

Wykorzystanie zielonych obligacji oraz zielonych listów zastawnych w realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu

Joanna Muczyńska*

Głównym celem artykułu jest przedstawienie możliwości wykorzystania zielonych obligacji oraz zielonych listów zastawnych jako narzędzi do realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu. Materiał został oparty na analizie źródeł obowiązujących polskich oraz europejskich aktów prawnych i finansowych informacji publicznych, jak również na studium przypadku emisji zielonych obligacji oraz listów zastawnych.

Europejski Zielony Ład został zaprezentowany 11 grudnia 2019 r. jako plan działań umożliwiających bardziej efektywne wykorzystanie zasobów dzięki przejściu na czystą gospodarkę w obiegu zamkniętym, powstrzymaniu zmian klimatu, przeciwdziałaniu utracie różnorodności biologicznej i zmniejszeniu poziomu zanieczyszczeń środowiska. Szczególną uwagę zwrócono na konieczne inwestycje i dostępne narzędzia finansowe. Wyjaśniono również sposób, w jaki można zapewnić sprawiedliwą transformację gospodarczą. Realizacja celów przedstawionych w Europejskim Zielonym Ładzie będzie wymagała znacznych inwestycji finansowych. Szacuje się, że aby osiągnąć cele wyznaczone w zakresie klimatu i energii na okres do 2030 r., konieczne będzie zwiększenie nakładów inwestycyjnych o kwotę 260 mld EUR rocznie, czyli około 1,5% PKB UE z 2018 roku. Tak wysokie inwestycje będą wymagały mobilizacji kapitału pochodzącego zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego (Komisja Europejska 2019). Celem artykułu jest przedstawienie możliwości wykorzystania zielonych obligacji oraz zielonych listów zastawnych jako narzędzi do realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu. Wnioski wskazują, iż biorąc pod uwagę konieczność realizacji strategii Unii Europejskiej w obszarze ochrony środowiska i klimatu, możliwe jest wykorzystanie zielonych obligacji oraz zielonych listów zastawnych jako narzędzi do realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu. Podstawą emisji zielonych obligacji jest realizacja projektów inwestycyjnych z zakresu ochrony środowiska, które są zbieżne z założeniami Europejskiego Zielonego Ładu. Zielone listy zastawne są oparte na zielonych kredytach przeznaczonych na finansowanie energooszczędnych budynków, co również stanowi jeden z filarów Europejskiego Zielonego Ładu.

Słowa kluczowe: Europejski Zielony Ład, zielone obligacje, zielone listy zastawne, zielone fundusze inwestycyjne, ESG.

Nadesłany: 06.08.2021 | Zaakceptowany do druku: 07.04.2021

* **Joanna Muczyńska** – mgr, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski, Polska, <https://orid.org/0000-0002-7385-0220>.

Adres do korespondencji: Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, Polska; e-mail: jmuczyńska@wz.uw.edu.pl.

The Use of Green Bonds and Green Covered Bonds in the Realization of the Principles of the European Green Deal

The main aim of the article is to present the prospect of usage of green bonds and green covered bonds as the implementation tools for the principles of the European Green Deal. The material is based on the analysis of the sources of current Polish and European legal and financial public information acts, as well as the case study on the issuance of green bonds and green covered bonds.

The European Green Deal was presented on December 11, 2019, as an action plan for more efficient use of resources, by transitioning to a clean circular economy, preventing climate change, countering biodiversity loss and reducing pollution. Special attention was given to the necessary investments and available financial tools. The ways of ensuring a fair transformation were also explained. Achieving the goals outlined in the European Green Deal will require significant investment. It is estimated that in order to meet the currently set climate and energy targets for the period until 2030, it is necessary to increase investment outlays by an amount of EUR 260 billion per year, or around 1.5% of 2018 EU GDP. Such investment will require the mobilization of both the public and private sectors. The aim of the article is to analyze the financial instruments in terms of the possibility of associating them with the implementation of the principles of the European Green Deal.

The conclusions of the article indicate that taking into account the necessity to implement the European Union strategy in the field of environmental and climate protection, the use of green bonds and green covered bonds is possible. The basis of green bonds issuance is the realization of investment projects in the field of conservancy which coincide with the European Green Deal goals. Green covered bonds are based on green mortgages intended for financing energy-efficient buildings, which is one of the European Green Deal keystones.

Keywords: European Green Deal, green bonds, green covered bonds, green investment funds, ESG (Environment, Social and Corporate Governance).

JEL: Q5

1. Wstęp

Europejski Zielony Ład (*European Green Deal*) – inaczej znany też jako: EZŁ, *Zielony Ład* lub EGD – jest strategią dla państw Unii Europejskiej w obszarze ochrony środowiska i klimatu. „Jest to nowa strategia na rzecz wzrostu, której celem jest przekształcenie UE w sprawiedliwe i prosperujące społeczeństwo, żyjące w nowoczesnej, zasobooszczędnej i konkurencyjnej gospodarce, która w 2050 r. osiągnie zerowy poziom emisji gazów cieplarnianych netto i w ramach której wzrost gospodarczy będzie oddzielony od wykorzystania zasobów naturalnych” (Komisja Europejska, 2019a). Podstawowym celem Zielonego Ładu jest uzyskanie neutralności klimatycznej państw Unii Europejskiej do 2050 roku. Poprzez neutralność klimatyczną należy rozumieć gospodarkę obojętną dla klimatu, o zerowej emisji gazów cieplarnianych do środowiska naturalnego. Zakłada się, iż osiągnięcie tego celu jest możliwe tylko dzięki nowocze-

snej gospodarce Unii Europejskiej, działającej w obiegu zamkniętym. Rolą Europejskiego Zielonego Ładu jest również „ochrona, zachowanie i poprawa kapitału naturalnego UE oraz ochrona zdrowia i dobrostanu obywateli przed zagrożeniami i negatywnymi skutkami związanymi ze środowiskiem” (Komisja Europejska, 2019a). Autorzy EZŁ przyjmują założenie, że zmiany muszą zachodzić z zachowaniem zasad sprawiedliwości społecznej. Najważniejsze jest dobro człowieka, zachowanie miejsc pracy i zrównoważony rozwój regionów. Istotne będzie zbudowanie zaufania społeczeństwa do nowych polityk wdrażanych na bazie EGD. Bardzo ważne będzie również zbudowanie współpracy pomiędzy instytucjami i organami doradczymi Unii Europejskiej a władzami krajowymi i lokalnymi z udziałem całego społeczeństwa obywatelskiego (Komisja Europejska, 2019a). Do realizacji powyższych założeń, niezbędne będzie podjęcie działań w zakresie pobudzania gospodarki, w szczególności projektów innowacyjnych. Ważne będzie

też znalezienie publicznych i prywatnych źródeł finansowania projektów inwestycyjnych. Celem artykułu jest przedstawienie możliwości wykorzystania zielonych obligacji oraz zielonych listów zastawnych jako narzędzi do realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu.

2. Europejski Zielony Ład – kluczowe założenia

Europejski Zielony Ład wskazuje kilka obszarów strategicznych. Pierwszym z nich jest maksymalizacja efektywności energetycznej, w szczególności w zakresie budownictwa, gdzie ogromne znaczenie będzie miała technologia budownictwa nakierowana na niższe zapotrzebowanie na energię. Obecnie 40% zużycia ogólnego energii jest generowana w istniejących budynkach mieszkalnych i usługowych. Zmniejszenie zapotrzebowania na energię w istniejących budynkach mieszkalnych będzie miało znaczący wpływ na ogólne zapotrzebowanie energetyczne.

Jako kolejny obszar strategiczny wskazana została maksymalizacja wykorzystania odnawialnych źródeł energii (tzw. OZE) oraz wykorzystania elektryczności do pełnej dekarbonizacji dostaw energii w Europie. Za równie istotne zagadnienie Komisja Europejska uważa rozwój elektromobilności. Założono, iż mobilność będzie zeroemisyjna, bezpieczna oraz wzajemnie połączona. Bardzo ważnym elementem strategii mobilności będzie rozwój infrastruktury sieciowej. Poprzez hasło „elektromobilność” rozumiane jest wykorzystanie w transporcie pojazdów elektrycznych i hybrydowych. Ważnym elementem strategii mobilności jest transport publiczny zarówno miejski, jak i dalekobieżny. Pojazdy wykorzystywane w tym celu powinny zostać zmodernizowane przy wykorzystaniu nowych technologii, np. wodorowych. Wskazują, iż znaczna część mieszkańców Europy zamieszkuje

miasta, dlatego duży nacisk będzie się kłaść na rozwój zrównoważonego transportu w miastach. *Inteligentne miasta* to nie tylko projekty atrakcyjne pod względem architektonicznym, lecz także projekty ciągów komunikacyjnych dla transportu publicznego, ścieżki rowerowe, oszczędność w oświetlaniu ulic, energooszczędne budynki oraz promocja usług w obszarze wypożyczania samochodów elektrycznych.

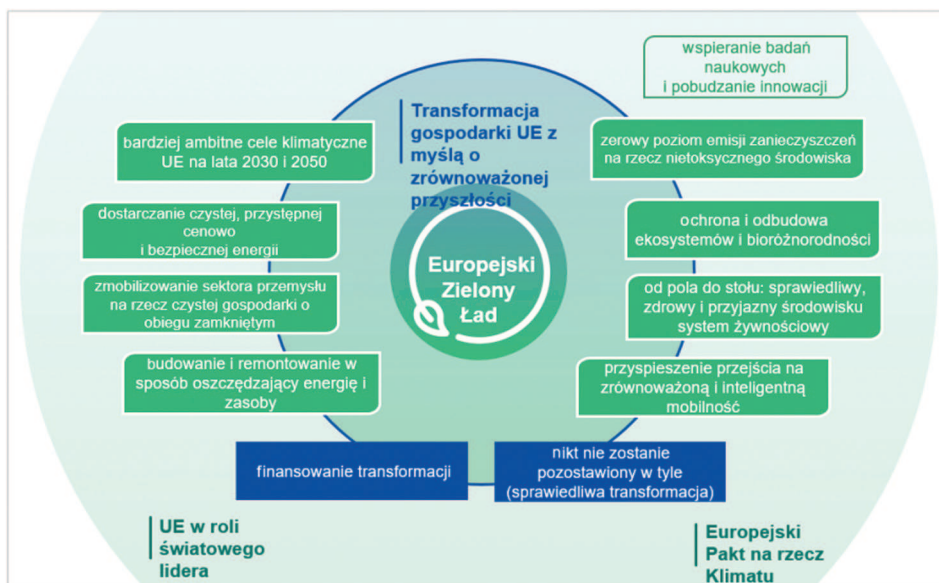
Celem Europejskiego Zielonego Ładu jest budowanie konkurencyjnej gospodarki w obiegu zamkniętym. Mając na względzie powyższe, należy zwrócić szczególną uwagę na recykling i wtórne wykorzystanie materiałów w przemyśle. Konkurencyjność w tym zakresie będzie podnoszona poprzez wdrażanie nowych technologii, cyfryzacji i automatyzacji procesów wytwórczych, technologii czy łańcucha dostaw.

Europejski Zielony Ład wskazuje bioróżnorodność jako jedno ze swych kluczowych założeń. Strategia bioróżnorodności przewiduje przede wszystkim rozwój rolnictwa ekologicznego oraz odbudowę zapewniających bezpieczeństwo żywnościowe ekosystemów, pod względem jakości, różnorodności oraz ilości. Opracowana strategia *od pola do stołu* zakłada wprowadzenie zrównoważonego systemu żywnościowego w Europie, który będzie oparty na zdrowej, niekorzystającej z antybiotyków, nawozów czy pestycydów, różnorodnej żywności. Strategia zakłada przystępność cenową, a także sprawiedliwe wynagrodzenie dla wszystkich uczestników procesu wytwórczego.

Ostatni cel EGD to rozwiązanie problemu pozostałych emisji CO₂, za pomocą wychwytywania i składowania dwutlenku węgla (CCS), dzięki wykorzystaniu technologii pozwalającej na jego odfiltrowanie oraz późniejsze bezpieczne składowanie.

Rysunek 1 przedstawia opisane powyżej założenia Europejskiego Zielonego Ładu, przy uwzględnieniu wszystkich kluczowych obszarów strategicznych.

Rysunek 1. Założenia Europejskiego Zielonego Ładu



Źródło: Europejski Zielony Ład, Komunikat Komisji Europejskiej, Bruksela, 11.12.2019, COM(2019) 640.

Do osiągnięcia celów strategicznych Europejskiego Zielonego Ładu potrzebnych jest wiele działań w zakresie pobudzenia gospodarki, w szczególności projektów innowacyjnych oraz zapewnienie ich finansowania. Wdrożenie długoletnich mechanizmów finansujących pochodzących zarówno ze środków publicznych, jak i prywatnych, pozwoli na realizację założonych wyzwań z uwzględnieniem aspektów społecznych.

Na posiedzeniu Rady Unii Europejskiej w lipcu 2020 r. ustalono, iż „działania w dziedzinie klimatu zostaną włączone do głównego nurtu polityk i programów finansowanych w ramach WRF¹ i NGEU²”. Ogólny cel w zakresie klimatu wynoszący 30%, będzie miał zastosowanie do łącznej kwoty wydatków z WRF i NGEU i zostanie odzwierciedlony w stosownych celach w przepisach sektorowych. Powinny być one zgodne z założeniem, polegającym na osiągnięciu przez UE neutralności klimatycznej do 2050 r. i przyczyniać się do osiągnięcia nowych unijnych celów w zakresie klimatu na 2030 (Rada Europejska, 2020).

3. Sposoby finansowania Europejskiego Zielonego Ładu

Mechanizm sprawiedliwej transformacji oparty jest na trzech filarach: Funduszu Sprawiedliwej Transformacji, InvestEU oraz instrumentach pożyczkowych i gwarancyjnych Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Fundusz na rzecz Sprawiedliwej Transformacji jest mechanizmem dotacyjnym, który będzie dysponował kwotą 40 mld EUR. Z kolei program InvestEU oparty jest na gwarancjach UE w wysokości ok. 26 mld EUR, z przeznaczeniem na wspieranie projektów inwestycyjnych. Europejski Bank Inwestycyjny został natomiast wyznaczony do odgrywania roli Europejskiego Zielonego Banku, który będzie realizował politykę Zielonego Ładu.

Wypełnienie założeń Zielonego Ładu będzie wymagało intensyfikacji działań przedsiębiorstw w zakresie inwestycji. Aby je móc efektywnie realizować, potrzebne będą środki finansowe, pochodzące ze źródeł UE, ale również ze źródeł prywatnych. Finansowanie inwestycji będzie mogło się odbywać zarówno przez instrumenty dota-

cyjne, dłużne jak i kapitałowe. Na rynku polskim na dzień dzisiejszy nie istnieją rozwiązania prawne, które jednoznacznie definiują instrumenty o „zielonym” charakterze. Niemniej coraz częściej można spotkać instrumenty, w szczególności o charakterze dłużnym, które w nazwie wyróżniają „zieloność” – zielone obligacje korporacyjne oraz zielone listy zastawne.

Zielone instrumenty finansowe

Pojęcie „instrumentu finansowego” zostało zdefiniowane w ustawie o rachunkowości. Zgodnie z definicją tam zawartą, przez instrument finansowy rozumie się kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron kontraktu i zobowiązania finansowego lub instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron. Warunkiem kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jest fakt wynikania z niego skutków gospodarczych (Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 17 grudnia 2020 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o rachunkowości, Dz.U. 2021, poz. 217). Pojęcie to może być również charakteryzowane zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi. W odniesieniu do sfery rynku kapitałowego, instrumenty finansowe dzieli się na papiery wartościowe oraz niebędące papierami wartościowymi: tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego, opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne (Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005 Nr 183, poz. 1538). Papiery wartościowe dzielone są na udziałowe papiery wartościowe oraz dłużne papiery wartościowe. Udziałowe papiery wartościowe odzwierciedlają wniesiony kapitał i prawo do współwłasności majątku emitenta. Dłużne papiery wartościowe wskazują na istnienie zobowiązania dłużnego, które posiada emitent względem posiadacza papieru wartościowego.

Zielone obligacje

Wśród dłużnych papierów wartościowych wyróżnia się między innymi obligacje. Mają one charakter dłużny, zdefiniowany w ustawie o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 roku. Tego typu dokument potwierdza zobowiązanie emitenta obligacji do spełnienia określonego świadczenia pieniężnego

wobec jej posiadacza, w określonym czasie, za ustalonym wynagrodzeniem. W literaturze przedmiotu uznaje się, iż obligacja łączy specyfikę kredytu z funkcją oszczędzania, gdzie kwota lokaty inwestora jest nierozzerwalna z wartością długu eminentna (Pawłowski, 2015). Należy zwrócić uwagę, iż w prawodawstwie polskim nie ma jednoznacznej definicji zielonych obligacji, pomimo że termin jest szeroko używany przez gremia branżowe i finansowe. Są one uznawane za obligacje tematyczne, tak jak obligacje kolejowe, wojenne czy autostradowe (Niedziółka, 2021). Według praktyki rynkowej przyjęto, iż celem emisji zielonych obligacji jest realizacja projektów inwestycyjnych z zakresu ochrony klimatu i środowiska. Obowiązujące normy prawne określają zawartość dokumentacji formalnej, w tym warunków emisji obligacji: konieczność określenia ich rodzaju, charakterystykę emitenta, wartość nominalną i maksymalną, liczbę obligacji proponowanych do nabycia, opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji, wysokość tych świadczeń, a także termin, miejsce i sposób ich spełniania, jak również informację o ustanowionych zabezpieczeniach. Jeśli przewidywane jest oprocentowanie obligacji, warunki emisji powinny określać wysokość oprocentowania (Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2021, poz. 187). Warunki emisji powinny określać również cel emisji. Obligacje zostaną uznane za zielone obligacje, jeżeli emitent wskaże jako cel emisji finansowanie inwestycji związanych z ochroną klimatu lub ochroną środowiska. J. Marszałek i K. Daszyńska-Zygadło w pozycji „Charakterystyka globalnego rynku obligacji klimatycznych” wskazują na szerokie rozumienie kategorii zielonych instrumentów finansowych, emitowanych w celu finansowania różnorodnych zielonych projektów, których nie można określić jednoznacznie. Przez zielone rozumiane są zarówno te projekty, które realizują założenia gospodarki nieskoemisyjnej oraz odpornej na zmiany klimatu, jak i te, które w długim terminie mają powstrzymać zmiany klimatyczne i środowiskowe (Marszałek i Daszyńska-Zygadło, 2016).

Instytucja Certyfikująca International Capital Market Association ICMA wskazuje w dokumencie: „Green Bond Principles 2018 – Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji zielonych obligacji”,

iz zielone obligacje to obligacje, z których wpływy wykorzystywane są wyłącznie do pełnego lub częściowego finansowania bądź refinansowania nowych lub istniejących projektów, które zaliczają się do projektów zielonych. Uznaje się, iż dokumentacja emisyjna powinna zawierać szczegółowy opis przeznaczenia pozyskanych środków finansowych w wyniku emisji zielonych obligacji. W szczególności, powinna zawierać opis projektów, na które pozyskiwane jest finansowanie poprzez emisję obligacji. Projekty te powinny wyróżniać się charakterem ekologicznym, służyć ochronie środowiska lub klimatu. Emitent powinien przedstawić kryteria oceny i realizacji przyjętych do realizacji projektów ekologicznych (ICMA, 2018). Prospekt emisyjny zielonych obligacji powinien zawierać informacje o celu emisji, jakim w tym przypadku powinna być ochrona środowiska. ICMA zwraca szczególną uwagę na kluczową rolę rozwoju rynku zielonych obligacji w kontekście finansowania ekologicznych projektów zrównoważonego rozwoju.

Za zrównoważony rozwój uważa się taki, który zaspokaja bieżące potrzeby obecnych pokoleń, przy poszanowaniu zaspokajania potrzeb następnymi pokoleń (Zioło, 2020). Finansowanie zrównoważonego rozwoju jest istotne w długim okresie, z punktu widzenia klimatycznego, społecznego i ekonomicznego. Inwestorzy co raz częściej opierają decyzje inwestycyjne na analizach czynników nie tylko finansowych, lecz także niefinansowych. Za czynniki niefinansowe uznaje się czynniki środowiskowe, społeczne oraz ładu korporacyjnego, zwane ESG (*Environment, Social, Governance*). W literaturze przedmiotu (Zioło, 2020) zwraca się uwagę na odpowiedzialne inwestowanie. Odpowiedzialne inwestowanie jest ukierunkowane na uwzględnianie czynników ESG w celach inwestycyjnych. Priorytetem odpowiedzialnego inwestowania jest zarządzanie ryzykiem inwestycyjnym oraz generowanie zrównoważonych zwrotów z kapitału w długim okresie, w zakresie korzyści środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego. Inwestorzy kierują się krótkoterminowym zyskiem finansowym z inwestycji, ale również biorą pod uwagę długoterminowe korzyści klimatyczne i społeczne.

Emitenci zielonych obligacji

Zielone obligacje mogą być emitowane przez korporacje i przedsiębiorstwa pry-

watne, przedsiębiorstwa państwowe, instytucje rządowe oraz jednostki samorządu terytorialnego. Każdy z wymienionych emitentów może i powinien w swojej działalności identyfikować potrzeby finansowania inwestycji o charakterze środowiskowym. Każdy zatem może być emitentem zielonych obligacji, w przypadku potrzeby pozyskania środków na finansowanie zielonych projektów. Prywatni emitenci korporacyjni poprzez emisje obligacji pozyskują środki na finansowanie potrzeb związanych z ich działalnością podstawową lub rozwojową. M. Grabowski oraz L. Kotecki w publikacji „Zielone obligacje w Polsce Przewodnik dla Emitenta” wskazują, iż 2019 r. wykorzystanie środków z emisji zielonych obligacji przedstawiało się następująco: „31% energia, 30% budynki, 20% transport, 9% woda, 4% odpady, 3% zagospodarowanie terenu, 3% pozostałe (Grabowski i Kotecki, 2020).

Istnieje kilka argumentów przemawiających za przeprowadzaniem emisji zielonych obligacji. Najistotniejszym z nich jest potencjalnie niski koszt pozyskania kapitału dla realizacji zielonych projektów. Ważnym jest również możliwość pozyskania dużych kwot kapitału na inwestycje środowiskowe. Inwestorzy bowiem w coraz większym stopniu cenią inwestycje odpowiedzialne społecznie. „Bycie liderem: w najbliższej przyszłości wśród liderów rozwoju będą z pewnością emitenci zielonych obligacji. Mogą zachęcać innych do udziału w tego rodzaju projektach i budować reputację innowacyjnej finansowo [...]” (Grabowski i Kotecki, 2020).

W literaturze przedmiotu istotne miejsce zajmują kwestie ryzyka klimatycznego, generujące dodatkową niepewność dla inwestorów prywatnych. Dlatego też zwraca się szczególną uwagę na potrzebę emisji zielonych obligacji przez jednostki publiczne lub międzynarodowe organizacje finansowe (Marszałek i Daszyńska-Zygadło, 2016). Istotnym instrumentem finansowym są zielone obligacje skarbowe oraz komunalne. W zakresie emisji zielonych obligacji rządowych, Polska jest uznawana za pioniera rynku. Rząd polski wyemitował pierwsze zielone obligacje w grudniu 2016 roku. Kolejne emisje zielonych obligacji rządowych miały miejsce w 2018 r. i 2019 roku. Cele emisji oparte były na wytycznych zawartych w dokumencie wydanym przez Ministerstwo Finansów:

„Green Bond Framework” (Ministerstwo Finansów, 2016). Dokument wskazuje, iż środki pozyskane z emisji obligacji powinny być przeznaczone na realizację projektów, które promują przejście na niskoemisyjną gospodarkę, w tym łagodzenie zmian klimatu. Projekty muszą być zakwalifikowane do takich sektorów, jak: energia odnawialna, bezemisyjny transport, zrównoważone rolnictwo, zalesianie, parki narodowe lub rekultywacja gruntów. Niewątpliwie w obszarze publicznych zielonych finansów pozostaje wiele luk do wykorzystania. S. Skuza oraz A. Modzelewska w publikacji „Zielone finanse publiczne w Polsce. Stan obecny i autorskie propozycje zmian” analizują potrzeby finansowania rządowych projektów z zakresu ochrony środowiska poprzez emisję zielonych obligacji rządowych, a także poprzez utworzenie rynku zielonych funduszy inwestycyjnych. Dzisiejszy stan prawny nie przewiduje inwestycji środków budżetowych w fundusze inwestycyjne, w tym w zielone fundusze inwestycyjne. Rozwiązaniem byłoby wprowadzenie do polskiej legislacji możliwości powstawania funduszy łączących kapitał publiczny i prywatny w celu realizacji zielonych inwestycji (Skuza i Modzelewska, 2020). Zielone fundusze inwestycyjne, kierowane do prywatnych inwestorów działają na polskim rynku i mogą stanowić jeden z instrumentów finansowych realizujących zadań Zielonego Ładu.

Zielone listy zastawne

W polskim prawodawstwie istnieją szczegółowe rozwiązania dla pozyskiwania kapitału przez banki hipoteczne – listy zastawne. Hipoteczne listy zastawne są papierami wartościowymi zdefiniowanymi w ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Podstawę emisji listów zastawnych stanowią wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami. Poprzez emisję listów zastawnych bank hipoteczny zobowiązuje się wobec klientów do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych (Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 13 lutego 2020 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. 2020 poz. 415). I tak jak w przypadku obligacji, nie istnieje jednoznaczna definicja zielonych listów zastawnych w prawie polskim. Jednak na rynkach finansowych używa się pojęcia

„zielonych listów zastawnych”, których przeznaczeniem jest pozyskanie przez bank hipoteczny środków na akcje kredytową, skierowaną na finansowanie ekologicznych kredytów hipotecznych. Za takie kredyty uważa się kredyty mieszkaniowe, które są udzielane na finansowanie nieruchomości na rynku pierwotnym lub wtórnym, które spełniają kryteria budynków efektywnych energetycznie lub spełniają inne kryteria związane z oszczędnością energii. W takim przypadku, bank przygotowuje specjalną ofertę kredytów hipotecznych dla finalnych klientów, określając szczegółowe wymogi, jakie musi spełniać dana nieruchomość. Aby zaciągnąć kredyt, klient ma obowiązek spełniać warunki zdolności kredytowej zgodne z wymogami prawa bankowego, ale również zobowiązany jest dostarczyć do banku dokumenty poświadczające spełnienie warunków efektywności energetycznej nieruchomości.

W Europie działalność rozwija organizacja European Mortgage Federation – European Bond Council (EMF-ECBC), która w 2020 r. utworzyła znak jakości Energy Efficient Mortgage Label [„EMML”]. Znak Energy Efficient Mortgage Label jest przyznawany finansowaniu energooszczędnych nieruchomości mieszkaniowych. „Energy Efficient Mortgage Label (EEML) to jasny i przejrzysty znak jakości dla konsumentów, kredytodawców i inwestorów, mający na celu identyfikację energooszczędnych kredytów hipotecznych (EEM) w portfelach instytucji kredytowych, które mają na celu sfinansowanie zakupu, budowy lub remontu budynków mieszkalnych (jednorodzinnych i wielorodzinnych) i komercyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem charakterystyki energetycznej budynku (EEM Label, b. d.). EEML może być wykorzystywany przez instytucje emitujące listy zastawne, do oznaczenia emitowanych listów zastawnych jako zielone. Tworząc znak EEML, jego twórcy mieli na uwadze, iż będzie on służył realizacji rozwoju strategii Europejskiego Zielonego Ładu. Znak EEML tworzy standardy regulacyjne oraz najlepsze praktyki rynkowe. Zgodnie z podanymi informacjami: „Europejskie rynki kredytów hipotecznych [...] mają potencjał, aby pobudzić poprawę efektywności energetycznej zasobów budynków w UE i zwiększyć skalę strategii UE w zakresie renowacji [...]. Mając na uwadze Zielony Ład UE, to z kolei ożywi rynek

pracy, tworząc 18 miejsc pracy na każdy 1 milion EUR zainwestowany w modernizację zielonych budynków i przyczyni się do osiągnięcia kluczowych celów społeczno-politycznych poprzez zwalczanie ubóstwa energetycznego [...]”. (EEM Label, b. d.). W 2021 r. do EEML przystąpiło 14 instytucji finansowych z 14 krajów UE m.in. Alpha Bank Romania (Rumunia), Banca Nazionale del Lavoro (Włochy), Banco BPM SpA (Włochy), BNP Paribas Fortis (Belgia), Union de Creditos Inmobiliarios (Hiszpania), Swedbank AB (Szwecja), PKO Bank Hipoteczny SA (Polska), OP Mortgage Bank (Finlandia) i inne.

Case study

Przykład emisji zielonych obligacji na rynku polskim, stanowi emisja obligacji spółki Cyfrowy Polsat S.A. Firma przeprowadziła emisję zielonych obligacji w styczniu 2020 roku. Zgodnie z informacjami zawartymi w dokumentach emisyjnych celem emisji było: „refinansowanie poniesionych przez Emitenta i spółki zależne Emitenta w latach 2017–2019 kosztów związanych z poprawą efektywności energetycznej i obniżeniem wykorzystania ilości komponentów elektronicznych, a w efekcie redukcją śladu węglowego Emitenta i jego spółek zależnych, zgodnie z Green Bond Framework dostępną na stronie internetowej Emitenta, pozytywnie zweryfikowaną w formie niezależnej opinii eksperckiej (Second Party Opinion), pod kątem zgodności z Green Bond Principles 2018” (Obligacje/Grupa Polsat Plus, b. d.).

25 marca 2021 r. Cyfrowy Polsat opublikował czwarty „Raport Społecznej Odpowiedzialności Grupy Polsat 2020”, zgodnie ze standardem Global Reporting Initiative w opcji Core oraz znowelizowaną ustawą o rachunkowości. Raport przedstawia realizację celów zrównoważonego rozwoju określone przez ONZ, a także działania Grupy Polsat w zakresie bezpieczeństwa, pomocy dzieciom, edukacji, promocji sportu oraz edukacji prośrodowiskowej. W raporcie zaprezentowano 58 dobrych praktyk – projektów, które wpisują się w realizację konkretnych zadań do wybranych celów ONZ. Najistotniejsze informacje oraz wskaźniki ESG zaprezentowano z wykorzystaniem międzynarodowych wytycznych GRI (Global Reporting Initiative) (Grupa Kapitałowa Cyfrowy Polsat, 2021).

Raport zawiera szczegółowe informacje na temat emisji oraz wykorzystania środków finansowych pozyskanych z emisji zielonych obligacji. Zgodnie z podanymi informacjami środki w wysokości 1 miliarda PLN zostały przeznaczone na refinansowanie inwestycji prośrodowiskowych, dotyczących m.in. poprawy efektywności energetycznej oraz zmniejszenia śladu węglowego związanego z produkowanymi przez Cyfrowy Polsat urządzeniami elektronicznymi. Środki z emisji obligacji zostały przeznaczone na refinansowanie wydatków poniesionych m.in. na modernizację i unowocześnienie infrastruktury telekomunikacyjnej w obszarze efektywności energetycznej. W szczególności środki z emisji obligacji zostały przeznaczone na: zastąpienie starych, energochłonnych rozwiązań technologii 2 i 3G nowoczesną technologią 4G LTE, która ma potencjał do zmniejszenia zużycia energii elektrycznej w sieci, w relacji do ilości transferowanych danych. Pozyskane kapitały zostały wykorzystane również na modernizację i zastąpienie przestarzałych elementów infrastruktury stacjonarnej, jak np. technologii miedzianej przez światłowodową, co pozwala na szybszą transmisję danych na dłuższych dystansach, wymaga mniej prac utrzymaniowych i pozwala na zmniejszenie zużycia energii. Ponadto z pozyskanych środków finansowych zrealizowano inwestycje w energooszczędne rozwiązania wspierające, jak np.: systemy chłodzące, inteligentne oświetlenie, optymalizację magazynowania energii, wirtualne serwery, systemy uczące się i sztuczną inteligencję (Grupa Kapitałowa Cyfrowy Polsat, 2021).

Cele emisji obligacji wskazane w powyższym przykładzie jednoznacznie referują do finansowania zielonych projektów związanych z ochroną środowiska i klimatu. Powyższy przykład obrazuje możliwość wykorzystania emisji zielonych obligacji do realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu. Jak wyżej wspomniano, główne cele EZŁ to maksymalizacja efektywności energetycznej, rozwój elektromobilności oraz budowanie gospodarki w obiegu zamkniętym. Firma Cyfrowy Polsat wykorzystywała więc emisję zielonych obligacji do finansowania projektów prośrodowiskowych.

Bank PKO Bank Hipoteczny S.A. w 2019 r. przeprowadził dwie emisje zielonych listów zastawnych w kwocie

250 mln PLN. Prospekty Emisyjne informują, iż listy zastawne zostały wyemitowane zgodnie z „PKO Bank Hipoteczny SA Green Covered Bond Framework (PKO)”. Zgodność zasad PKO z Zasadami The Green Bond Principles - GBP, została potwierdzona opinią agencji Sustainalytics, tzw. *second party opinion*. Dzięki pozyskanym środkom z emisji, bank mógł sfinansować akcję kredytową opartą na finansowaniu projektów związanych z energooszczędnym budownictwem mieszkaniowym oraz zrefinansować nabycie wierzytelności wynikających z udzielonych kredytów na efektywnie energetyczne nieruchomości. Emisja listów zastawnych PKO Bank Hipoteczny S.A. wyróżniła się dużą nadsubskrypcją, pozwalając bankowi na pozyskanie oczekiwanych środków finansowych (Niedziółka, 2021). Co roku bank przedstawia raport z informacją o korzyściach klimatycznych wynikających z inwestycji w zielone listy zastawne, w tym o szacunkowych rocznych oszczędnościach energii w MWh oraz szacunkowych rocznych oszczędnościach w emisji gazów cieplarnianych w tonach CO₂.

Zaprezentowany przykład pokazuje możliwość emisji zielonych listów zastawnych w oparciu o zielone kredyty hipoteczne związane z budownictwem energooszczędnym. Efektywność energetyczna, która jest celem Europejskiego Zielonego Ładu była zatem podstawą emisji zielonych listów zastawnych.

4. Podsumowanie

„Aby odpowiedzieć na długoterminowe potrzeby finansowe związane z procesem transformacji, w ramach planu inwestycyjnego na rzecz zrównoważonej Europy, Komisja wraz z odpowiednimi partnerami będzie nadal poszukiwać dodatkowych źródeł i innowacyjnych sposobów finansowania” (Komisja Europejska, 2019a). Strategiczne znaczenie w finansowaniu zielonych projektów będzie miał sektor prywatny. Instytucje europejskie będą musiały stworzyć regulacje prawne, aby zachęcać sektor prywatny do prowadzenia długofalowych inwestycji finansowych, w których ważny będzie nie tylko zysk finansowy, lecz także ochrona środowiska i klimatu. W badaniach ankietowych, w których badano świadomość funkcjonowania oraz planów dotyczą-

cych *green bonds* wśród emitentów obligacji, którzy wprowadzili do obrotu giełdowego na rynku Catalyst tradycyjne obligacje korporacyjne wykazano, iż emitenci prywatni wykazują rosnące zainteresowanie tematyką zielonych obligacji (Gemra, 2021). Literatura przedmiotu wskazuje, iż zielone obligacje i zielone listy zastawne odgrywają coraz większą rolę w finansowaniu projektów przeciwdziałających zmianom klimatu. Środki pozyskane z emisji zielonych obligacji są przeznaczane głównie na finansowanie projektów związanych z transportem zeroemisyjnym, produkcją czystej energii oraz energooszczędnym budownictwem. Liderami emisji zielonych obligacji są USA i Chiny, obejmujące łącznie ok. 40% rynku. Wartość rynku zielonych obligacji z roku na rok wzrasta. W 2017 r. wartość rynku szacowana była na 162,1 mld USD, w 2018 r. – na 167,3 mld USD, natomiast na 2019 r. – na 250 mld USD (Zioło, 2020).

Podsumowując, w celu pozyskania środków finansowych na realizację projektów inwestycyjnych mogą być wykorzystane zielone instrumenty finansowe, takie jak zielone obligacje oraz zielone listy zastawne. Obrazują to przytoczone case study, w których zielone instrumenty finansowe są emitowane w oparciu o realizację zielonych projektów. W przypadku zielonych obligacji emitenci finansują za pomocą pozyskanych środków finansowych: projekty z zakresu ochrony środowiska, powstrzymania zmiany klimatu oraz zmniejszenia poziomu zanieczyszczeń środowiska. W przypadku listów zastawnych natomiast emisje oparte są na zabezpieczeniu w postaci zielonych kredytów hipotecznych, w których podstawą jest oszczędność energetyczna. W obydwu przypadkach środki finansowe służą finansowaniu i rozwojowi projektów inwestycyjnych nakierowanych na ochronę środowiska. Biorąc pod uwagę, iż zmiany klimatyczne stały się priorytetem działań rządów i inwestorów prywatnych na całym świecie, można przyjąć, że zielone obligacje oraz zielone listy zastawne mogą być wykorzystywane do realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu.

Przypisy

- ¹ Wieloletnie Ramy Finansowe na lata 2021–2027.
- ² Europejski Instrument na rzecz Odbudowy, określany jako Next Generation EU.

Bibliografia

- Banaszczak-Soroka, U. (2019). *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*. C.H. Beck.
- Bień, W. (2008). *Rynek papierów wartościowych*. Difin.
- Dziawgo, L. (2010). *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Dżuryk, A. (2020). *Rola listów zastawnych w zwiększeniu stabilności polskiego systemu finansowego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Energy Efficient Mortgage Label. (b.d.). <https://www.energy-efficient-mortgage-label.org>.
- Gemra, K. (2021). Świadomość funkcjonowania green bonds na polskim rynku obligacji korporacyjnych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 61(4), 30–38. <https://doi.org/10.33119/KNoP.2021.61.4.3>.
- Grabowski, M. & Kotecki, L. (2020). *Zielone obligacje w Polsce. Przewodnik dla Emienta*. Instytut Odpowiedzialnych Finansów.
- Grupa Kapitałowa Cyfrowy Polsat (2021). *Raport Społecznej Odpowiedzialności Grupy Polsat 2020*. https://grupapolsat.pl/sites/default/files/documents/2021/24.03.2021_raport_spolecznej_odpowiedzialnosci_gcp.pdf
- Grupa Polsat Plus. (b. d.). *Obligacje*. <https://grupapolsatplus.pl/pl/relacje-inwestorskie/obligacje>
- International Capital Market Association ICMA (2018). *Green Bond Principles 2018 – Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji*. https://www.google.com/url?sa=t&rtct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiVnPKpv775AhXi-yoKHT9xCsgQFnoECAIQAAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FRegulatory%2FGreen-Bonds%2FTranslations%2F2018%2FPolish-GBP2018-06.pdf&usg=AOvVaw3s_N8F6XgyL5oaR6Mt-wXZ.
- The International Capital Market Association. (2021, Luty). *ICMA – Quarterly newsletter from the Green & Social Bond Principles*. <https://www.icmagroup.org/Emails/ICMA-events/2021/02/25/icma-quarterly-newsletter-from-gsbp.html#Sustainable%20bond%20market%20highlights>.
- Jajuga, K., Zabawa, J. & Daszyńska-Żygadło, K. (2020) *Finansowanie inwestycji w energię odnawialną przez polskie banki*. Raport Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości. <https://pab.wib.edu.pl/finansowanie-inwestycji-w-energetyce-odnawialna-przez-polskie-banki/>.
- Komisja Europejska (2019). *Komunikat Komisji Europejskiej „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”*. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/ip_19_6691.
- Komisja Europejska (2019a). *Komunikat Komisji Europejskiej, Europejski Zielony Ład*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640>.
- KPMG. (2021). *Perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce*. KPMG, Ministerstwo Finansów. <https://home.kpmg/pl/pl/home/insights/2021/12/raport-perspektywy-rozwoju-rynku-zielonych-obligacji-w-polsce.html>.
- Marszałek, J. & Daszyńska-Żygadło, K. (2016). Charakterystyka globalnego rynku obligacji klimatycznych. *Finanse, Rynku, Ubezpieczenia*, 4(82/1), <https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-78>.
- Marszałek, J. & Kuna-Marszałek, A. (2018) Obligacje zielone – trendy i perspektywy rozwoju. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, 52(4), 39–47. <http://dx.doi.org/10.17951/h.2018.52.4.39-47>.
- Michalak, A. (2007). *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*. PWN.
- Ministerstwo Finansów. (2016). *The State Treasury of the Republic of Poland, represented by the Minister of Development and Finance Green Bond Framework 5th December 2016*. <https://www.gov.pl/web/finanse/emisje>.
- Niedziółka, P. (2021). *Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości. Finansowanie projektów ładowej energetyki wiatrowej oraz fotowoltaicznej w Polsce w wykorzystaniu metody project finance*. Difin.
- Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 13 lutego 2020 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Dz.U. 2020 poz. 415. <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20200000415>.
- Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 17 grudnia 2020 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o rachunkowości. Dz.U. 2021 poz. 217. <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20210000217>.
- Pawłowski, M. (2015). *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*. CeDeWu.
- Pietrasik, A. & Rykowski, R. (2000). *Hipoteczny list zastawny*. Zakamycze.
- PKO Bank Hipoteczny S.A. Informacja o wynikach oferty hipotecznych listów zastawnych serii 12 emitowanych przez PKO Bank Hipoteczny S.A. https://www.pkobh.pl/media_files/e276b24d-04df-4e09-8847-95469b4724f5.pdf.
- PKO Bank Hipoteczny S.A. Informacja o wynikach oferty hipotecznych listów zastawnych serii 13 emitowanych przez PKO Bank Hipoteczny S.A.

- https://www.pkobh.pl/media_files/319469f5-15ba-4972-a838-112ab1b01ae0.pdf.
- PKO Bank Hipoteczny S.A. Ostateczne Warunki Emisji – data opublikowania 06.06.2019 r. https://www.pkobh.pl/media_files/04df8d7c-c5bd-4054-ac70-f3e254f3a221.pdf.
- PKO Bank Hipoteczny S.A. Ostateczne Warunki Emisji – data opublikowania 28.11.2019 r. https://www.pkobh.pl/media_files/d1c99301-5661-4500-849a-6eb34425bbfd.pdf.
- PKO TFI S.A. (b.d.). *Subfundusz PKO Ekologii i Odpowiedzialności Społecznej Globalny*. <https://www.pkotfi.pl/fundusze-inwestycyjne/fundusze-inwestycyjne-otwarte/subfundusz-ekologii-i-odpowiedzialnosci-spolecznej-globalny/>.
- Raczkowski, K. & Ziolo, M. (2017). *Strefa finansowania wobec wyzwań zrównoważonego rozwoju*. CeDeWu.
- Rada Europejska. (2020). Nadzwyczajne posiedzenie Rady Europejskiej (17, 18, 19, 20 i 21 lipca 2020 r.) – Konkluzje. <https://www.consilium.europa.eu/media/45127/210720-euco-final-conclusions-pl.pdf>.
- Skuz, S. & Modzelewska, A. (2020). Zielone finanse publiczne w Polsce. Stan obecny i autorskie propozycje zmian. *Zeszyty prawnicze*, 1(65), 9–29. <http://dx.doi.org/10.31268/ZPBAS.2020.02>.
- Szelągowska, A. (2011). *Współczesna bankowość korporacyjna*. CeDeWu.
- Ustawa z dnia 7 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami. Dz.U. 2021 poz. 605. <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=wdu20041461546>.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. Dz.U. 2021 poz. 187. <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20150000238/U/D20150238Lj.pdf>.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538. <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20051831538>.
- Utkin, J. (2005). *Obligacje i ich portfele*. Oficyna wydawnicza SGH.
- Walkiewicz, R. (2001). *Bankowość inwestycyjna*. Poltext.
- Witek, K. (2021). Zielone obligacje jako instrument realizacji celów zrównoważonego rozwoju. W M. Staniszewski & H.A. Kretka (red.), *Zrównoważony rozwój i Europejski Zielony Ład wektorami na drodze doskonalenia warsztatu naukowca* (s. 101–114). Wydawnictwo Politechniki Śląskiej.
- Zasępa, P. (2013). *Zarządzanie ryzykiem portfela przez fundusze Venture Capital oraz Private Equity*. CeDeWu.
- Ziolo, M. (2020). *Finanse zrównoważone. Rozwój. Ryzyko. Rynek*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.