako wskaźnika referencyjnego**, ujawniane informacje mają obejmować wyjaśnienie, w jaki sposób ten cel ma zostać osiągnięty.

Uczestnicy rynku finansowego zobligowani są wskazać, gdzie można zapoznać się z metodą stosowaną na potrzeby obliczania tych indeksów i wskaźników referencyjnych.

Jeżeli produkt finansowy ma na celu zmniejszenie emisji dwutlenku węgla, ujawniane informacje mają obejmować cel dotyczący ekspozycji z tytułu niskiej emisji dwutlenku węgla z myślą o osiągnięciu długoterminowych celów porozumienia paryskiego w zakresie globalnego ocieplenia.

W przypadku produktów finansowych, które promują **aspekt środowiskowy lub społeczny** („jasnozielonych”), **oraz tych, które mają na celu zrównoważone inwestycje** („ciemnozielonych”), uczestnicy rynku finansowego powinni publikować i utrzymywać **na swoich stronach internetowych** w odniesieniu do każdego produktu finansowego również informacje dotyczące:

- a) opisu aspektu środowiskowego lub społecznego, lub celu dotyczącego zrównoważonego inwestowania,
- b) metod stosowanych do oceny, pomiaru i monitorowania aspektu środowiskowego lub społecznego lub wpływu zrównoważonych inwestycji wybranych dla danego produktu finansowego, w tym ich źródeł danych, kryteriów kwalifikacji aktywów bazowych i odpowiednich wskaźników zrównoważonego rozwoju stosowanych do pomiaru aspektu środowiskowego lub społecznego, lub ogólnego wpływu danego produktu finansowego na zrównoważony rozwój.

Informacje mają być **jasne, zwarte oraz zrozumiałe dla inwestorów**, jak również mają być opublikowane w sposób **dokładny, rzetelny, jasny, niewprowadzający w błąd, prosty i zwarty w widocznym i łatwo dostępnym miejscu** na stronie internetowej. Informacje mają być **na bieżąco aktualizowane**, a jeżeli podlegają zmianie – należy opublikować wyjaśnienie takiej zmiany. Ten obowiązek dotyczy zarówno uczestników rynku, jak i doradców finansowych.

¹²³ Art. 9 SFDR.

Dodatkowo odpowiednie informacje na temat aspektów środowiskowych i społecznych oraz związanych ze zrównoważonym rozwojem uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są ujmować w sprawozdaniach okresowych i publikować je również na stronach internetowych¹²⁴.

Podkreślić należy, że uczestnicy rynku finansowego i doradcy finansowi w swojej działalności (bez względu na rodzaj produktu finansowego lub inwestycji) mają kierować się **najlepiej pojętym interesem danego inwestora indywidualnego**. W praktyce przekłada się to m.in. na wymóg przeprowadzenia **odpowiedniego badania (testu) potrzeb klienta** przed dokonaniem inwestycji pod kątem ustalenia jego wiedzy, doświadczenia finansowego oraz celu inwestycyjnego. Szczegółowe zasady w tym zakresie uregulowane są w odrębnych przepisach sektorowych dotyczących rynku ubezpieczeniowego, kapitałowego i bankowego.

Należy też wskazać, że sposób, zakres, forma i miejsce ujawniania i publikowania informacji, o których mowa jest powyżej, ma na celu umożliwienie inwestorom (nie tylko indywidualnym) porównywania tych informacji w odniesieniu do różnych inwestycji oraz dokonania wyboru poszukiwanej inwestycji. Temu służy usystematyzowanie sposobu prezentowania tych informacji przez uczestników rynku finansowego i doradców finansowych zgodnie z wymogami **regulacyjnych standardów technicznych** w zakresie: treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady „nie czyń poważnych szkód”, treści, metody i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji.

4.2. TAKSONOMIA

Celem Taksonomii jest określenie kryteriów do przeprowadzenia oceny, czy prowadzona działalność jest zrównoważona środowiskowo, tj. czy wspiera środowisko naturalne, jednocześnie mu nie szkodząc, oraz określenie obowiązków ujawnieniowych podmiotów zobowiązanych. Akt ten dotyczy każdego podmiotu prowadzącego działalność i nie jest zawężony wyłącznie do podmiotów sektora finansowego. Co istotne, Taksonomia stanowi uzupełnienie wymogów dotyczących ujawniania informacji ustanowionych w SFDR. Akt ten wprowadza jednolite wymogi w odniesieniu do wszystkich podmiotów prowadzących działalność, co ma na celu harmonizację działalności w tym zakresie na terenie Unii Europejskiej. Celem tej harmonizacji jest ułatwienie podejmowania jak najbardziej świadomej decyzji przez inwestorów, w tym umożliwienie porównywania różnego rodzaju inwestycji pod kątem środowiskowym na etapie zarówno przedkontraktowym, jak i kontraktowym, tj. kiedy produkt zostanie już nabyty lub inwestycja zostanie już dokonana – w celu podejmowania kolejnych decyzji inwestycyjnych.

¹²⁴ Por. art. 10 ust. 1 SFDR.

Należy wskazać, że Taksonomia ma zastosowanie do:

- uczestników rynku finansowego (to pojęcie zostało zdefiniowane wyżej – w części dotyczącej SFDR i obejmuje twórcę produktu emerytalnego, do którego państwo członkowskie postanowiło zastosować SFDR zgodnie z art. 16 tego rozporządzenia),
- emitentów¹²⁵ (tj. podmiotów, które emitują lub zamierzają emitować papiery wartościowe) w odniesieniu do produktów finansowych lub obligacji korporacyjnych, które są udostępniane jako zrównoważone środowiskowo,
- podmiotów z rynku finansowego udostępniających produkty finansowe i przedsiębiorstw, które podlegają obowiązkowi¹²⁶ publikacji oświadczenia na temat informacji niefinansowych lub oświadczenia grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych.

Prawodawca unijny na potrzeby tej regulacji zdefiniował kilka pojęć. Najważniejsze z nich to:

- pojęcie **zrównoważonej środowiskowo inwestycji**, czyli takiej inwestycji, w ramach której finansuje się co najmniej jedną działalność gospodarczą kwalifikującą się jako zrównoważona środowiskowo na podstawie Taksonomii;
- pojęcie **produktu finansowego**, które należy rozumieć tak jak zostało zdefiniowane wyżej – w części dotyczącej SFDR, przy czym pojęcie produktu finansowego należy odróżnić od pojęcia produktu inwestycyjnego, które w tej publikacji również jest stosowane w poprzednich rozdziałach.

¹²⁵ Przez emitenta w rozumieniu art. 2 pkt 4 Taksonomii należy rozumieć emitenta zdefiniowanego w art. 2 lit. h) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 roku w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. U. UE L z 2017 r. poz. 168, str. 12, z późn. zm.), tj. jest to podmiot prawny, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe.

¹²⁶ Obowiązkowi publikacji podlegają podmioty, o których mowa w art. 19a i 29a Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniającej dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylającej dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz. U. UE L z 2013 r. poz. 182, str. 19, z późn. zm.), która została odpowiednio implementowana do polskiego porządku krajowego przepisami art. 49b i art. 55 ust. 2b ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku. Należy mieć na uwadze, że 16 grudnia 2022 roku została opublikowana Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 roku w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Dz. U. UE L z 2022 r. poz. 322, str. 15), skutkująca koniecznością zmian w tych przepisach ustawy o rachunkowości w okresie wymaganym przez CSRD (tj. odpowiednio w terminie do 6 lipca 2024 roku).

4.2.1. Kwalifikacja działalności zrównoważonej środowiskowo

W celu określenia stopnia, w jakim dana inwestycja jest zrównoważona środowiskowo, **działalność gospodarcza zostanie zakwalifikowana jako zrównoważona środowiskowo**, jeżeli będzie spełniać 4 wymienione niżej **kryteria**.

1. **Działalność ma wносить istotny wkład w realizację co najmniej jednego z poniższych celów środowiskowych (lub będzie działalnością wspomagającą działania, których rodzaje zostały wymienione poniżej).**
 - a) **Cel – łagodzenie zmian klimatu.** Taka działalność ma wносить istotny wkład w ustabilizowanie stężenia gazów cieplarnianych w atmosferze na poziomie pozwalającym zapobiec groźnej antropogenicznej ingerencji w system klimatyczny, przez niedopuszczanie do powstania emisji gazów cieplarnianych lub ich ograniczanie lub zwiększanie pochłaniania gazów cieplarnianych, w tym poprzez innowację procesową lub produktową. Taka działalność ma polegać na wytwarzaniu, przekazywaniu, przechowywaniu, dystrybuowaniu lub wykorzystywaniu energii ze źródeł odnawialnych, również przez wykorzystywanie innowacyjnych technologii mogących przynieść znaczne oszczędności w przyszłości lub przez niezbędne wzmocnienie lub rozbudowę sieci; na poprawie efektywności energetycznej (z wyjątkiem działalności w zakresie wytwarzania energii elektrycznej); na zwiększeniu czystej lub neutralnej dla klimatu mobilności; na przejściu do wykorzystywania materiałów odnawialnych ze zrównoważonych źródeł; na zwiększeniu wykorzystania bezpiecznych dla środowiska technologii wychwytywania i utylizacji dwutlenku węgla oraz wychwytywania i składowania dwutlenku węgla, które zapewniają redukcję netto emisji gazów cieplarnianych; na wzmocnieniu lądowych pochłaniaczy dwutlenku węgla, w tym przez przeciwdziałanie wylesianiu i degradacji lasów, rekultywację lasów, zrównoważone gospodarowanie gruntami uprawnymi, obszarami trawiastymi i terenami podmokłymi oraz ich rekultywację, zalesianie oraz rolnictwo regeneracyjne; na stworzeniu infrastruktury energetycznej wymaganej do obniżenia emisyjności systemów energetycznych; na produkowaniu czystych i wydajnych paliw ze źródeł odnawialnych lub neutralnych pod względem emisji dwutlenku węgla.
 - b) **Cel – adaptacja do zmian klimatu.** Taka działalność ma polegać m.in. na opracowywaniu rozwiązań w zakresie adaptacji, które istotnie ograniczają ryzyko niekorzystnych skutków obecnych i oczekiwanych przyszłych warunków klimatycznych dla tej działalności gospodarczej albo istotnie ograniczają te niekorzystne skutki bez zwiększania ryzyka niekorzystnych skutków wywieranych na ludzi, przyrodę lub aktywa.
 - c) **Cel – zrównoważone wykorzystywanie oraz ochrona zasobów wodnych i morskich.** Taka działalność ma wносить istotny wkład w osiąganie dobrego stanu jednolitych części wód, w tym wód powierzchniowych i wód podziemnych, albo w zapobieganie pogorszeniu się dotychczas dobrego stanu jednolitych części wód, lub wnosi istotny wkład w osiąganie dobrego stanu środowiska wód morskich lub w zapobieganie pogorszeniu ich dotychczas dobrego stanu, za pomocą określonych środków, np. przez ochronę środowiska przed niekorzystnymi skutkami przepływu zrzutów ścieków komunalnych i przemysłowych,

w tym nowo pojawiających się zanieczyszczeń powodujących niepokój, takich jak produkty farmaceutyczne i mikrodrobiny plastiku; czy ochronę zdrowia ludzkiego przed niekorzystnymi skutkami wszelkiego zanieczyszczenia wody przeznaczonej do spożycia przez ludzi dzięki zapewnieniu, by woda była wolna od wszelkich mikroorganizmów, pasożytów i substancji, które stanowią potencjalne zagrożenie dla zdrowia ludzi, a także zwiększenie dostępu do czystej wody pitnej; czy też poprawę gospodarki wodnej i efektywności zużycia wody; zapewniania zrównoważonego wykorzystania morskich usług ekosystemowych lub przyczyniania się do dobrego stanu środowiska wód morskich.

- d) **Cel – przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym.** Taka działalność ma polegać m.in. na wykorzystywaniu bardziej efektywnych w produkcji zasobów naturalnych; zwiększaniu trwałości produktów, a także możliwości ich naprawy, ulepszenia lub ponownego użycia; zwiększaniu możliwości recyklingu produktów; istotnym ograniczaniu zawartości substancji niebezpiecznych; przedłużaniu okresu użytkowania produktów, w tym przez ich ponowne wykorzystanie; zwiększaniu wykorzystywania surowców wtórnych i podnoszenia ich jakości; zapobieganiu wytwarzaniu odpadów i pobudzaniu rozwoju infrastruktury gospodarowania odpadami.
 - e) **Cel – zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola.** Taka działalność ma polegać m.in. na zapobieganiu lub ograniczaniu emisji zanieczyszczeń – innych niż emisje gazów cieplarnianych – do powietrza, wody lub ziemi; poprawie jakości powietrza, wody lub gleby na obszarach, na których prowadzona jest działalność gospodarcza, przy jednoczesnym minimalizowaniu wszelkich niekorzystnych skutków lub zagrożeń dla zdrowia ludzi i dla środowiska; zapobieganiu wszelkim niekorzystnym skutkom dla zdrowia ludzi i dla środowiska wynikającym z produkcji, stosowania lub unieszkodliwiania chemikaliów; usuwaniu śmieci i innych rodzajów zanieczyszczenia.
 - f) **Cel – ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów.** Taka działalność ma polegać na ochronie, zachowaniu lub odbudowie bioróżnorodności lub osiągnięciu dobrego stanu ekosystemów, jak również ochronie ekosystemów będących dotychczas w dobrym stanie przez m.in.: zachowanie przyrody i bioróżnorodności; zrównoważonym użytkowaniu gruntów i gospodarowaniu nimi; zrównoważonych praktykach rolniczych; zrównoważonej gospodarce leśnej.
2. Działalność ma **nie wyrządzać poważnych szkód** dla żadnego z wymienionych wcześniej celów środowiskowych. Działalność wyrządza poważne szkody w zakresie:
- a) łagodzenia zmian klimatu, jeżeli prowadzi do znaczących emisji gazów cieplarnianych;
 - b) adaptacji do zmian klimatu, jeżeli prowadzi do nasilenia niekorzystnych skutków obecnych i oczekiwanych, przyszłych warunków klimatycznych wywieranych na tę działalność lub na ludzi, przyrodę lub aktywa;
 - c) zrównoważonego wykorzystywania i ochrony zasobów wodnych i morskich, jeżeli szkodzi m.in. dobremu stanowi lub potencjałowi ekologicznemu jednolitych części wód, środowiska wód morskich, gospodarce o obiegu zamkniętym pod określonymi warunkami;
 - d) gospodarki o obiegu zamkniętym, w tym w zakresie zapobiegania powstawaniu odpadów i w zakresie recyklingu, jeżeli prowadzi w szczególności do znaczącego braku efektywności

w wykorzystywaniu materiałów lub zasobów naturalnych, takich jak nieodnawialne źródła energii, surowce, woda i grunty, na co najmniej jednym z etapów cyklu życia produktów, w tym pod względem trwałości produktów, a także możliwości ich naprawy, ulepszania, ponownego użycia lub recyklingu; lub do znacznego zwiększenia wytwarzania, spalania lub unieszkodliwiania odpadów; lub z wyjątkiem spalania odpadów niebezpiecznych nienadających się do recyklingu; lub poważnych i długoterminowych szkód dla środowiska przez długotrwałe składowanie odpadów;

- e) zapobiegania zanieczyszczeniu i jego kontroli, jeżeli prowadzi do znaczącego wzrostu emisji zanieczyszczeń do powietrza, wody lub ziemi w porównaniu z sytuacją sprzed rozpoczęcia tej działalności;
- f) ochrony i odbudowy bioróżnorodności i ekosystemów, jeżeli w znacznym stopniu szkodzi dobremu stanowi i odporności ekosystemów lub jest szkodliwa dla stanu zachowania siedlisk i gatunków.

Przeprowadzanie oceny w zakresie wyrządzania poważnych szkód wymaga również brania pod uwagę cyklu życia produktów dostarczanych i usług świadczonych w ramach danej działalności gospodarczej, w tym danych pochodzących z istniejących ocen cyklu życia. Stąd niezbędne jest stałe gromadzenie danych w celu dokonywania takiej oceny.

Przy dokonywaniu tej oceny należy zatem uwzględniać zarówno skutki środowiskowe samej działalności, jak i wpływ, jaki na środowisko mają produkty dostarczane i usługi świadczone w ramach tej działalności przez cały cykl ich życia, szczególnie z uwzględnieniem wytwarzania, użytkowania i zakończenia cyklu życia tych produktów i usług.

- 3. Działalność ma być **prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami**. Minimalnymi gwarancjami są procedury stosowane przez przedsiębiorstwo prowadzące działalność gospodarczą, które mają zapewnić przestrzeganie Wytycznych OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych oraz Wytycznych ONZ dotyczących biznesu i praw człowieka, w tym zasad i praw określonych w ośmiu podstawowych konwencjach wskazanych w Deklaracji Międzynarodowej Organizacji Pracy dotyczącej podstawowych zasad i praw w pracy oraz zasad i praw określonych w Międzynarodowej Karcie Praw Człowieka¹²⁷. W tym zakresie przedsiębiorstwa zobligowane są przestrzegać zasady **nie czyń poważnych szkód**, o której mowa w SFDR¹²⁸, zgodnie z którą przedsiębiorstwa mają nie wyrządzać poważnych szkód środowiskowych i społecznych.

¹²⁷ Por. informacje publikowane przez Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, <https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/wytyczne-oecd> (dostęp 28.07.2025).

¹²⁸ Por. Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 roku uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w zakresie regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady „nie czyń poważnych szkód”, określających treść, metody i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także określających treść i sposób

4. Działalność ma spełniać **techniczne kryteria kwalifikacji**. Takie kryteria zostały sformułowane przez Komisję Europejską w dwóch rozporządzeniach delegowanych (w podziale według następujących celów środowiskowych: w odniesieniu do łagodzenia zmian klimatu i adaptacji do zmian klimatu¹²⁹ oraz w odniesieniu do wykorzystywania i ochrony zasobów wodnych i morskich, przejścia na gospodarkę o obiegu zamkniętym, zapobiegania zanieczyszczeniu i jego kontroli oraz ochrony i odbudowy bioróżnorodności oraz ekosystemów¹³⁰).

Należy również wskazać, że prawodawca określił, co rozumie przez **działalność wspomagającą** te rodzaje działalności. Jest to taka działalność, która bezpośrednio wspomaga inne rodzaje działalności we wnoszeniu istotnego wkładu w realizację co najmniej jednego z tych celów (opisanych w pkt 1) pod warunkiem, że taka działalność nie prowadzi do uzależnienia od aktywów, które podważają długoterminowe cele środowiskowe, z uwzględnieniem ekonomicznego cyklu życia tych aktywów; jak również pod warunkiem, że przynosi istotne pozytywne skutki dla środowiska na podstawie względów związanych z cyklem życia. Spełnienie tych wymogów skutkować będzie zakwalifikowaniem działalności wspomagającej jako zrównoważonej środowiskowo.

prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji w dokumentach udostępnianych przed zawarciem umowy, na stronach internetowych i w sprawozdaniach okresowych (Dz. U. UE L z 2022 r. poz. 196, str. 1).

¹²⁹ Por. Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2023/2485 z dnia 27 czerwca 2023 roku zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 ustanawiające dodatkowe techniczne kryteria kwalifikacji służące określeniu warunków, na jakich niektóre rodzaje działalności gospodarczej kwalifikują się jako wnoszące istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także określeniu, czy działalność ta nie wyrządza poważnych szkód względem żadnego z pozostałych celów środowiskowych (Dz. U. UE L z 2023 r. poz. 2485). Por. również: Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1214 z dnia 9 marca 2022 roku zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 w odniesieniu do działalności gospodarczej w niektórych sektorach energetycznych oraz rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej (Dz. U. UE L z 2022 r. poz. 188, str. 1).

¹³⁰ Por. Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2023/2486 z dnia 27 czerwca 2023 roku uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 poprzez ustanowienie technicznych kryteriów kwalifikacji służących określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w zrównoważone wykorzystywanie i ochronę zasobów wodnych i morskich, w przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym, w zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrolę lub w ochronę i odbudowę bioróżnorodności i ekosystemów, a także określeniu, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód względem któregośkolwiek z innych celów środowiskowych, i zmieniające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej (Dz. U. UE L z 2023 r. poz. 2486).

Prawodawca, biorąc pod uwagę różny możliwy stopień zaangażowania w łagodzenie zmian klimatu, wyszczególnił również **działalność przejściową**, przez którą należy rozumieć taką działalność gospodarczą, dla której nie istnieją alternatywne niskoemisyjne rozwiązania wykonalne pod względem technologicznym i ekonomicznym, jeżeli wspomaga ona przejście do gospodarki neutralnej dla klimatu, zgodnie ze ścieżką prowadzącą do ograniczenia wzrostu temperatury do 1,5°C powyżej poziomów sprzed epoki przemysłowej, w tym przez stopniowe wycofywanie emisji gazów cieplarnianych, w szczególności emisji ze stałych paliw kopalnych, oraz jeżeli taka działalność:

- a) emituje gazy cieplarniane na poziomie odpowiadającym najlepszym wynikom w danym sektorze lub danej gałęzi przemysłu;
- b) nie utrudnia rozwoju i wdrażania alternatywnych niskoemisyjnych rozwiązań;
- c) nie prowadzi do uzależnienia od aktywów wysokoemisyjnych, z uwzględnieniem ekonomicznego cyklu życia tych aktywów.

4.2.2. Obowiązki ujawnieniowe w ramach Taksonomii

Oprócz tych kryteriów, według których działalność kwalifikuje się jako zrównoważoną środowiskowo, Taksonomia reguluje **obowiązki ujawnieniowe** podmiotów, które muszą być realizowane na etapie oferowania produktu finansowego (**etap przedkontraktowy**) oraz w ramach przedstawiania informacji w **sprawozdaniach okresowych**. Obowiązki ujawnieniowe podmiotów określone są zarówno przepisami Taksonomii, jak i SFDR.

Jeżeli zatem produkt finansowy ma na celu **finansowanie zrównoważonej inwestycji (produkt z art. 9 SFDR, produkt „ciemnozielony”)**, wówczas podmiot jest zobligowany ujawnić inwestorowi lub potencjalnemu inwestorowi dodatkowo w stosunku do informacji ujawnianych z tytułu SFDR następujące dane (art. 5 Taksonomii):

- informacje o tym celu środowiskowym lub celach środowiskowych, do realizacji których przyczynia się inwestycja w ramach danego produktu finansowego;
- opis, w jaki sposób i w jakim stopniu inwestycje w ramach produktu finansowego są dokonywane w działalność gospodarczą kwalifikującą się jako zrównoważona środowiskowo. Należy zatem określić udział procentowy inwestycji w zrównoważoną środowiskowo działalność gospodarczą wybranych dla produktu finansowego, w tym szczegółowe informacje o udziałach procentowych działalności wspomagającej i działalności przejściowej, wyrażony jako odsetek wszystkich inwestycji wybranych na potrzeby produktu finansowego.

Jeżeli natomiast produkt **promuje aspekt środowiskowy („jasnozielony”)**, wówczas na podstawie art. 6 Taksonomii ujawniane informacje powinny obejmować odpowiednio zastosowane wymogi do produktów „ciemnozielonych” z art. 5 Taksonomii.

W odniesieniu do **ujawnień w sprawozdaniach okresowych** Taksonomia nawiązuje do SFDR, które określa zakres informacji i rodzaj dokumentu (w zależności od statusu prawnego podmiotu

i nałożonych na niego obowiązków charakterystycznych dla rodzaju danej działalności, np. zakład ubezpieczeń, spółka zarządzająca UCITS, twórca produktów emerytalnych itp.), w odniesieniu do których obowiązki ujawnieniowe muszą zostać zrealizowane – była o tym mowa szerzej we wcześniejszej części tego rozdziału, dotyczącej SFDR. Ujawniając te informacje, podmiot zobligowany jest opublikować następujące oświadczenie:

Zasada „nie czyni poważnych szkód” stosowana jest wyłącznie w odniesieniu do tych inwestycji w ramach produktu finansowego, które uwzględniają unijne kryteria dotyczące zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej.

Inwestycje w ramach pozostałej części tego produktu finansowego nie uwzględniają unijnych kryteriów dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej.

Jeżeli zatem produkt finansowy nie jest ani produktem „jasnozielonym”, ani produktem „ciemnozielonym”, podmiot nadzorowany (jak wcześniej podano – w zależności od statusu prawnego podmiotu i nałożonych na niego obowiązków charakterystycznych dla rodzaju danej działalności) zobligowany jest w ramach swoich obowiązków publikować następujące oświadczenie:

Inwestycje w ramach tego produktu finansowego nie uwzględniają unijnych kryteriów dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej.

Jak na wstępie zostało wskazane, Taksonomia reguluje również obowiązki ujawnieniowe **przedsiębiorstw zobligowanych na mocy art. 19a i 29a dyrektywy 2013/34/UE¹³¹** do publikowania informacji niefinansowych. Podmioty te w swoim oświadczeniu na temat informacji niefinansowych lub w oświadczeniu grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych lub w odrębnym raporcie niefinansowym sporządzonym zamiast tego oświadczenia przedstawiają informacje na temat tego, **w jaki sposób i w jakim stopniu** działalność przedsiębiorstwa jest związana z działalnością gospodarczą, która kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo.

¹³¹ Por. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 roku uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji (Dz. U. UE L z 2021 r. poz. 443, str. 9). Por. też: Dyrektywa Delegowana Komisji (UE) 2023/2775 z dnia 17 października 2023 roku zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE w odniesieniu do dostosowania kryteriów wielkości przedsiębiorstwa dla mikro-, małych, średnich i dużych jednostek lub grup (Dz. U. UE L z 2023 r. poz. 2775).

Przedsiębiorstwa niefinansowe¹³², w tym zakresie zobligowane są ujawniać w szczególności następujące informacje:

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

Natomiast przedsiębiorstwa finansowe zobowiązane są do ujawniania odpowiednich wskaźników w zależności od rodzaju prowadzonej działalności finansowej.

Szczegółowa treść i sposób prezentowania tych informacji – zarówno przez **przedsiębiorstwa finansowe**¹³³, jak i przez **przedsiębiorstwa niefinansowe** – jest określona w rozporządzeniu delegowanym¹³⁴, które (odrębnie dla obu tych kategorii przedsiębiorstw) określa w załącznikach m.in. zawartość kluczowych wskaźników wyników oraz wzory do celów ich ujawniania.

¹³² Zgodnie z definicją art. 1 pkt 9 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2021/2178: „**przedsiębiorstwo niefinansowe**” oznacza przedsiębiorstwo, które podlega obowiązkowi ujawniania informacji określonym w art. 19a i 29a dyrektywy 2013/34/UE i nie jest przedsiębiorstwem finansowym zgodnie z definicją w pkt 8 art. 1 tego rozporządzenia.

¹³³ Zgodnie z definicją art. 1 pkt 8 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2021/2178: „**przedsiębiorstwo finansowe**” oznacza przedsiębiorstwo, które podlega obowiązkowi ujawniania informacji określonym w art. 19a i 29a dyrektywy 2013/34/UE i jest podmiotem **zarządzającym aktywami, instytucją kredytową** zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 6, **firmą inwestycyjną** zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 2 rozporządzenia (UE) nr 575/2013, **zakładem ubezpieczeń** zgodnie z definicją zawartą w art. 13 pkt 1 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE 7 albo **zakładem reasekuracji** zgodnie z definicją zawartą w art. 13 pkt 4 dyrektywy 2009/138/WE.

¹³⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 roku uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji (Dz. U. UE L z 2021 r. poz. 443, str. 9).

4.3. IMPLEMENTACJA NFRD W KRAJOWEJ USTAWIE O RACHUNKOWOŚCI

Dokonując przeglądu podstawowych regulacji dotyczących zagadnień finansowania zrównoważonego rozwoju, należy w tym miejscu szerzej omówić wspomniane powyżej przepisy **art. 19a i 29a, o których mowa w NFRD**¹³⁵, dotyczące obowiązku przygotowania i zawarcia dodatkowo w sprawozdaniu z działalności informacji niefinansowych, tj. oświadczenia na temat informacji niefinansowych lub oświadczenia grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych, lub odrębnego sprawozdania na temat informacji niefinansowych sporządzonego zamiast tego oświadczenia.

Wymienione wyżej przepisy zostały zaimplementowane do polskiego porządku prawnego przepisami **art. 49b i art. 55 ust. 2b ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości**. Co jest istotne, w ustawie o rachunkowości (art. 49b ust. 1 oraz art. 55 ust. 2b w zw. z art. 3 ust. 1e pkt 1–6 ustawy o rachunkowości) ustawodawca krajowy wskazał **krag podmiotów**, które zobligowane są publikować ww. informacje niefinansowe, określając ich formę prawną oraz wskazując **kryteria**, jakie muszą być spełnione, aby podmiot – o określonej formie prawnej – zobligowany był przedstawiać informacje niefinansowe.

Zatem **określenie formy prawnej podmiotów zobowiązanych** do przedstawienia informacji niefinansowych odnosi się do jednostek, o których mowa w art. 3 ust. 1e pkt 1–6¹³⁶ ustawy

¹³⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz. U. UE L z 2013 r. poz. 182, str. 19, z późn. zm.). Por. również: Dyrektywa Delegowana Komisji (UE) 2023/2775 z dnia 17 października 2023 roku zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE w odniesieniu do dostosowania kryteriów wielkości przedsiębiorstwa dla mikro-, małych, średnich i dużych jednostek lub grup (Dz. U. UE L z 2023 r. poz. 2775).

¹³⁶ Katalog jednostek wymienionych w art. 3 ust. 1e pkt 1–6 ustawy o rachunkowości jest następujący:

- 1) jednostki, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 3;
- 2) jednostki zamierzające ubiegać się albo ubiegające się o zezwolenie na wykonywanie działalności na podstawie przepisów, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 3 (Prawo bankowe, przepisy o obrocie papierami wartościowymi, przepisy o świadczeniu usług finansowania społecznego dla przedsięwzięć gospodarczych, przepisy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, przepisy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, przepisy o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych lub przepisy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych), lub wpis do rejestru zarządzających ASI na podstawie przepisów o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi;

o rachunkowości, którymi są: spółki kapitałowe, spółki komandytowo-akcyjne lub takie spółki jawne lub komandytowe, których wszystkimi współnikami ponoszącymi nieograniczoną odpowiedzialność są spółki kapitałowe, spółki komandytowo-akcyjne lub spółki z innych państw o podobnej do tych spółek formie prawnej.

Z kolei **kryteria, których spełnienie skutkuje realizacją obowiązku przedstawienia informacji niefinansowych** w sprawozdaniu z działalności, są następujące¹³⁷: podmiot przez okres dwóch następujących po sobie lat obrotowych powinien przekraczać następujące wielkości:

- 1) 500 osób – w przypadku średniorocznego zatrudnienia w przeliczeniu na pełne etaty oraz
- 2) 85 000 000 zł – w przypadku sumy aktywów bilansu na koniec roku obrotowego lub 170 000 000 zł – w przypadku przychodów netto ze sprzedaży towarów i produktów za rok obrotowy.

W przypadku grup kapitałowych forma prawna podmiotów i kryteria dotyczące określenia poziomów zatrudnienia oraz sumy aktywów bilansu na koniec roku obrotowego lub przychodów netto ze sprzedaży towarów i produktów za rok obrotowy zostały odpowiednio dostosowane oraz wskazane w art. 55 ust. 2b ustawy o rachunkowości.

4.3.1. Zakres informacji niefinansowych wymaganych przez ustawę o rachunkowości

Zakres informacji niefinansowych, jakie zgodnie z art. 49b ust. 2–8 i art. 55 ust. 2b ustawy o rachunkowości jednostka – posiadająca formę prawną oraz spełniająca kryteria, które zostały omówione w pkt 4.3 – powinna publikować, jest następujący:

- 1) zwięzły opis modelu biznesowego jednostki;
- 2) kluczowe niefinansowe wskaźniki efektywności związane z działalnością jednostki;
- 3) opis polityk stosowanych przez jednostkę w odniesieniu do zagadnień społecznych, pracowniczych, środowiska naturalnego, poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji, a także opis rezultatów stosowania tych polityk;

2a) alternatywne spółki inwestycyjne w rozumieniu przepisów o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w tym uprawnionych do posługiwania się nazwą „EuVECA” albo „EuSEF”;

3) emitenci papierów wartościowych dopuszczonych, emitenci zamierzający ubiegać się lub ubiegający się o ich dopuszczenie do obrotu na jednym z rynków regulowanych Europejskiego Obszaru Gospodarczego;

4) emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu;

5) krajowe instytucje płatnicze;

6) instytucje pieniądza elektronicznego.

¹³⁷ Art. 49b ust. 1 ustawy o rachunkowości.

- 4) opis procedur należytej staranności – jeżeli jednostka je stosuje w ramach polityk, o których mowa w pkt 3;
- 5) opis istotnych ryzyk związanych z działalnością jednostki mogących wywierać niekorzystny wpływ na zagadnienia, o których mowa w pkt 3, w tym ryzyk związanych z produktami jednostki lub jej relacjami z otoczeniem zewnętrznym, w tym z kontrahentami, a także opis zarządzania tymi ryzykami.

Przepisy nie określają formy oraz standardów sprawozdawczości, według których informacje niefinansowe mają być sporządzane. Swoboda w tym zakresie została pozostawiona takiej jednostce – możliwe jest zatem skorzystanie z wzorów standardów dostępnych na rynku albo sporządzenie wymaganych informacji przez daną jednostkę w sposób zindywidualizowany – oczywiście z uwzględnieniem wymogów, o których mowa powyżej. W tym zakresie nastąpią zmiany (patrz: pkt 4.3.2).

4.3.2. Sprawozdawczość przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju

16 grudnia 2022 roku została opublikowana Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 roku w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju – CSRD (Dz. U. UE L z 2022 r. poz. 322, str. 15). CSRD skutkuje zmianą m.in. przepisów wprowadzonych poprzednio przez NFRD i wymaga odpowiedniej implementacji w krajowym porządku prawnym i w konsekwencji odpowiednią zmianą wymienionych powyżej przepisów ustawy o rachunkowości. Kolejnym aktem, tj. dyrektywą delegowaną Komisji (UE) 2023/2775 z dnia 17 października 2023 roku zmieniającą dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE w odniesieniu do dostosowania kryteriów wielkości przedsiębiorstwa dla mikro-, małych, średnich i dużych jednostek lub grup¹³⁸, prawodawca unijny doprecyzował kryteria wielkości przedsiębiorstwa dla mikro-, małych, średnich i dużych jednostek lub grup.

Najważniejsze zmiany, jakie wprowadza CSRD oraz wspomniana dyrektywa delegowana z 17 października 2023 roku to m.in. poszerzenie kręgu podmiotów, które będą zobowiązane do publikowania informacji niefinansowych, jak również określenie standardów¹³⁹, według których podmioty są zobowiązane publikować te informacje. W Polsce niezbędne zmiany przepisów wymagane zakresem CSRD zostały wprowadzone do ustawy o rachunkowości¹⁴⁰.

¹³⁸ Dz. U. UE L z 2023 r. poz. 2775.

¹³⁹ Więcej na temat standardów (ang. *European Sustainability Reporting Standards*, ESRS) <https://www.gov.pl/web/finanse/europejskie-standardy-sprawozdawczosci-zrownowazonego-rozwoju-przyjete2> (dostęp 28.07.2025).

¹⁴⁰ Por. ustawa z dnia 6 grudnia 2024 roku o zmianie ustawy o rachunkowości, ustawy o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym oraz niektórych innych ustaw

4.4. ROLA ORGANU NADZORU NAD RYNKIEM FINANSOWYM

Zgodnie z ustawą z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r. poz. 135, z późn. zm.) celem nadzoru sprawowanego przez **Komisję Nadzoru Finansowego** (KNF) jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego. Do KNF należy także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku również przez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku. Cele szczegółowe KNF określone zostały przez ustawodawcę w przepisach regulujących funkcjonowanie poszczególnych segmentów rynku finansowego, w tym m.in. sektora kapitałowego, ubezpieczeniowego i bankowego. Wyjaśnienia wymaga, że uczestnikami rynku finansowego są zarówno podmioty profesjonalne, identyfikowane przepisami ustaw sektorowych: m.in. ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawy Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej czy ustawy o dystrybucji ubezpieczeń, jak i nieprofesjonalni uczestnicy rynku finansowego, tj. nabywcy oraz potencjalni nabywcy oferowanych produktów i usług na rynku finansowym. Należy doprecyzować, że KNF nie posiada uprawnień do zajęcia się sprawą indywidualną w celu znalezienia rozwiązania sprawy skonkretyzowanego nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego¹⁴¹. Jednakże zgłoszenia kierowane do organu nadzoru wykorzystywane są w bieżącej praktyce nadzorczej w celu identyfikowania i eliminowania nieprawidłowości w działalności podmiotów podlegających nadzorowi KNF.

Mając na uwadze tematykę publikacji należy zauważyć, że ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym wskazuje, że nadzór sprawowany przez KNF obejmuje również przestrzeganie przepisów SFDR. KNF zobligowana jest badać, czy podmioty rynku finansowego, o których mowa powyżej, w sposób należyty realizują obowiązki polegające na ujawnianiu informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. Identyfikacja nieprawidłowości skutkować będzie podjęciem przez organ nadzoru działań w celu eliminowania tych nieprawidłowości z rynku, jak również może skutkować podjęciem środków sankcyjnych wobec nadzorowanych podmiotów zobowiązanych.

W przypadku przepisów dotyczących Taksonomii prawodawca unijny zobowiązał państwa członkowskie Unii Europejskiej do wyznaczenia organu, który będzie monitorował przestrzeganie przepisów tej regulacji przez uczestników rynku finansowego oraz nakładał sankcje za nieprzestrzeganie nałożonych obowiązków. Zgodnie ze znowelizowaną w lipcu 2022 roku ustawą o nadzorze nad rynkiem finansowym zadania dotyczące weryfikowania przestrzegania przepisów

(Dz. U. poz. 1863), <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20240001863>, <https://www.gov.pl/web/finanse/ustawa-csrd>, <https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdawczosc-esg--nowe-przepisy-wdrazajace-csrd> (dostęp 28.07.2025).

¹⁴¹ Por. przykładowo zakres zadań Rzecznika Finansowego określony ustawą z dnia 5 sierpnia 2015 roku o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego, o Rzeczniku Finansowym i o Funduszu Edukacji Finansowej (Dz. U. z 2024 r. poz. 1109, z późn. zm.). Strona internetowa Rzecznika Finansowego: <https://rf.gov.pl/> (dostęp 28.07.2025).

objętych Taksonomią przez podmioty sektora finansowego zostały również przyznane Komisji Nadzoru Finansowego¹⁴².

PODSUMOWANIE

Podsumowując, autorzy publikacji mają nadzieję, że przybliży ona inwestorom i innym uczestnikom rynku finansowego zagadnienia związane z finansowaniem zrównoważonego rozwoju oraz z pojęciem ESG. Autorzy chcieliby również, żeby przedstawiona w publikacji wiedza pomogła inwestorom indywidualnym w podejmowaniu świadomych decyzji inwestycyjnych oraz w poszukiwaniu inwestycji, które będą w sposób pozytywny wpływać na środowisko i aspekty społeczne.

Autorzy zachęcają do śledzenia komunikatów poświęconych zagadnieniom zrównoważonego finansowania, publikowanych przez UKNF na stronie internetowej www.knf.gov.pl w specjalnie przeznaczonej do tego celu zakładce pt. *Finansowanie zrównoważonego rozwoju*¹⁴³. Organ nadzoru przedstawia w niej aktualne informacje z obszaru regulacyjnego, jak również przepisy projektowane na forum unijnym oraz odpowiedzi na pytania o tej tematyce, dotyczące zagadnień poruszanych przez uczestników rynku finansowego.

Autorzy rekomendują również zapoznawanie się z informacjami i materiałami publikowanymi przez Ministerstwo Rozwoju i Technologii¹⁴⁴, jak również pracami ustanowionej przez Komisję Europejską platformy do spraw zrównoważonego finansowania, która jest forum doradczo-analitycznym, składającym się z ekspertów i przedstawicieli wybranych instytucji¹⁴⁵.

Należy spodziewać się dalszych regulacji mających na celu angażowanie podmiotów profesjonalnych oraz nieprofesjonalnych odbiorców usług i produktów w inwestycje finansujące zrównoważony rozwój, z uwzględnieniem każdego z omawianych w tej publikacji aspektów: gospodarczego, społecznego i środowiskowego. Działanie takie należy postrzegać jako kolejny krok do zachęcania wszystkich uczestników rynku finansowego do angażowania się w sposób pozytywny w finansowanie zrównoważonego rozwoju oraz do przeciwstawiania się zachodzącym w otoczeniu

¹⁴² Zmiany wprowadzone art. 59 ustawy z dnia 7 lipca 2022 roku o finansowaniu społecznym dla przedsiębiorstw gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz. U. z 2024 r. poz. 984, z późn. zm.).

¹⁴³ Zakładka pt. *Finansowanie zrównoważonego rozwoju* na stronie internetowej KNF: https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Finansowanie_zrownowazonego_rozwoju (dostęp 28.07.2025).

¹⁴⁴ <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/zrownowazony-rozwoj> (dostęp 28.07.2025).

¹⁴⁵ Art. 20 Taksonomii określa kompetencję Komisji Europejskiej do ustanowienia platformy do spraw zrównoważonego finansowania oraz skład, rolę i zadania platformy. Przydatne linki: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_pl; https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance_en (dostęp 28.07.2025).

negatywnym zmianom. Celem obecnych oraz przyszłych wymogów jest i będzie ochrona zasobów środowiska oraz otoczenia, w którym funkcjonują społeczności – nawet jeżeli na podstawie przeprowadzonej obecnie wstępnej oceny działania te nie wydają się teraz widoczne albo są odległe od oczekiwanego celu. Są to działania długoterminowe i często, co należy podkreślić, ich odczuwalny efekt może zostać odnotowany dopiero w dłuższej perspektywie. Dlatego tym bardziej istotna jest świadomość pojawiających się zmian oraz potrzeba podejmowania decyzji dotyczących inwestowania środków finansowych, które będą uwzględniać nie tylko uzyskanie pozytywnego wyniku finansowego, lecz także wiele innych czynników, w tym ESG.

Autorzy mają nadzieję, że inwestorzy indywidualni znajdą w publikacji odpowiedzi na pytania związane z wyborem produktu finansowego oraz podejmowaniem świadomych decyzji inwestycyjnych.

BIBLIOGRAFIA

KSIĄŻKI I ARTYKUŁY NAUKOWE

- 1) Akerlof G.A., Shiller R.J., *Złować frajera: ekonomia manipulacji i oszustwa*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2017.
- 2) Biernacki P., *Raportowanie ESG*, [w:] *Zielone finanse w Polsce*, red. L. Kotecki, 2020, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/10/publikacja_zielone_finance-nowa-wersja.pdf (dostęp 28.07.2025).
- 3) Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, „Business and Society” 1999, t. 38, nr 3.
- 4) Chava S., *Environmental Externalities and Cost of Capital*, Georgia Institute of Technology, Atlanta 2011.
- 5) Clayton A.M.H., Radcliffe N.J., *Sustainability: A Systems Approach*, Earthscan, London 1997.
- 6) Fierla A., Węgrzyn P., Wierzbicka E., *Zrównoważone inwestycje – finansowanie obligacjami i zabezpieczenie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2021.
- 7) Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i European Bank for Reconstruction and Development, *Wytyczne do raportowania ESG – Przewodnik dla spółek notowanych na GPW*, 2021.
- 8) Giovannini E., Linster M., *Measuring Sustainable Development. Achievements and Challenges*, Economic and Social Council, OECD, Geneva 2005.
- 9) Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania: obszerny podręcznik analizy portfelowej*, WIG-Press, Warszawa 1996.
- 10) Hayek F.A., *Droga do zniewolenia*, Wydawnictwo Arcana, Kraków 2015.
- 11) Hołuj A., *Polityka ekologiczna Polski po 1989 roku*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2010, nr 821.
- 12) Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015.
- 13) Jamróz P., *Struktura rynku funduszy społecznie odpowiedzialnych w wybranych krajach europejskich*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 5 (89), cz. 2.
- 14) Janicka M., *Wprowadzenie do problematyki finansów zrównoważonych*, [w:] *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, red. M. Janicka, T. Miziołek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.
- 15) Kahneman D., *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2022.
- 16) Kronenberg J., Bergier T. (red.), *Wyzwania zrównoważonego rozwoju w Polsce*, Fundacja Sendzimira, Kraków 2010.
- 17) Laskowska A., *Zielone obligacje w Polsce – teoria i praktyka*, [w:] *Zielone finanse w Polsce*, red. L. Kotecki, Europejski Kongres Finansowy, Publikacja EKF Online 2020, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/06/ZIELONE_FINANSE_w_POLSCE.pdf (dostęp 28.07.2025).

- 18) Latoszek E., *Koncepcja zrównoważonego rozwoju w teorii i praktyce ONZ*, [w:] *Zrównoważony rozwój a globalne dobra publiczne w teorii i praktyce organizacji międzynarodowych*, red. E. Latoszek, M. Proczek, M. Krukowska, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2016.
- 19) Matczak K., Wojciechowski J., Martysz C., *Inwestowanie zrównoważone w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2019, Zeszyt naukowy 176.
- 20) Mittelstaedt J.D., Shultz C.J., Kilbourne W.E., Peterson M., *Sustainability as Megatrend: Two Schools of Macromarketing Thought*, „Journal of Macromarketing” 2014, 34(3).
- 21) Mosionek-Schweda M., Szmelter M., *Zielone obligacje – nowy instrument finansowania inwestycji polskiego rządu*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018.
- 22) Naisbitt J., Aburdene P., *Megatrends 2000: Ten New Directions for the 1990s*, William & Morrow Company Inc., New York 1990.
- 23) Pniewska K.M., *Spółeczna odpowiedzialność wobec wyzwań sektora bankowego w okresie zawirowań na rynkach finansowych*, [w:] *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, red. A. Alińska, B. Pietrzak, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
- 24) Rebai S., Azaiez M.N., Saidane D., *Sustainable Finance and Sustainable Banking: Conceptualization*, soumis au „Journal of Cleaner Production” 2015.
- 25) Rudnicka A., *CSR – doskonalenie relacji społecznych w firmie*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- 26) Rudzki R., Bieńkowski M., Średzińska K., *Jak dzięki Taksonomii zapewnić zrównoważoną odbudowę europejskiej gospodarki?*, [w:] *Zielone finanse w Polsce*, red. L. Kotecki, 2020, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/10/publikacja_zielone_finance-nowa-wersja.pdf (dostęp 28.07.2025).
- 27) Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, REBIS, Poznań 2014.
- 28) Schoenmaker D., *Investing for the Common Good: A Sustainable Finance Framework*, Bruegel, Brussels 2012.
- 29) Sobolewski M., *Ocena dorobku Światowego Szczytu w sprawie Zrównoważonego Rozwoju w Johannesburgu (WSSD)*.
- 30) Sowell T., *Ekonomia dla każdego: co każdy szanujący się obywatel, wyborca i podatnik powinien wiedzieć o gospodarce*, Fijorr Publishing, Wrocław 2019.
- 31) Stanny M., Czarnecki A., *Zrównoważony rozwój obszarów wiejskich Zielonych Płuc Polski. Próba analizy empirycznej*, Instytut Rozwoju Wsi i Rolnictwa Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 2011.
- 32) Starzeński O., *Analiza rynków finansowych*, C.H.Beck, Warszawa 2011.
- 33) Sun W., Louche C., Perez R., *Finance and Sustainability: Towards a New Paradigm? A Post-crisis Agenda*, 2011.
- 34) Thaler R.H., Sunstein C.R., *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Wydawnictwo Zysk i S-ka, Poznań 2017.
- 35) Torre Olmo B., Cantero Saiz M., Sanfilippo Azofra S., *Sustainable Banking, Market Power, and Efficiency: Effects on Banks' Profitability and Risk*, „Sustainability” 2021, nr 13(3), 1298.

- 36) Trzcińska B., *Unia Europejska wobec agendy na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030 i zmian klimatycznych*, [w:] *Rozważania o przestrzeni i gospodarce*, red. D. Niedziółka, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2020.
- 37) Weber B., Staub-Bisang M., Alfen H.W., *Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP*, Wiley, Chichester 2016.
- 38) Weber O., *Corporate Sustainability and Financial Performance of Chinese Banks*, „Sustainability Accounting, Management and Policy Journal” 2017, nr 3(8).
- 39) Węgrzyn P., *Strategie biznesowe a główne kierunki rozwoju banków komercyjnych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas Zarządzanie” 2020, t. 21, nr 2.
- 40) White C., *Measuring Social and Externality Benefits of Influenza Vaccination*, „The Journal of Human Resources” 2021, t. 56, nr 3.
- 41) Wołowicz T., *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa nową formułą zarządzania*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2004, nr 3.
- 42) Yadav P.L., Han S.H., Rho J.J., *Impact of Environmental Performance on Firm Value for Sustainable Investment: Evidence from Large US Firms*, „Business Strategy and the Environment” 2016, t. 25, nr 6.
- 43) Yip A.W.H., Bocken N.M.P., *Sustainable Business Model Archetypes for the Banking Industry*, „Journal of Cleaner Production” 2018, nr 174.
- 44) Ziolo M., *Finanse zrównoważone – rozwój, ryzyko, rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020.
- 45) *Zrównoważony rozwój w edukacji leśnej*, Lasy Państwowe 2018, https://www.lasy.gov.pl/pl/informacje/publikacje/dla-nauczycieli/zrownowazony-rozwoj-w-edukacji-lesnej/poradnik_educatora.pdf (dostęp 28.07.2025).

REGULACJE PRAWNE

- 1) Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. uchwalona przez Zgromadzenie Narodowe w dniu 2 kwietnia 1997 r., przyjęta przez Naród w referendum konstytucyjnym w dniu 25 maja 1997 r., podpisana przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej w dniu 16 lipca 1997 r. (Dz. U. nr 78 poz. 483, z późn. zm.).
- 2) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz. U. UE z 9.12.2019 L 317, str. 1, z późn. zm.).
- 3) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Dz. U. UE z 22.06.2020 L 198, str. 13).
- 4) Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2631 z dnia 22 listopada 2023 r. w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem (Dz. U. UE L z 30.11.2023).
- 5) Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. Prawo ochrony środowiska (Dz. U. z 2024 r. poz. 54, z późn. zm.).

- 6) Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r. poz. 135, z późn. zm.).
- 7) Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych: Suplement dotyczący zgłaszania informacji związanych z klimatem (Dz. U. UE z 20.06.2019 C 209, str. 1), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN) (dostęp 28.07.2025).

INNE ŹRÓDŁA

- 1) European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, The European Council, The Council, The European Central Bank, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. *Action Plan: Financing sustainable Growth*, 08.03.2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN> (dostęp 28.07.2025).
- 2) European Banking Authority, EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms, EBA/REP/2021/18, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf (dostęp 28.07.2025).
- 3) European Securities and Markets Authority, *TRV – ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 2, 2024.
- 4) International Capital Market Association, *The Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, June 2018, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf> (dostęp 28.07.2025).
- 5) International Telecommunication Union (ITU), *Millennium Development Goals (MDGs)*, <https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/intlcoop/mdg/goals.aspx> (dostęp 28.07.2025).
- 6) International Organization for Standardization, *ISO 26000*, Switzerland 2010.
- 7) Komisja Europejska, *Guidelines on Non-Financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-Related Information*, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)) (dostęp 28.07.2025).
- 8) Komisja Europejska, Komunikat prasowy, *Europejski Zielony Ład: jak do 2050 r. uczynić z Europy pierwszy neutralny dla klimatu kontynent, stymulując gospodarkę, poprawiając stan zdrowia i jakość życia obywateli, dbając o przyrodę i nie pozostawiając w tyle żadnej osoby ani żadnego regionu*, Bruksela 2019.
- 9) Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Zrównoważone finansowanie*, <https://www.gov.pl/web/rozwoj-praca-technologie/zrownowazone-finansowanie> (dostęp 28.07.2025).
- 10) Rabe W., Gorzałczyński A., Pyrka M., Jeszke R., Tobiasz I., Mzyk P., *Polska net-zero 2050: Rola transportu publicznego w świetle pakietu „Fit for 55” i perspektywy roku 2050*, Centrum Analiz Klimatyczno-Energetycznych, Warszawa 2022, https://ios.edu.pl/wp-content/uploads/2022/06/CAKE_Transport_publiczny_27_06_2022_final.pdf (dostęp 28.07.2025).

- 11) *Realizacja Celów Zrównoważonego Rozwoju w Polsce*, Raport przyjęty przez Radę Ministrów 5 czerwca 2018 r., http://unic.un.org.pl/files/259/Polska_VNR_20180615.pdf (dostęp 28.07.2025).
- 12) Sustainable Development Knowledge Platform, *Future We Want – Outcome document*, <https://sustainabledevelopment.un.org/futurewewant.html> (dostęp 28.07.2025).
- 13) The World Bank, *What Are Green Bonds?*, Washington 2015, s. 23, <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/64eb7c52-0df9-5758-94b1-cb165abc9a8f> (dostęp 28.07.2025).
- 14) UN trade & development, *The Costs of Achieving the SDGs 2030*, <https://unctad.org/sdg-costing/about> (dostęp 28.07.2025).
- 15) UNIC Warsaw – ośrodek informacji ONZ w Warszawie, *Agenda 21*, https://www.unic.un.org.pl/johannesburg/info_agenda21.php (dostęp 28.07.2025).
- 16) UNIC Warsaw – ośrodek informacji ONZ w Warszawie, *Zrównoważony rozwój i Cele Zrównoważonego Rozwoju*, <http://www.unic.un.org.pl/strony-2011-2015/zrownowazony-rozwoj-i-cele-zrownowazonego-rozwoju/2860> (dostęp 28.07.2025).
- 17) *Progress Report on Greenwashing*, ESMA, 31.05.2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf (dostęp 28.07.2025).
- 18) *Final Report on Greenwashing*, ESMA, 4.06.2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf (dostęp 28.07.2025).

ISBN 978-83-66322-19-6 (wydanie elektroniczne)
Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
ul. Piękna 20
00-549 Warszawa
tel. (+48) 22 262 58 00
fax (+48) 22 262 51 11
knf@knf.gov.pl
www.knf.gov.pl

