EVERSHEDS SUTHERLAND

Zielona transformacja gospodarki

Cykl artykułów prawników Eversheds Sutherland

Spis treści

1. Słowo wstępu >>
2. Autorzy >>
3. Artykuły
    - — Firmy muszą reagować na zmiany klimatyczne. To opłaci się wszystkim >>
    - — Chcesz kredyt na inwestycję? Pokaż emisje swoich dostawców i klientów >>
    - — Zrównoważone prześwietlenie spółek oferujących publicznie akcje >>
    - — Obligacje zielone, niebieskie, brązowe. Jakie kolory pojawią się w Twoim portfelu? >>
    - — Zielona transformacja: Świadectwo z zielonym paskiem >>
4. Jak możemy pomóc >>
5. Kontakt >>

Słowo wstępu

Temat zielonej transformacji globalnej gospodarki nabrał w tym roku szczególnego znaczenia. Tempo zmian regulacyjnych przyspiesza i ogłaszane są kolejne światowe inicjatywy. Jeszcze nie w pełni okrzepły nowe strategie dotyczące dekarbonizacji, a już formułowane są nowe postulaty dotyczące uwzględniania ryzyk odnoszących się do środowiska naturalnego i bioróżnorodności.

W samej Unii Europejskiej wartość inwestycji niezbędnych do osiągnięcia zeroemisyjności szacowana jest na bilion euro. Te środki muszą częściowo pochodzić z mobilizacji funduszy prywatnych. Dlatego też w ostatnich latach gwałtownie rozwija się zrównoważone finansowanie – nie tylko w Unii Europejskiej. Obecnie w jego strukturze rynkowej dominują tematyczne obligacje oraz zielone kredyty, ale czynniki ESG (*environmental, social, governance*) są coraz wyraźniej zauważalne także w transakcjach udziałowych na rynkach kapitałowych.

W Polsce zagadnienia te są znane dość nielicznemu gronu specjalistów, bezpośrednio uczestniczącemu w globalnych zmianach. Ponieważ jednak w zielonej transformacji udział muszą wziąć wszyscy – a harmonogram celów jest bardzo ambitny – postanowiliśmy podzielić się wiedzą o tym, w jaki sposób mogą Państwo wykorzystać rynki kapitałowe do sfinansowania przejścia do działalności naturalnej klimatycznie.

Zebraliśmy dla Państwa nasz cykl artykułów opublikowanych na przełomie maja i czerwca 2021 r. na łamach dziennika „Rzeczpospolita". Co można w nich znaleźć? Na samym początku dajemy solidne fundamenty, pokazując źródła nowych regulacji oraz ich globalny kontekst. Następnie opisujemy, jak raportowanie wskaźników niefinansowych (raportowanie zrównoważonego rozwoju) zwiększa zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych inwestycjami z celami ESG. Wreszcie wskazujemy, jak nowe podejście do zrównoważonej działalności gospodarczej przekłada się na oferowanie akcji i obligacji. A na koniec cyklu przedstawimy wskazówki, jak wykorzystać zewnętrzne recenzje dotyczące komponentów ESG i transakcji, żeby zmitygować ryzyko i zbudować pewność inwestorów.

Zapraszamy do lektury!

Autorzy

Ewa Szlachetka
Partner, Szef praktyki
rynków kapitałowych i M&A
T: +48 22 50 50 787
E: Ewa.Szlachetka
@eversheds-sutherland.pl

Michał Markowski
Partner, Szef praktyki
bankowości i finansów
T: +48 22 50 50 715
E: Michal.Markowski
@eversheds-sutherland.pl

Piotr Kowalik
Of Counsel w zespole
rynków kapitałowych
T: +48 22 50 50 737
E: Piotr.Kowalik
@eversheds-sutherland.pl

Małgorzata Gołębiowska
Associate w zespole
bankowości i finansów
T: +48 22 50 50 762
E: Malgorzata.Golebiowska
@eversheds-sutherland.pl

01.

Firmy muszą reagować na zmiany klimatyczne. To opłaci się wszystkim

Ewa Szlachetka, Piotr Kowalik

Ewolucja biznesu w kierunku odpowiedzialności za środowisko i społeczeństwo wynika z szeregu inicjatyw międzynarodowych i europejskich. W Polsce nie zauważa się jej, choć niebawem dotknie ona niemal wszystkich przedsiębiorców.

Na początek przypomnieć należy porozumienie paryskie, czyli ramową konwencję ONZ w sprawie zmian klimatu, która po wieloletnich negocjacjach została podpisana pod koniec 2015 r. Jej celem jest zahamowanie globalnego ocieplenia i przystosowanie się do niekorzystnych zmian klimatu. Konwencja zobowiązuje jej strony do zmniejszenia emisji gazów cieplarnianych i wskazuje mechanizmy ich monitorowania. Każda organizacja międzynarodowa (np. Unia Europejska) czy kraj będący stroną konwencji deklaruje swoje cele w zakresie redukcji emisji gazów cieplarnianych (tzw. *Nationally Determined Contributions*, w skrócie NDC) i co pięć lat są one weryfikowane i aktualizowane. Obecnie ambitne cele stawiają sobie Stany Zjednoczone i Unia Europejska (neutralność klimatyczna do 2050 r.) a dalej za nimi inne kraje, w tym Chiny (2060 r.).

W konsekwencji pojawiły się inicjatywy net zero, w ramach których podmioty deklarują wygaszanie działalności związanej z emisjami gazów cieplarnianych, by osiągnąć poziom emisji zero netto. Nie zawsze będzie to oznaczało całkowitą eliminację emisji – czasami będzie połączone z inwestycjami w pochłanianie dwutlenku węgla, poprzez np. inwestycje w technologie wychwytywania CO_2.

ONZ zainicjowało Race to Zero, czyli wspólny wyścig różnych podmiotów, w tym miast, uczelni wyższych, biznesu i inwestorów, do osiągnięcia neutralności klimatycznej. Uczestnicy muszą zadeklarować podjęcie działań w celu osiągnięcia zero netto jak najszybciej, w tym ograniczyć emisje o połowę do końca dekady, oraz wskazać konkretne kroki, jakie zamierzają podjąć, a następnie raportować o postępach.

Nieoczekiwane wsparcie i mocne deklaracje

W kwietniu tego roku, na szczycie, który odbył się w Dniu Ziemi, omawiano deklaracje dotyczące redukcji emisji przez niektóre kraje. Ogłoszono także Alians Finansowy dla Neutralności w Glasgow (GFANZ), którego celem jest finansowanie przejścia do gospodarki zeroemisyjnej. Łączy on różne wcześniejsze inicjatywy net zero dla ponad 150 firm z sektora finansowego, m.in. funduszy inwestycyjnych i banków, odpowiadających za aktywa o wartości ponad 70 bln USD. Instytucje te będą kierować finansowanie i inwestycje na osiągnięcie tymczasowych celów (do 2030 r.) i finalnie zerowej emisji netto, przy uwzględnianiu naukowych wytycznych. Będą również zobowiązane do przejrzystego raportowania i rozliczane zgodnie z kryteriami ONZ Race to Zero.

Sojusz funduszy, banków i ubezpieczycieli

Do Aliansu dołączyła grupa 43 banków (z aktywami 28,5 bln USD), tworząc Net-Zero Banking Alliance (NZBA), działający w ramach Inicjatywy Finansowej Programu Środowiskowego ONZ i współtworzony przez grupę zadaniową ds. Usług Finansowych – inicjatywę Księcia Walii ds. Zrównoważonych Rynków (FSTF). Banki zobowiązały się zredukować własne emisje gazów oraz dostosować strukturę swoich portfeli, aby osiągnąć emisje zero netto do 2050 r. Wkrótce do tych sojuszy dołączą niektórzy z wiodących światowych ubezpieczycieli i reasekuratorów w ramach tworzonego przez ONZ Net-Zero Insurance Alliance (NZIA). Wygląda na to, że Polska dostosowuje się już do nowych realiów, co rząd pośrednio potwierdza choćby poprzez plan utworzenia Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego, która ma przejąć elektrownie węglowe od koncernów elektroenergetycznych, aby te mogły sprostać celom transformacji energetycznej i nie stracić dostępu do rynków finansowych.

Szansa, ale i zobowiązania

Podczas szczytu przywódców wyraźnie zaznaczono, że transformacja energetyczna stanowi ogromną szansę, ale i zobowiązanie do jej realizacji. W ramach globalnej dekarbonizacji, wielomilionowe kwoty, jakie instytucje finansowe przeznaczają na rozwiązania klimatyczne, odzwierciedlają powszechne zrozumienie, że przejście na niskoemisyjną gospodarkę globalną będzie miało kluczowe znaczenie dla ich modeli biznesowych. Przywódcy świata finansów już zadeklarowali aktywne włączenie się w najbliższej dekadzie w nurt działań w dziedzinie klimatu oraz przełom we włączaniu finansowania klimatycznego do głównego nurtu. Wysoki poziom zaangażowania sektora finansowego i nabierająca tempa fundamentalna zmiana zapewnią wsparcie finansowe inwestycjom potrzebnym do transformacji. Niektóre polskie firmy poszukujące kapitału już podejmują działania w celu restrukturyzacji ich działalności, aby wykorzystać ten trend.

Truciciele bez dostępu do pieniędzy

Nie oznacza to, że światowy biznes i globalny kapitał postanowili skupić się teraz wyłącznie na działalności dobroczynnej. Zmiana podejścia oparta jest na wyliczeniach, zgodnie z którymi w dłuższej perspektywie katastrofa klimatyczna uniemożliwi prowadzenie działalności i spowoduje utratę wartości inwestycji. Perspektywa, w której nie tylko przedsiębiorstwa oddziałują na otoczenie, ale też otoczenie oddziałuje na przedsiębiorstwa, określana jest jako podwójna istotność i stała się wyrazem zmiany podejścia biznesu do katastrofy klimatycznej.

Przykład
Banki będą koncentrować się na sektorach priorytetowych, w których mogą mieć najbardziej znaczący wpływ. Pod lupę trafią klienci raportujący najbardziej intensywne emisje gazów cieplarnianych. Jeżeli nie będą oni aktywni w zakresie transformacji i dekarbonizacji, będą musieli liczyć się z podwyższeniem kosztów finansowania a nawet odmową jego udzielenia.

W ramach transformacji podejmowane będą zdecydowane działania w zakresie możliwej kompensacji CO_2 czyli przeznaczania przez emitentów gazów cieplarnianych środków na inwestycje środowiskowe redukujące emisje. Wszystkie te inicjatywy przełożą się na działania sektora wobec finansowanych przedsiębiorstw, a także zakres raportowania przez tych przedsiębiorców do instytucji finansujących.

Podsumowując ten wątek, efektem porozumienia paryskiego będzie bardzo poważne potraktowanie deklaracji i raportowania w zakresie finansowania przedsiębiorstw. Okazuje się, że ta umowa międzynarodowa przełoży się na działania samych przedsiębiorstw, a nie tylko krajów – sygnatariuszy konwencji.

Zrównoważony rozwój i zielona transformacja

Kolejno wskazać należy Agendę zrównoważonego rozwoju 2030, również z 2015 r., stawiającą cele zrównoważonego rozwoju w szerszym kontekście. W tym dokumencie wymienia się nie tylko kwestie ekologiczne, ale też osiąganie celów biznesowych z uwzględnieniem długoterminowych skutków rozwoju gospodarczego. Zwraca się uwagę, że przedsiębiorstwa powinny wziąć odpowiedzialność za pogarszający się stan nie tylko planety, ale i społeczeństw. Biznes ma być liderem w realizacji tychże celów poprzez zawieranie partnerstw z przedsiębiorstwami i innymi instytucjami. Jeżeli tak się nie stanie, to w 2050 r. potrzebne będą trzy planety takie jak Ziemia, żebyśmy mogli żyć tak jak dotychczas. W Polsce Agenda zrównoważonego rozwoju znalazła swoje odbicie w Strategii na rzecz odpowiedzialnego rozwoju z 2016 r., zwanej powszechnie Planem Morawieckiego.

Na kanwie tych zmian Unia Europejska wprowadziła Europejski Zielony Ład, który będzie się przekładał na szereg inicjatyw ustawodawczych w najbliższych latach. Poza rozszerzeniem systemu handlu emisjami czy transgranicznym podatkiem od emisji CO_2, zapowiedziano m.in. dyrektywę w zakresie wsparcia tzw. transportu kombinowanego czy dodatkowe obowiązki dla przedsiębiorstw w zakresie zarządzania łańcuchami dostaw. Oprócz tego przygotowywane są strategie, w ramach których wprowadzane są konkretne regulacje dla rynków finansowych. Unia Europejska planuje także instrumenty finansowe, które będą wspomagać wdrożenie Zielonego Ładu, np. nowy Fundusz na rzecz sprawiedliwej transformacji. Planowane są również przekształcenie EBI w Europejski Bank Klimatyczny i najbardziej pilny Plan inwestycyjny na rzecz zrównoważonej Europy.

Okrągły bilion euro

Szacowany koszt inwestycji mających doprowadzić do neutralności klimatycznej w Unii Europejskiej to bilion euro, przy czym do sfinansowania zielonej transformacji musi się włączyć prywatny kapitał. Stąd wzięło się Rozporządzenie 2019/2088 (SFDR), które nakłada na część inwestorów instytucjonalnych nowe obowiązki raportowe w celu zwiększenia transparentności w zakresie inwestycji prośrodowiskowych. Planowane są zmiany np. w MiFID II, które mają ułatwić dostęp do inwestycji zrównoważonych. Opracowywane są także akty delegowane do Rozporządzenia o Taksonomii (Rozporządzenie 2020/852), które w sposób precyzyjny i w oparciu o najnowsze ustalenia naukowe zdefiniują, jaka działalność jest działalnością zrównoważoną środowiskowo, a przy okazji dołożą kilka dodatkowych obowiązków raportowych. Niedługo mają też się pojawić projekty taksonomii społecznej i obszaru *governance*.

Ważne!
Żeby wzmocnić pewność inwestorów, opracowywany jest unijny standard zielonych obligacji, które w najbliższych latach z pewnością będą hitem na rynkach finansowych.

Całość tych inicjatyw zwieńczy ogłoszona niedawno reforma raportowania niefinansowego, która skłoni szerokie grono przedsiębiorców do nowego spojrzenia na swoją działalność.

Zeroemisyjność obowiązkiem prawnym

W ramach inicjatywy Europejskiego Zielonego Ładu i w związku z przyjęciem ambitniejszych celów w Porozumieniu paryskim, Komisja Europejska opublikowała w marcu 2021 r. projekt rozporządzenia Europejskie Prawo Klimatyczne. Cele porozumienia paryskiego i cel częściowy, zobowiązujący do zmniejszenia emisji gazów cieplarnianych o 55 proc. do 2030 r., zaczną obowiązywać kraje członkowskie.

Oprócz celów w zakresie klimatu, wzmocnione będą europejskie ramy działań na rzecz klimatu poprzez wprowadzenie następujących elementów:

- określenie wkładu redukcji i pochłaniania emisji oraz zwiększenie pochłaniania CO_2 w UE;
- zobowiązanie do ujemnych emisji po 2050 r.;
- ostrzejsze przepisy dotyczące przystosowania się do zmiany klimatu;
- spójność wszystkich polityk Unii z celem neutralności klimatycznej;
- zobowiązanie do współpracy z sektorami w celu przygotowania dla nich map drogowych, wyznaczających drogę do neutralności klimatycznej w różnych obszarach gospodarki.

W kwietniu projekt został uzgodniony z Parlamentem i Radą i po zakończeniu formalnej procedury Europejskie Prawo Klimatyczne zostanie opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii. W Polsce będzie obowiązywało tak, jak każde inne rozporządzenie unijne i pozostanie nam się do jego postanowień dostosować.

Zrównoważona odbudowa pocovidowa

W kontekście rozwoju zrównoważonego finansowania nie sposób nie wspomnieć o odbudowie pocovidowej. W Europie stworzono plan NextGenerationEU, który został przyjęty pod koniec zeszłego roku. Planowane jest rozdysponowanie bezprecedensowych środków pomiędzy kraje członkowskie. Co najmniej 37 proc. z nich ma być przeznaczonych na zieloną transformację, a co najmniej 20 proc. na wdrażanie strategii cyfrowej. W Polsce mamy skoncentrować się na pięciu obszarach: efektywności, dostępności i jakości systemu ochrony zdrowia, odporności i konkurencyjności gospodarki, zielonej energii i zmniejszeniu energochłonności, zielonej, inteligentnej mobilności, a także transformacji cyfrowej. W Niemczech tenże plan był już na agendzie Trybunału Konstytucyjnego, który po wnioskach złożonych przez skrajnie prawicową partię Alternatywa dla Niemiec (AfD) i grupę zwaną Sojusz Woli Obywatelskiej pozwolił prezydentowi na zatwierdzenie przepisów ratyfikujących fundusz, odrzucając prawne zarzuty przeciwko finansowaniu długiem. Komisja Europejska może rozpocząć wdrażanie planu po ratyfikowaniu tego środka przez wszystkie państwa członkowskie. Pełny pakiet, uzgodniony latem 2020 r., ma na celu udostępnienie do 1,8 bln euro do końca 2027 r.

Węglowe problemy na granicy

Co jeszcze nas czeka? Wiele. Z planowanych i już poznanych założeń warto wskazać, że w czerwcu mają być ogłoszone propozycje dot. węglowego podatku granicznego. Unia Europejska planuje wykorzystać mechanizm dostosowania granic emisji CO_2. W ramach planów dekarbonizacji w UE przewiduje się, że towary wyprodukowane w UE będą droższe niż te niepodlegające przepisom ograniczającym emisje, przez co lokalne firmy będą mniej konkurencyjne w stosunku do ich globalnych rywali. Aby powstrzymać firmy przed ucieczką z Unii, decydenci UE obmyślają sposób karania importu towarów wysokoemisyjnych.
Do tej pory niewiele szczegółów zostało opublikowanych, ale podstawy planu są już znane.

Wśród nich wymienić można m.in. graniczny „podatek" węglowy (CBAM), który nie będzie podatkiem, ponieważ mogłoby to powodować dezaprobatę Światowej Organizacji Handlu. Plan będzie dopełniał unijny system handlu uprawnieniami do emisji i preferował kraje, które już ustalają cenę za emisje. Importerzy poniosą opłatę zależną od tego, ile musieliby zapłacić, gdyby byli objęci europejskimi przepisami dotyczącymi redukcji emisji CO_2. Realnie zakładając, CBAM zacznie obowiązywać w 2023 r. i będzie oznaczać eliminację bezpłatnych uprawnień do emisji CO_2. Początkowo zakres jego obowiązywania będzie ograniczony do kilku sektorów, takich jak energetyka i produkcja cementu, stali, aluminium czy nawozów, co z pewnością zachwieje importem zza wschodniej granicy. Podstawowym celem będzie zapewnienie przedsiębiorcom z UE równych szans wobec pozaunijnej konkurencji i zachęcanie ich do podejmowania większej liczby działań w dziedzinie klimatu.

02.

Chcesz kredyt na inwestycję? Pokaż emisje swoich dostawców i klientów

Piotr Kowalik

Sytuacja, w której większość przedsiębiorców będzie musiała tłumaczyć się kontrahentom z przestrzegania prawa pracy oraz informować nie tylko o swoich emisjach, ale też o emisjach kontrahentów czy klientów, może wydawać się mało realna. Ale taka będzie rzeczywistość za trzy lub cztery lata. Inwestorzy instytucjonalni już zbierają dane.

Niewielu przedsiębiorców w Polce zna skrót ESG (*environmental, social, governance*), ale prawie wszyscy niedługo będą analizować te komponenty. Ogłoszona przez Komisję Europejską 21 kwietnia 2021 r., w przeddzień Dnia Ziemi, reforma raportowania niefinansowego, którego miejsce zajmie raportowanie zrównoważonej działalności, ma objąć nowy, znacznie szerszy krąg podmiotów, w tym częściowo małe i średnie przedsiębiorstwa. Nowa sprawozdawczość obejmie obszary, które od 2018 r. podlegały rocznemu raportowaniu na podstawie znowelizowanych przepisów ustawy o rachunkowości, implementujących dyrektywę o raportowaniu niefinansowym: zagadnienia środowiskowe, społeczne, pracownicze, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałanie korupcji.

Kogo obejmie obowiązek raportowania?

Dotychczas te przepisy stosowały się do ograniczonego kręgu dużych (spełniających kryterium sumy bilansowej na poziomie co najmniej 85 milionów złotych lub obrotów w wysokości co najmniej 150 milionów) podmiotów giełdowych lub działających na rynkach finansowych, zatrudniających co najmniej 500 osób. Planowane przepisy zakładają, że obowiązek ten obejmie wszystkie duże podmioty (nie tylko giełdowe) oraz wszystkie spółki, których papiery wartościowe były notowane na rynkach regulowanych, przy czym dla małych i średnich przedsiębiorstw przewiduje się uproszczony reżim. Inne MiŚP mogłyby stosować przepisy o sprawozdawczości zrównoważonej na zasadzie dobrowolności.

Bilion euro i inwestowanie zrównoważone

Europejski Zielony Ład realizuje cele klimatycznego porozumienia paryskiego z 2015 r., czyli osiągnięcie neutralności klimatycznej do 2050 r. Redukcja emisji gazów cieplarnianych do 2030 r. o 5 proc. w stosunku do roku 1990 r. oraz doprowadzenie do zeroemisyjności w 2050 r. w tym roku ma stać się obowiązkiem prawnym w Unii Europejskiej, w związku z uzgodnieniem treści Europejskiego Prawa Klimatycznego.

Komisja Europejska łączy zieloną transformację z innymi celami zrównoważonego rozwoju, sformułowanymi przez ONZ w Agendzie 2030, stąd obok tematów środowiskowych pojawiają się kwestie społeczne. Takie szerokie patrzenie na inwestycje, łączące kwestie środowiskowe i społeczne, pokrywa się z obszarem raportowania ESG, co ma umożliwić śledzenie postępów w realizacji strategii unijnej, ale także umożliwić weryfikację deklaracji przedsiębiorców co do ich społecznego czy środowiskowego zaangażowania.

W rozliczaniu z deklaracji będzie brał udział zaskakująco szeroki krąg podmiotów. Oczywiście będą to różne organizacje pozarządowe oraz konsumenci. Ale na czynniki te coraz większą uwagę zaczną zwracać także kontrahenci, banki i firmy ubezpieczeniowe oraz inwestorzy instytucjonalni.

Ważne!
Szacunkowa wartość unijnych inwestycji koniecznych do osiągnięcia neutralności klimatycznej to bilion euro. Będą one finansowane m.in. w ramach programu odbudowy pocovidowej, NextGenerationEU, który zakłada przeznaczenie minimum 37 proc. środków na zieloną transformację (co najmniej 21,5 mld euro w KPO).

Ponieważ UE nie będzie mogła w całości sfinansować EZŁ, konieczne jest zachęcenie do udziału w tej inicjatywie jak najszerszego kręgu przedsiębiorców, w tym inwestorów instytucjonalnych.

Uwrażliwianie inwestorów instytucjonalnych

W ramach obowiązków informacyjnych nałożonych Rozporządzeniem 2019/2088 (SFDR) na podmioty działające na rynkach finansowych, oferujące produkty oparte na usługach zarządzania aktywami, np. o IKE, IKZE, podmioty te będą musiały zbierać i publikować informacje o wartościach wskaźników oddziaływania na środowisko i społeczeństwo tych spółek, w których akcje lub obligacje zainwestowały. Część obowiązków z SFDR zaczęła być stosowana już w marcu tego roku, kolejne zaczną obowiązywać w następnych dwóch latach.

W przyszłym roku przykładowo fundusze inwestycyjne będą musiały publikować roczne raporty dotyczące niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych. Dane na potrzeby tych raportów trzeba będzie agregować na poziomie całej instytucji i w zakresie całej jej działalności inwestycyjnej. Obecnie projekt regulacji zakłada, że obowiązek raportowania rocznego będzie dotyczył 18 wskaźników obowiązkowych oraz dodatkowych wybranych: po jednym środowiskowym i społecznym. Inne informacje będą wymagane odnośnie poszczególnych produktów, m.in. na temat „zieloności" portfela inwestycji powiązanych z danym produktem, zgodności tych inwestycji z unijną taksonomią i z kryteriami społeczno-środowiskowymi.

Spośród obowiązkowych 18 wskaźników ogólnych dziewięć dotyczy kwestii środowiskowych (z czego sześć wiąże się z emisjami gazów cieplarnianych) a pięć odnosi się do zagadnień społecznych i ładu korporacyjnego. Najwięcej emocji w najbliższych latach będzie wzbudzała z pewnością informacja o poziomie emisji gazów cieplarnianych - początkowo zakresu pierwszego i drugiego, czyli związane bezpośrednio z działalnością przedsiębiorstwa oraz pośrednie, związane z pozyskiwaniem energii zakupywanej przez przedsiębiorstwo. Natomiast od 2023 r. dane mają obejmować także zakres trzeci, tzn. wszystkie emisje w górę i w dół łańcucha wartości: od związanych z pozyskaniem materiałów po związane z używaniem produktu, a także np. wynikające z podróży pracowników.

Drugim, który też wywoła sporo dyskusji, będzie wskaźnik tzw. *gender pay gap*, wskazujący na ryzyko występowania dyskryminacji płacowej ze względu na płeć.

Jak informowanie o negatywnym wpływie inwestycji ma się przełożyć na realizację celów EZŁ? Wskaźniki te będą pokazywały, czy dany podmiot ma skrupuły przy inwestowaniu w „brudne" lub nie do końca etyczne przedsiębiorstwa. Ale raportowanie na podstawie SFDR przede wszystkim obejmuje dane o inwestycjach prośrodowiskowych w sposób bardziej zobiektywizowany, bo oparty na naukowych badaniach, doprecyzowanych w unijnej taksonomii.

Unijna taksonomia

Przepisy Rozporządzenia o Taksonomii (Rozporządzenie 2020/852) definiują zrównoważone środowiskowo rodzaje działalności gospodarczej. Przy czym należy podkreślić, że poszczególna działalność nie jest równoznaczna z działalnością przedsiębiorstwa. O taksonomii należy myśleć jak o PKD, gdzie w ramach jednego przedsiębiorstwa może występować kilka aktywności. Nie wszystkie aktywności będą objęte taksonomią, gdyż taksonomia obejmuje tylko rodzaje działalności, które realizują wskazane cele środowiskowe, m.in. łagodzenie zmian klimatu (dążenie do zeroemisyjności) czy przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym (czyli gospodarowanie materiałami i odpadami). W opracowaniu są jeszcze cele społeczne i z obszaru *governance* – pierwszych projektów można się spodziewać w połowie tego roku.

Aby działalność mogła być uznana za zrównoważoną środowiskowo, musi wnosić istotny wkład w realizację co najmniej jednego z celów, ale też nie wyrządzać poważnych szkód pozostałym celom (DNSH), oraz spełniać kryteria techniczne kwalifikacji, określone w katalogu, nad którym pracował i nadal pracuje zespół specjalistów. Ponadto działalność zrównoważona środowiskowo musi być prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami w zakresie praw człowieka i prawa pracy. Są one sformułowane dość ogólnie poprzez odesłanie do wytycznych i konwencji OECD, ONZ oraz Międzynarodowej Organizacji Pracy i obejmują szeroką tematykę: od przeciwdziałania dyskryminacji po zwalczanie niewolnictwa. Opracowywany projekt legislacji prawdopodobnie doprecyzuje minimalny poziom gwarancji. Jego także należy spodziewać się w tym roku.

Rozporządzenie o Taksonomii przewiduje też, że od przyszłego roku podmioty zobowiązane do sporządzania rocznego raportu niefinansowego (po reformie raportowania: raportu zrównoważonej działalności) uzupełnią swoje ujawnienia o analizy obrotu, nakładów inwestycyjnych (Capex) oraz wydatków operacyjnych (Opex), gdzie poszczególne aktywności będą kwalifikowane jako objęte taksonomią lub nie, a w ramach tych objętych – w jakim zakresie są zgodne z taksonomią i czy spełniają kryterium DNSH. Projekt legislacji zawiera wzory w formie tabelarycznej.

Niech klient zadecyduje

W ramach SFDR produkty dzielą się na takie, które nie wiążą się z realizacją celów ESG, takie, które promują aspekt środowiskowy lub społeczny (tzw. produkt z art. 8, „jasnozielony") oraz takie, które obejmują inwestycję zrównoważoną o celu środowiskowym lub społecznym (tzw. produkt z art. 9, „ciemnozielony"). Raporty z analizą taksonomiczną mają pomóc wskazywać, w jakim zakresie inwestycje kryjące się za poszczególnymi produktami są zgodne z taksonomią, co z kolei umożliwi odpowiednią kategoryzację tychże produktów finansowych.

Biorąc pod uwagę rosnące znaczenie komponentów ESG w młodszych pokoleniach inwestorów indywidulanych, regulacje unijne stawiają sobie za cel ograniczenie ryzyka *greenwashingu*, czyli działań ekologicznych biznesu o charakterze raczej powierzchownym, które nie prowadzą do istotnych zmian w modelach biznesowych i nie zmniejszają negatywnego wpływu działalności na środowisko. Dlatego też opublikowane propozycje aktów delegowanych nakładają na podmioty działające na rynkach finansowych obowiązek obiektywnego uwzględniania czynników związanych ze zrównoważonym rozwojem.

Szczególnie interesujący jest projekt nowelizacji aktów delegowanych do MiFID II, zakładający konieczność uwzględniania preferencji klientów w odniesieniu do inwestycji zrównoważonych poprzez oferowanie produktu, który na określonym minimalnym poziomie inwestuje w projekt zgodny z taksonomią czy wypełniający kryteria „inwestycji zrównoważonej" z SFDR, lub który uwzględnia preferencje klienta co do wartości wskaźników niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych (wspominane wcześniej 18 wskaźników i dwa wybrane).

Ważne!
Nowelizacja w obszarze MiFID II prawdopodobnie doprowadzi do nagłego wzrostu zapotrzebowania na produkty ciemnozielone lub w inny sposób uwzgledniające inwestycje prośrodowiskowe.

To z kolei powinno przełożyć się na znacznie większe zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w wypełnianie swoich deklaracji poprzez pozbywanie się aktywów „brązowych", lokowanie funduszy w aktywa „zielone" oraz korzystanie z prawa głosu w celu wspierania zmian strategii w spółkach będących przedmiotem inwestycji, zgodnie z założeniami EZŁ.

Uwrażliwianie przedsiębiorców

System nowych regulacji unijnych ma prowadzić do zsynchronizowania obowiązków informacyjnych i zapewnić podmiotom działającym na rynkach finansowych porównywalne dane. Ale nie tylko. Dane publikowane przez spółki umożliwią organom unijnym monitorowanie realizacji celów Europejskiego Prawa Klimatycznego oraz innych polityk unijnych w zakresie środowiska i społeczeństwa.

Dane te posłużą też do badania ryzyka systemowego i wpływu zmian klimatycznych na system finansowy.

Ważne!
Już zostało zapowiedziane uwzględnianie kwestii środowiskowych w stress testach funduszy inwestycyjnych, banków i firm ubezpieczeniowych. Inwestycje zrównoważone traktowane są jako bezpieczniejsze, co za kilka lat prawdopodobnie przełoży się na powiązanie wymogów kapitałowych w bankach i firmach ubezpieczeniowych z aktywami zrównoważonymi.

Może to doprowadzić do sytuacji, kiedy prowadzenie działalności gospodarczej w sposób zgodny z taksonomią będzie istotnie przekładało się na koszt kredytu czy w ogóle na możliwość jego otrzymania. Ponadto, biorąc pod uwagę zachęcanie przez Komisję Europejską do zastępowania kredytów bankowych kapitałem prywatnych inwestorów, preferencje nabywców produktów finansowych będą determinować szanse na uzyskanie środków inwestycyjnych.

Raportowanie emisji zakresu trzeciego oznacza z kolei obowiązek uwzględnienia dostawców, kontrahentów i klientów w analizie środowiskowego wpływu danego przedsiębiorstwa. W połączeniu z postulowanymi regulacjami dotyczącymi badania kwestii środowiskowych, społecznych, praw człowieka i prawa pracy przez przedsiębiorstwa w odniesieniu do samych siebie i do swoich kontrahentów, obowiązki sprawozdawcze spowodują, że żaden podmiot nie będzie mógł być analizowany w oderwaniu od swojego gospodarczego ekosystemu.

Konsekwencją opisywanych zmian będzie całościowe spojrzenie na gospodarkę, z uwzględnieniem wpływu biznesu na środowisko i społeczeństwo, co z kolei umożliwi znacznie lepsze monitorowanie postępów w realizacji celów EZŁ i odbudowy pocovidowej oraz stworzy zupełnie nowe możliwości kształtowania polityki na skalę zarówno całej Unii, jak i poszczególnych regionów.

Wpływ będzie widoczny także w formowaniu wśród przedsiębiorców nowych postaw wobec własnej działalności, ale także wobec partnerów biznesowych, nie wspominając nawet o spotęgowanej skali aktywizmu konsumentów i organizacji pozarządowych. Dlatego też zwiększenie transparentności po stronie biznesu będzie nieodłącznym elementem zielonej transformacji i zrównoważonego rozwoju.
I to już za trzy lata.

03.

Zrównoważone prześwietlenie spółek oferujących publicznie akcje

Piotr Kowalik

Wraz z odbudową pocovidową inwestycje uwzględniające cele społeczne, środowiskowe, ład korporacyjny zyskują na popularności. Powoduje to jednak znaczące zmiany w procesie oferowania akcji, na każdym etapie. Nowe unijne regulacje dostarczają w tym zakresie narzędzi, ale stawiają także wyzwania, z którymi rynek będzie musiał się zmierzyć.

Rynki kapitałowe rozgrzewają się. Inwestorzy instytucjonalni coraz intensywniej interesują się inwestycjami, które realizują cele środowiskowe lub społeczne. System regulacji unijnych dotyczący raportowania, taksonomii i zrównoważonych inwestycji, które niedawno zostały uchwalone i wciąż są opracowywane, pozwala uporządkować niektóre kwestie, dokładając jednocześnie nowych obowiązków i nie zawsze wyjaśniając, w jaki sposób im sprostać.

Aktualna zmiana podejścia do oferty publicznej w dużej mierze kształtowana jest nowymi obowiązkami informacyjnymi. Z jednej strony przepisy Rozporządzenia 2019/2088 (SFDR) zmuszają dużą część inwestorów instytucjonalnych do gromadzenia informacji o podmiotach, w które inwestują, oraz analizowania wpływu środowiskowego i społecznego takiej inwestycji. Z drugiej strony – emitenci muszą zawczasu uwzględnić całkowicie odmienne podejście do raportowania, które będzie ich obowiązywać najpóźniej po dopuszczeniu akcji do obrotu. Szczególnie problematyczne mogą być najbliższe lata, zanim cały system regulacji dotyczących zrównoważonego inwestowania nabierze ostatecznego kształtu.

Strategia zrównoważonego rozwoju

Przede wszystkim zagadnienia środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego, czyli ESG będą mocno wpływały na sam proces analizy spółki, która ma emitować akcje. Należy przeanalizować jej działalność w kontekście poszczególnych komponentów definiujących zrównoważone inwestycje, czyli kwestii środowiskowych, społecznych, *governance*, praw człowieka i prawa pracy.

Definicje i objaśnienia:

1. **Taksonomia** – to system jednolitej klasyfikacji aktywności biznesowych na rzecz zrównoważonego rozwoju. Jej ogólne ramy w odniesieniu do środowiska naturalnego określa Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852. Taksonomia UE wskazuje, jakie kryteria muszą być spełnione, by dana aktywność była uważana za mającą istotny wkład w realizację jednego ze zrównoważonych celów.

2. **ESG** – to skrót oznaczający obszary, które poddawane są ocenie pozafinansowej przedsiębiorstw, państw i innych organizacji. Składają się one z trzech elementów:
   E – Środowisko (z ang. *environmental*),
   S – Społeczeństwo (z ang. *social*),
   G – Ład korporacyjny (z ang. *governance*),
   rozumiany szerzej jako relacje wewnętrzne, ale także relacje z różnymi zewnętrznymi interesariuszami.
   Ich głównym celem jest dostarczenie inwestorom możliwości porównania na jednej płaszczyźnie alternatywnych wyników działalności i kierunków inwestowania, poprzez analizę parametrów tych trzech obszarów.

3. ***Greenwashing*** – zjawisko polegające na wywoływaniu u klientów poszukujących usług lub towarów wytworzonych w sposób przyjazny środowisku wrażenia, że produkt czy usługa lub przedsiębiorstwo je oferujące są w zgodzie z naturą.

W ramach prac legislacyjnych nad taksonomią sfinalizowane zostały akty delegowane dla dwóch, a przygotowywane są dla pozostałych czterech celów środowiskowych, wskazanych w Rozporządzeniu o Taksonomii (Rozporządzenie 2020/852), oraz dla taksonomii społecznej i *governance*.

Opracowane będą także minimalne standardy ochrony praw człowieka i prawa pracy. Gdy prace zostaną ukończone, analiza będzie dotyczyła przede wszystkim relacji między działalnością emitenta a taksonomią: w jakim zakresie dana działalność jest w ogóle objęta taksonomią, czy jest ona zgodna z taksonomią i czy planowane nakłady inwestycyjne są zgodne z taksonomią. Inwestorzy będą oczekiwać, że komponenty ESG zostaną uwzględnione w strategii kompleksowo, przenikając całą działalność emitenta.

Rekomendacje
Spółka powinna mieć jasno określone cele środowiskowo-społeczne, które będzie realizowała, z mierzalnymi wskaźnikami, których możliwość osiągnięcia będą potwierdzały ustalenia nauki. Dodatkowo, już na dość wczesnym etapie, przedmiotem szczególnego namysłu powinien być szeroko rozumiany ład korporacyjny, uwzględniający również relacje między organami spółki i pracownikami.

Szczególny poziom trudności będzie wiązał się z emitentami, których aktywności objęte są taksonomią, ale nie są z nią zgodne. Ze względu na popularność różnych inicjatyw „net zero" wśród inwestorów instytucjonalnych, sytuacja, w której działalności spółki towarzyszy emisja gazów cieplarnianych, będzie wymagała przemyślanych działań. Należałoby się wtedy zastanowić, czy w strategii nie zamieścić celów dojścia do zeroemisyjności lub nie uwzględnić w niej wykorzystania środków z oferty publicznej na sfinansowanie inwestycji w niskoemisyjne rozwiązania.

Zarazem należy pamiętać, że jeśli będzie to aktywność wspomagająca przejście do gospodarki neutralnej dla klimatu (czyli taka, dla której nie istnieje technologia zapewniająca zeroemisyjność, w związku z czym może być zgodna z taksonomią dopiero po spełnieniu rygorystycznych wymogów), to techniczne kryteria kwalifikacji dla tej aktywności będą zaostrzane co trzy lata. Stąd takie zmiany w taksonomii należy uwzględnić już w planie inwestycyjnym i harmonogramie transakcji.

Due diligence w nowej odsłonie

Kwestie ESG przełożą się na rozszerzenie zakresu badania emitenta i jego grupy. Zagadnienia środowiskowe, pracownicze, ład korporacyjny, kwestie podatkowe, zostaną poddane bardziej kompleksowej analizie niż dotychczas – zarówno w toku sprawdzania dokumentów, jak i w czasie spotkań z kadrą zarządzającą (*due diligence*). Takie badanie może być szczególnie problematyczne w okresie przejściowym najbliższych lat, zanim obszary zainteresowań oraz kryteria ocen zostaną doprecyzowane w ostatecznych wersjach przepisów. Dodatkowo reforma raportowania niefinansowego i ewentualnie przepisy o obowiązkowym badaniu własnej działalności i kontrahentów ułatwią wskazanie przedmiotu badania.

W konsekwencji, przystępując do analizy emitenta należy upewnić się, że jest on w stanie dostarczyć odpowiednie dane, które pozwolą na ocenę relacji między jego poszczególnymi aktywnościami i przepisami o taksonomii. Dotyczyć to będzie nie tylko bieżącej działalności, ale także celów strategicznych i planowanych inwestycji, szczególnie jeśli mają one doprowadzić do zmniejszenia emisyjności gazów cieplarnianych. Brak stosownych informacji i brak możliwości przeprowadzenia takiej analizy na pewno wydłuży proces przygotowania transakcji. Z drugiej strony spółka musi być gotowa na to, że po emisji będzie musiała tego typu informacje regularnie upubliczniać w ramach obowiązkowego raportowania. Dlatego też warunkiem przeprowadzania oferty publicznej będzie posiadanie przez spółkę odpowiednich systemów przetwarzania informacji.

Z powyższym wiąże się konieczność włączenia do zespołu transakcyjnego osób o odpowiedniej wiedzy technicznej, być może także zewnętrznego konsultanta, który zweryfikuje np. wybór technologii, prawidłowość obliczeń czy szanse na osiągnięcie celów. Możliwe, że taki konsultant wyda opinię, która stanie się częścią dokumentu ofertowego, analogicznie do pro formy. Może być również tak, że sporządzi raport na potrzeby włączenia do prospektu, jak przy ofertach spółek nieruchomościowych.

Te okoliczności powodują, że nieco inaczej niż dotychczas należy spojrzeć na sam proces badania emitenta. Prawdopodobnie w większym zakresie trzeba będzie polegać na oświadczeniach osób trzecich i spółki. Być może grono podmiotów zaangażowanych w przeprowadzenie analizy będzie musiało być większe, by uwzględnić specyficzne ryzyka środowiskowo-społeczne lub obszary działalności.

Przykład
W przypadku badania łańcucha dostaw oraz przestrzegania w jego ramach praw człowieka i prawa pracy, może istnieć potrzeba oparcia się na ogólnych raportach sektorowych lub certyfikatach wystawianych przez podmioty w żaden sposób niezaangażowane w przygotowanie oferty (i nie ponoszące z tego tytułu odpowiedzialności).

Opisywanie holistyczne

Podobnie jak w przypadku analizy emitenta, tak też przy sporządzaniu prospektu należy kompleksowo podejść do komponentów ESG. Obecne wymogi rozporządzeń prospektowych nie dają wskazówek, jak adresować tę materię. Z drugiej strony oferują wystarczającą elastyczność, by opisać kwestie środowiskowo-społeczne w sposób umożliwiający inwestorom podjęcie decyzji. Przy czym należy zawczasu wyjaśnić, że zagadnień związanych z ESG nie da się zaadresować jednym punktem. Te wątki należy analizować w różnych obszarach, przede wszystkim w odniesieniu do strategii i planów inwestycyjnych, tendencji, czynników ryzyka, pamiętając, że wiele obszarów co do zasady może być wspólnych dla różnych elementów. Przykładowo, jeśli przewidziana jest transza dla pracowników lub transza dla dostawców spółki, to w warunkach oferty pojawiają się już elementy ESG, które trzeba będzie opisać i ująć szerzej z perspektywy strategii. Jedynie obszar związany z *governance* będzie w wielu miejscach samodzielnym tematem, dość szczegółowo zaadresowanym przepisami prospektowymi.

Dodatkowo należy wziąć pod uwagę, że jednym z celów nowych unijnych przepisów jest unikanie *greenwashingu* poprzez zdefiniowanie, co można uznać za inwestycje zrównoważone. Stąd zalecany będzie umiar w używaniu przymiotników mogących wprowadzać w błąd co do ekologicznej natury produktu czy zrównoważonego charakteru prowadzonej działalności.

Przygotowując prospekt, należy zastanowić się, jakie informacje dotyczące komponentów ESG zostaną w nim ujawnione. Częściowo ich zakres będzie wynikał z analizy działalności emitenta w kontekście taksonomii – dodatkowy pakiet informacji może być przez inwestorów wymagany w zależności od tego, jak istotne dla działalności emitenta są zagadnienia środowiskowo-społeczne.

Rekomendacje
Tematy ESG będą nowymi obszarami, w których spółka będzie porównywana z innymi podmiotami na rynku. Warto wcześniej sprawdzić, przykładowo, jakie wskaźniki emisji gazów cieplarnianych wykazują najnowocześniejsze zakłady albo w jaki sposób przed naruszeniami praw człowieka zabezpieczają się konkurenci i wyjaśnić odmienne wyniki lub podejście. Z tym zagadnieniem wiąże się też szybko rozwijający się rynek benchmarków (wskaźników umożliwiających porównania z innymi podmiotami) i indeksów ESG, które niezależnie od woli emitenta mogą spozycjonować daną ofertę.

Inwestorzy chcą danych i pewności

Niebawem inaczej będzie też wyglądał proces pozyskiwania inwestorów. Przede wszystkim najpierw trzeba będzie zdefiniować, którym inwestorom można zaoferować akcje danego podmiotu, tzn. czyja polityka inwestycyjna obejmuje działalność emitenta i związane z nią wskaźniki ESG.

Przykład
Jeśli daną ofertę można co najwyżej zaklasyfikować jako jasnozieloną w rozumieniu rozporządzenia SFDR, to inwestor instytucjonalny, który będzie oferował produkty tylko ciemnozielone w rozumieniu SFDR, taką inwestycją nie będzie zainteresowany.

Trzeba będzie się także upewnić, że informacje, których oczekuje określona grupa inwestorów, znalazły się w prospekcie. W dalszej kolejności należy się przygotować na udział ekspertów technicznych w spotkaniach z inwestorami, którzy będą weryfikować opisaną strategię dojścia do zeroemisyjnosci czy możliwość uzyskania określonych wskaźników po sfinalizowaniu inwestycji w wybranej technologii.

Z tym zagadnieniem wiąże się szerszy temat odpowiedzialności za informacje i dane zawarte w prospekcie. Praktyka transakcyjna z pewnością wypracuje rozwiązania dotyczące weryfikacji informacji z obszaru ESG, być może na wzór procedury przeprowadzanej przez audytorów. Większym wyzwaniem będzie „zmodernizowanie" dokumentacji transakcyjnej. O ile wprowadzenie dodatkowych oświadczeń i zapewnień w umowach o plasowanie czy gwarantowanie wydaje się dość oczywistym, choć niekoniecznie najprostszym rozwiązaniem, tak znaczną trudność może stanowić właściwe zaadresowanie dodatkowej odpowiedzialności i ewentualnie wskazanie kolejnych zobowiązań. Czy w umowie emitent będzie się zobowiązywał do realizacji strategii lub inwestycji? A może zobowiąże się do regularnego publikowania danych, które potem inwestorzy wykorzystają przy swoim raportowaniu?

Nowe zobowiązania

Pytania te tylko pozornie mogą się wydawać niewarte uwagi, ale przykładowo zakończenie projektu inwestycyjnego w terminie i uzyskanie opisanych w prospekcie wskaźników może decydować o tym, czy nabywca akcji będzie mógł te akcje zaklasyfikować jako inwestycję zrównoważoną i czy w związku z tym taka inwestycja będzie zgodna z jego polityką inwestycyjną lub czy będzie się nadawała do włączenia do portfela produktu ciemnozielonego. Jeśli obiecane wyniki nie zostaną uzyskane, być może część inwestorów będzie musiała takie aktywa sprzedać, co z kolei może przełożyć się na ich roszczenia względem emitenta czy banków.

Z kolei problem obowiązku okresowej publikacji dodatkowych informacji już po zakończeniu oferty będzie szczególnie istotny w okresie przed sfinalizowaniem unijnej reformy raportowania niefinansowego. Inwestorzy będą liczyć na wiarygodne dane, uzyskane w oparciu o taką samą metodologię, jaką będą musieli stosować na potrzeby swojej sprawozdawczości.

Z perspektywy emitentów problematyczny może być sposób publikacji takich informacji i odpowiedzialność z nimi związana. Czy wystarczy zamieścić je na stronie internetowej, czy raczej w raporcie rocznym? Czy status realizacji strategii dekarbonizacji lub istotnej inwestycji jest informacją poufną w rozumieniu MAR, czy raczej będzie trzeba zaklasyfikować tak jedynie niewywiązanie się ze zobowiązań lub nieosiągnięcie określonej wartości wskaźników? Biorąc pod uwagę, że komponenty ESG uwzględnione zostały także w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2021, które zaczną obowiązywać od lipca tego roku, analiza kwestii środowiskowo-społecznych i ujawnień na ich temat będzie musiała się odbywać na różnych poziomach.

Duże środki na odbudowę pocovidową z pewnością zachęcą wiele podmiotów do włączenia się w zieloną transformację i w konsekwencji do pozyskiwania finansowania na inwestycje zrównoważone, czy to w formie akcji, czy obligacji, o czym będzie kolejny artykuł. Nawet jeśli pionierzy będą musieli wziąć na siebie trud wypracowania nowych sposobów pracy nad ofertami publicznymi i odpowiedzieć na wiele nowych pytań, bardzo szybko dołączą do nich inni. Komisja Europejska jest zdeterminowana, by osiągnąć cele Europejskiego Zielonego Ładu, coraz większe zaangażowanie wyrażają także inwestorzy instytucjonalni. Przepisy, które będą miały zastosowanie do wszystkich emitentów, nie pozostawią opornym zbytniego pola manewru.

04.

Obligacje zielone, niebieskie, brązowe. Jakie kolory pojawią się w Twoim portfelu?

Michał Markowski, Piotr Kowalik

Zaangażowanie prywatnych środków w finansowanie zrównoważonych inwestycji to jeden z podstawowych elementów zielonej transformacji. Kluczowymi instrumentami służącymi do pozyskania środków na różne typy projektów będą – obok zielonych kredytów – zielone lub społeczne obligacje i obligacje zrównoważonego rozwoju.

Emisje zielonych obligacji nie są niczym nowym. W 2016 r. Polska jako pierwsze państwo wyemitowała zielone obligacje. Dotychczas w kraju przeprowadzono co najmniej kilka takich transakcji. Były to głównie emisje korporacyjne (Polsat, Columbus Energy), jednak można zaobserwować coraz większe zainteresowanie emisją tego typu instrumentów ze strony samorządów (Grudziądz, Łódź). W dotychczasowej praktyce zarówno zielone obligacje, obligacje społeczne oraz obligacje zrównoważonego rozwoju nie oznaczały koniecznie, że emitent uzyska korzystniejsze warunki finansowania. Wydaje się, że do niedawna emisja tego typu papierów wartościowych (oraz udzielanie zielonych kredytów) wynikała jedynie z realizacji celów wyznaczonych w politykach społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) emitentów i kredytobiorców.

Greenium, czyli premia za zieloność

W tej chwili można już zaobserwować odwrócenie tego trendu. Reprezentanci Orlenu wprost mówią, że emisja długu związanego ze zrównoważonymi celami umożliwiła spółce uzyskanie korzystnych warunków finansowania, dotychczas niedostępnych. Jest to silnie związane z rosnącym znaczeniem szybko przybywających regulacji ESG. Celem tego reżimu prawnego jest promowanie finansowania zielonych inwestycji lub projektów istotnych społecznie, co też przekłada się na zainteresowanie inwestorów. To odzwierciedla dążenie do niskoemisyjnej gospodarki (*low carbon economy*), a w przyszłości do całkowitego wyeliminowania emisji dwutlenku węgla do atmosfery (tzw. „net zero"). Dołączyć można do tego oczekiwanie szerszego zaangażowania biznesu w promowanie celów zrównoważonego rozwoju, obejmujące też aspekty społeczne.

Jako przykłady regulacji, które całkowicie zmieniają sposób patrzenia na zielone inwestycje oraz nadają wymogom dotyczącym zeroemisyjności bardziej realny kształt, należy wskazać Rozporządzenie 2019/2088 (SFDR) oraz Rozporządzenie 2020/852 (Rozporządzenie o Taksonomii). Pierwsze wprowadza nowe obowiązki w zakresie raportowania informacji dotyczących m.in. tego, w jaki sposób dane przedsiębiorstwo przyczynia się do realizacji celów w zakresie ograniczenia emisji, oraz kategoryzuje poszczególne rodzaje inwestycji. Druga z regulacji daje narzędzia do ustalenia, jakie warunki muszą zostać spełnione, aby dana inwestycja była uważana za „zieloną". Wszyscy obserwatorzy są zgodni, że powyższe akty prawne stanowią dopiero początek powstawania nowego reżimu prawnego, tj. regulacji ESG.

Rodzaje obligacji

Można wskazać następujące typy papierów dłużnych, których emisja wiąże się z realizacją celów ESG: zielone obligacje, obligacje społeczne, obligacje ze równoważonego rozwoju oraz obligacje związane ze zrównoważonymi celami (*sustainability linked bonds*). Podobny podział obowiązuje w ramach transakcji kredytowych.

Wybór kategorii wynika z celu, na jaki przeznaczane są środki pozyskane z emisji lub z kredytu – środki pochodzące z obligacji zielonych powinny zostać przeznaczone na tzw. „zielone inwestycje" (np. inwestycje w odnawialne źródła energii lub modernizację procesu produkcyjnego w kierunku zmniejszenia zużycia surowców, wody lub energii). Obligacje społeczne mają na celu realizację celów społecznych, natomiast obligacje zrównoważonego rozwoju mają na celu sfinansowanie projektów stanowiących połączenie celów zielonych i społecznych.

Odrębnym rodzajem finansowania są obligacje lub kredyty związane ze zrównoważonymi celami (*sustainability linked*). Korzystając z nich, emitent zobowiązuje się do osiągnięcia pewnych wskaźników (KPI), które są związane z realizacją celów proekologicznych (np. ograniczenie emisji dwutlenku węgla albo mniejsze wykorzystanie w procesie produkcyjnym nieprzyjaznego środowisku surowca). Uzyskanie określonego rezultatu oznacza, że emitent / kredytobiorca otrzyma finansowanie na korzystniejszych warunkach, czyli marża albo zostanie obniżona, albo nie ulegnie podwyższeniu. W zależności od warunków emisji koszty długu mogą być niższe na początku, a ich wzrost wiązać się będzie z nieosiągnięciem poziomu wskaźników. Może też być odwrotnie, tzn. koszty spadają po uzyskaniu rezultatów, choć jest to mniej popularny model.

Ważne!
W terminologii występuje zamieszanie. Emitowane są także zielone i społeczne obligacje czy obligacje zrównoważone rozwoju, które mają charakter charytatywny, w których często spłata zobowiązań uzależniona jest od sukcesu realizowanego programu.

W języku angielskim takie obligacje nazywane są social impact bonds, green (*environmental*) impact bonds czy sustainble impact bonds.

Wybór wynika także z wykorzystania środków

Wskazany podział obligacji na różne rodzaje pokrywa się także ze sposobem, w jaki wykorzystywane są wpływy z ich emisji. Obligacje zielone, społeczne czy zrównoważonego rozwoju mają określony cel inwestycyjny, na który pozyskiwane są środki. Finansowany projekt ze względu na swój charakter ma gwarantować czy to pozyskanie odnawialnego źródła energii, czy zbudowanie określonej liczby mieszkań dostępnych finansowo. I nie ma tu znaczenia, czy pozostała aktywność emitenta jest zielona lub zorientowana prospołecznie.

Z kolei obligacje związane ze zrównoważonymi celami (*sustainability linked*) przypominają swoim charakterem obligacje korporacyjne, czy szerzej obligacje ogólnego charakteru, gdzie emitent zobowiązuje się do uzyskania określonych wyników, z którymi pozyskiwane finansowanie nie musi być ściśle powiązane. Przykładowo, przedsiębiorca może zobowiązać się do zmniejszenia zużycia energii elektrycznej o 30 proc., a czy zrobi to przez zmianę technologii, unowocześnienie linii produkcyjnej, czy zmianę nawyków pracowników może być kwestię drugorzędną. Ważne, by przekonać inwestorów o realności takiego planu.

ESG a ryzyko defaultu

Powyższe powinno przekonać o korzyściach dla emitentów. Dotychczas nie ma bardzo silnej korelacji pomiędzy realizacją celów ESG a marżą podmiotu finansującego. Z dostępnych badań (m.in. przeprowadzanych przez Fidelity International czy Allianz) wynika jednak jednoznacznie, że emitenci ESG otrzymują marże niższe średnio o kilka punktów bazowych od konkurentów, którzy celów ESG nie realizują.

Ale skąd popularność takich instrumentów wśród nabywców? Analizy wskazują, że podmioty realizujące któryś ze zrównoważonych celów są mniej narażone na ryzyko utraty płynności finansowej i braku spłaty udzielonego finansowania. Częściowo tłumaczy się to tym, że takie przedsiębiorstwa są bardziej nastawione na cele długoterminowe, w miejsce krótkoterminowych, które mogą pociągać za sobą ryzyko dla stabilności biznesu. Ponadto inwestorzy instytucjonalni zaczęli uwzględniać kryterium podwójnej istotności. Jest to podejście, w którym nie tylko przedsiębiorstwo oddziałuje na otoczenie społeczne i środowisko naturalne, ale to oddziaływanie odbywa się też w drugą stronę.

Przykład
Zmiany klimatyczne mogą spowodować, że dane przedsiębiorstwo będzie zużywało więcej energii na chłodzenie albo uprawy zbóż będą dawały mniejsze plony. Stąd podmioty uwzgledniające takie okoliczności w swojej działalności będą lepiej przygotowane na nadchodzące zmiany i będą dawały nadzieję na regularną spłatę zobowiązań.

Kwestia standardu

Dotychczasowe emisje tematycznych obligacji (zielonych, społecznych, zrównoważonego rozwoju) nie były oparte o konkretne regulacje prawne, poza ogólnymi przepisami odnoszącymi się do emisji obligacji. Proces uznawania obligacji np. za zielone był oparty na potwierdzeniu zastosowania standardów przyjętych przez organizacje branżowe. W ramach procesu emisji zewnętrzny podmiot certyfikujący zapewniał, że inwestycja, na której realizację mają zostać przeznaczone środki, spełnia warunki określone w standardach oraz w ramowych warunkach emisji tematycznych obligacji, które emitent przyjął zgodnie z powyższymi standardami. Najpopularniejszymi międzynarodowymi standardami były te opracowane przez ICMA (Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych) oraz Climate Bonds Initiative.

Komisja Europejska także pracuje nad przyjęciem unijnego standardu dla zielonych obligacji (EUGBS), jako części pakietu propozycji legislacyjnych związanych z Europejskim Zielonym Ładem. Ma to nastąpić w połowie 2021 roku. Będzie on zbliżony do innych, dotychczas funkcjonujących na runku norm. Jego stosowanie nie będzie obowiązkowe, jednakże istotnym argumentem za tym przemawiającym może być pełna zgodność standardu z reżimem regulacyjnym ESG (w tym z unijną taksonomią, czyli prawnymi kryteriami uznania danej inwestycji za zieloną). Ponadto, jego ostatni projekt wskazywał, że środki pozyskane z emisji nie muszą być przechowywane na wydzielonym rachunku i podlegać specjalnemu nadzorowi. W przeciwieństwie do innych standardów, gdzie wymagany był szczególny system zarządzania środkami, takie podejście może zmniejszyć koszty obsługi długu i uelastycznić planowanie przepływów finansowych.

Należy jednak zauważyć, że unijne zielone obligacje mogą być wykorzystane jedynie na sfinansowanie lub refinansowanie inwestycji zgodnej z taksonomią środowiskową. Oznacza to, że omawiany standard nie nadaje się do emisji obligacji korporacyjnych o ogólnym przeznaczeniu czy do emisji obligacji związanych ze zrównoważonymi celami (*sustainability linked*).

Nieunikniony sukces unijnego standardu?

Wskazane powyżej elementy mogą sugerować większą atrakcyjność EUGBS w porównaniu z innymi standardami. Już w tej chwili dostrzegamy zjawisko zmiany warunków finansowania w taki sposób, aby uwzględnić cele związane z niskoemisyjnością.

Przykładowo, standardowe finansowania korporacyjne są zmieniane przez kredytobiorców i konsorcja banków w taki sposób, aby uwzględnić wskaźniki oparte na realizacji zielony celów lub celów istotnych społecznie. Można zatem się spodziewać, że część z tych zielonych emisji zostanie zastąpiona (zrefinansowana) emisjami opartymi już na unijnym standardzie dla zielonych obligacji, z atrakcyjniejszymi kosztami.

Dodatkowo w ramach projektów unijnej legislacji tylko inwestycje w obligacje emitowane zgodnie z unijnym standardem będą traktowane jako zgodne z unijną taksonomią. Można też się spodziewać, że unijne zielone obligacje będą preferowanym instrumentem akceptowanym jako zabezpieczenie w europejskim systemie bankowym. EUGBS będzie prawdopodobnie standardem promowanym przez różne instytucje unijne, jako uzgodnionym z celami środowiskowymi Unii Europejskiej i wspierającym zieloną transformację.

Przykład
Europejski Bank Inwestycyjny (EBI), który w kwietniu tego roku wyemitował dla polskich inwestorów zielone obligacje Climate Awareness Bond (CAB) o wartości 1,25 mld zł, zapowiedział, że zostaną one dostosowane do unijnego standardu zgodnie z Planem działania EBI na rzecz klimatu na lata 2021-2025.

Zielone obligacje a wymogi kapitałowe

Jednak prawdziwe trzęsienie ziemi wciąż przed nami. Już teraz głośno mówi się o wprowadzeniu w ramach reżimu ESG związku pomiędzy typem inwestycji a jej traktowaniem w bilansie instytucji finansowej (w kontekście wymogów kapitałowych czy stress testów). Jeżeli taka zmiana zostałaby wprowadzona, inwestorzy instytucjonalni uzyskaliby silny impuls do wyboru zielonych obligacji i obligacji zrównoważonego rozwoju.

Zobowiązania banków, funduszy inwestycyjnych i firm ubezpieczeniowych do realizacji polityki inwestycyjnej net zero – szerzej ujmując: inwestycji zrównoważonych – dodatkowo wpływa na popularność obligacji tematycznych na świecie w ostatnich latach. Ich łączna wartość w tym czasie wzrosła kilkukrotnie. Nagły wzrost wartości wyemitowanych obligacji społecznych w zeszłym roku odzwierciedlał z kolei pozyskiwanie funduszów na walkę ze społecznymi skutkami pandemii koronawirusa. Ponieważ emitentami były podmioty publiczne, wzmacniało to postrzeganie obligacji tematycznych jako bezpiecznych instrumentów.

Niebieski, brązowy...

Rosnąca popularność obligacji tematycznych przełoży się zapewne na częstsze klasyfikowanie obligacji według różnych kolorów. Już obecnie, śladem przepisów SFDR, mowa jest o papierach jasno- i ciemnozielonych. Obok obligacji zielonych zaczęły się pojawiać obligacje niebieskie, które de facto są... zielone, ale dotyczą inwestycji, których celem jest ochrona zasobów i ekosystemów wodnych. Przeciwieństwem obligacji klimatycznych czy środowiskowych są obligacje brązowe. Potocznie określa się tak papiery podmiotów, które w znacznym stopniu emitują gazy cieplarniane lub których działalność jest powiązana z paliwami kopalnianymi. Taka łatka w przyszłości utrudni sprzedaż papierów i ograniczy dostęp do taniego finansowania przedsiębiorstwom, których działalność jest szkodliwa dla środowiska i lokalnych społeczności.

Różnorodność obligacji tematycznych wynika z innowacyjności rynków kapitałowych oraz z potrzeby ułatwienia kategoryzacji instrumentów. Inwestorzy instytucjonalni w coraz większym zakresie uwzględniają komponenty ESG w swojej polityce inwestycyjnej i dzięki różnym typom obligacji zyskują łatwość w nawigowaniu po szybko zmieniającym się pejzażu instrumentów zrównoważonego finansowania. Dodatkowe ramy prawne i nowe standardy rynkowe uczynią wkrótce z tego rynkowego eksperymentu dominujący typ instrumentów dłużnych.

05.

Zielona transformacja: Świadectwo z zielonym paskiem

Małgorzata Gołębiowska

Zielona transformacja nie obędzie się bez zrównoważonego finansowania, nad którym unosi się widmo „zielonych nadużyć". Ponadto nowe rozwiązania i obowiązki raportowe powodują, że wielu inwestorów chce mieć pewność co do swoich decyzji. Dać ją mogą zielone recenzje.

Śmiało można bronić tezy, że jesteśmy świadkami rewolucji na rynku finansowym, spowodowanej wprowadzeniem przez Unię Europejską Rozporządzenia 2019/2088 (SFDR) oraz Rozporządzenia 2020/852 (Rozporządzenie o Taksonomii). Pierwsze wprowadza nowe obowiązki w zakresie raportowania informacji dotyczących m.in. tego, w jaki sposób dane przedsiębiorstwo przyczynia się do realizacji celów w zakresie ograniczenia emisji oraz kategoryzuje poszczególne rodzaje inwestycji. Druga z regulacji daje narzędzia do ustalenia, jakie warunki muszą zostać spełnione, aby dana inwestycja była uważana za „zieloną". A to dopiero początek - wszyscy obserwatorzy są zgodni, że powyższe akty prawne stanowią dopiero początek powstawania nowego reżimu prawnego, tj. regulacji ESG (czyli odnoszących się do komponentów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego).

Zielona rewolucja

Ekonomiści ING Banku Śląskiego oceniają, że w najbliższych latach wysoka dynamika wzrostu emisji „zielonych" instrumentów finansowych będzie utrzymana na rynkach bazowych i wschodzących, także w Polsce. NN Investment Partners szacuje natomiast, że globalnie rynek zielonych obligacji ma osiągnąć wartość 2 bilionów euro w 2023 roku. Oznacza to ciągłe zainteresowanie inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych „zielonymi" instrumentami finansowymi.

W tym kontekście mogą paść dwa kluczowe pytania – inwestora: jak kupić prawdziwie zielone instrumenty, i emitenta: jak przekonać inwestora, że moje instrumenty naprawdę są zielone?

Nabijanie w zieloną butelkę

Greenwashing to w najogólniejszym ujęciu komunikat przedsiębiorstwa, bazujący na fałszywych lub wprowadzających w błąd deklaracjach dotyczących zgodności produktu lub jego elementów z zasadami ochrony środowiska. Termin pochodzi od zbitki dwóch angielskich słów „green" – zielony i „whitewash" – wybielanie, mydlenie oczu i po raz pierwszy został użyty w artykule Jay'a Westervelda dla New York Timesa w 1986 r. celem zobrazowania zjawiska praktyki hoteli, które pod pozorem dbałości o środowisko namawiały gości do rzadszej wymiany ręczników. W ocenie autora artykułu, było to zwykłe „mydlenie oczu" bowiem hotelarzom nie zależało na środowisku a wyłącznie na oszczędnościach.

Do „mydlenia oczu" pozorną dbałością o ekologię może dochodzić również na rynku finansowym, gdzie emitenci mogą fałszywie wskazywać, że oferowane przez nich instrumenty są „zielone". Na pomoc inwestorom przybywają zewnętrzne podmioty recenzujące oraz podmioty przygotowujące zielone ratingi, umożliwiając ocenę deklaracji o kolorze instrumentów finansowych.

Jednocześnie, emitenci zyskują możliwość zachęcenia do inwestowania w oferowane instrumenty poprzez uwiarygodnienie przedstawianych informacji o pozytywnym wpływie prowadzonej przez siebie działalności na środowisko.

Korzyść dla emitenta

Recenzja instrumentów to nie tylko oręż w ręku inwestora, ale również pomocne narzędzie dla emitenta. Certyfikat lub niezależna opinia wydana przez wiarygodną instytucję (o czym poniżej), potwierdzająca deklaracje emitenta, pozwoli na uwiarygodnienie informacji zawartych m.in. w prospekcie emisyjnym, broszurach informacyjnych dla inwestorów czy też raportach okresowych.

Uwiarygodnienie, że inwestycja jest „zielona" może pomóc również przy ubieganiu się o finansowanie kredytem, stanowiąc dla banku finansującego wiarygodną informację i finalnie umożliwiając podjęcie pozytywnej decyzji o udzieleniu „zielonego" finansowania na preferencyjnych warunkach.

„Zielone"? To znaczy jakie?

Na ten moment nie funkcjonuje prawna definicja „zielonego" instrumentu finansowego: ani na poziomie krajowym, ani unijnym. Zaś termin „zielone" na rynku finansowym może mieć tyle definicji, ilu emitentów, inwestorów, prawników czy naukowców. Najogólniej rzecz ujmując, „zielony" instrument dłużny to taki, którego celem emisji jest finansowanie lub refinansowanie celu mającego pozytywny wpływ na środowisko.

By opanować terminologiczną kakofonię, różne organizacje branżowe podjęły kroki mające na celu ujednolicenie i uporządkowanie siatki pojęciowej odnoszącej się do „zielonych" instrumentów finansowych.

Najpowszechniejsze branżowe definicje „zielonych" obligacji zostały zaproponowane w „Green Bond Principles" (GBP) wydawanych przez International Capital Market Association (stowarzyszenie zrzeszające uczestników rynków kapitałowych, którego głównych celem jest promowanie najwyższych standardów rynkowych oraz wsparcie, edukacja i komunikacja w dziedzinie rynku kapitałowego) (ICMA) oraz „Climate Bond Standard" (CBS) wydawane przez Climate Bond Initiative (międzynarodowa organizacja mająca na celu zmobilizowanie międzynarodowego rynku obligacji na rzecz rozwiązań dotyczących zmian klimatu) (CBI).

Konkurencją dla ww. standardów rynkowych (prywatnych) mają być (dobrowolne) standardy unijne w postaci „EU Green Bond Standard". Publikacja oficjalnej propozycji standardu dla unijnych zielonych obligacji jest jednak planowana dopiero na drugi kwartał 2021 r.

Co może być przedmiotem recenzji?

Zasadniczo to podmiot ubiegający się o recenzję wyznacza zakres, w jakim chce być oceniany, w zależności od tego, komu chce pochwalić się kolorem swojego produktu. Ocenie zewnętrznego podmiotu certyfikującego mogą być poddawane wszelkie dokumenty przygotowywane przez emitenta - jego deklaracje, długofalowe polityki, dokumenty emisyjne lub sprawozdania dotyczące sposobu rozdysponowania środków z emisji.

Ocena może być dokonana tak przed emisją, jak i po niej. Recenzja może obejmować całościowo określony dokument lub wycinek informacji, np. sposób dystrybucji środków z emisji lub potwierdzenie, czy planowany projekt ma rzeczywiście mierzalny, pozytywny wpływ na środowisko.

Przykład:
PKN Orlen opublikował „Przed-emisyjny raport weryfikacyjny" („Pre-Issuance Verification Report"), sporządzony zgodnie ze standardami „Climate Bond Standard" wydawanymi przez organizację Climate Bond Initiative, w którym ocenie poddano projekt finansowania obligacjami przyszłych projektów z zakresu „czystej" infrastruktury transportowej. Orlen poddał też ocenie przyjęte przez siebie zasady finansowania zielonych inwestycji w dokumencie „Green Finance Framework", pod kątem zgodności z „Green Bond Principles" wydawanymi przez ICMA.

Dla banków finansujących lub inwestorów oznacza to, że istnieje sposób na stałe kontrolowanie informacji przekazywanych przez emitenta na każdym etapie realizacji finansowanego projektu.

Co sprawia, że instrument jest zielony?

Kryteria recenzji, czy dany instrument jest „zielony", zależą od standardu, zgodnie z którym emitent chce przygotowywać swoje instrumenty, przy czym do najpopularniejszych standardów należą wspomniane już GBP ICMA oraz CBS GBI.

Przykład:
Zielone obligacje wyemitowane zgodnie z GBP ICMA podlegają ocenie w następujących obszarach:
(i) wykorzystanie środków z emisji;
(ii) proces oceny projektów i ich selekcja;
(iii) zarządzanie środkami oraz
(iv) raportowanie.

Ocena pierwszego z wymienionych obszarów – wykorzystania środków, oznacza, że podmiot recenzujący weryfikuje, czy środki z emisji rzeczywiście mają służyć finansowaniu bądź refinansowaniu „Zielonego Projektu". Najogólniej rzecz ujmując „Zielone Projekty" zgodnie z GBP, to projekty, które przyniosły dla środowiska wymierne korzyści, a korzyści te zostały ocenione oraz oszacowane przez emitenta.

W GBP wskazano kilka przykładowych kategorii projektów, które można uznać za „zielone", jako przyczyniające się do realizacji celów środowiskowych, np. łagodzenie zmian klimatu czy ochrona zasobów naturalnych.

Dokument zawiera również przykładową listę obszarów, w ramach których można realizować „Zielone Projekty". Są to: energia odnawialna, efektywność energetyczna, zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola czy ochrona bioróżnorodności lądowej i wodnej. Dla przykładu, zielonym projektem zgodnie z GBP będzie przeznaczanie środków z emisji obligacji na finansowanie farmy fotowoltaicznej, przy czym emitent musi wskazać, że realizacja projektu przyczyni się w określonej perspektywie czasowej do łagodzenie zmian klimatu.

Drugim obszarem oceny zgodnie z GBP jest „proces oceny projektów i ich selekcja", co oznacza, że bada się i recenzuje czy emitent obligacji jasno wskazał inwestorom cele „Zielonego Projektu", czy i w jaki sposób określił, że dany projekt jest zielony, oraz czy wskazał środowiskowe i społeczne ryzyka związane z finansowanym projektem oraz sposób, w jaki zamierza je mitygować.

Trzeci obszar oceny instrumentu obejmuje ocenę sposobu zarządzania przez emitenta środkami uzyskanymi z emisji zielonych obligacji. Mając na uwadze, że nadrzędnym celem GBP jest promowanie przejrzystości w procesie emisji zielonych instrumentów, zaleca się, aby polityka wewnętrzna danego emitenta była przejrzysta w zakresie zarządzania środkami uzyskanymi z emisji i umożliwiała monitorowanie mechanizmu przydzielania środków. Zaleca się np. stworzenie oddzielnego subkonta, na którym gromadzone byłyby środki z emisji lub ich równowartość.

Ostatnim obszarem podlegającym ocenie jest sposób, w jaki dany podmiot informuje inwestorów: częstotliwość udzielania informacji oraz ich zakres.

Kto może recenzować?

Działalność podmiotów dokonujących recenzji zielonych instrumentów nie jest regulowana. Mając na uwadze, że poddawanie recenzji instrumentów pod kątem ich „koloru" ma charakter dobrowolny i oceny dokonuje się przez pryzmat zasad ustalanych przez organizacje branżowe, trudno się dziwić, że podmioty świadczące tego rodzaju usługi nie muszą przestrzegać reguł tak, jak mają to w obowiązku np. biegli rewidenci.

Niemniej UE ma w planach wprowadzenie certyfikacji wszystkich podmiotów recenzujących przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).

Ważne!
Obecnie najpopularniejszymi dostawcami usług recenzowania instrumentów są niefinansowe agencje ratingowe, firmy konsultingowe, firmy audytorskie i wyspecjalizowane, globalne instytucje certyfikujące.

Zgodnie ze standardami ICMA oraz GBI recenzja instrumentu, aby była wiarygodna, ma stanowić wynik pracy podmiotu zewnętrznego, nieuczestniczącego w procesie emisji danego instrumentu. W praktyce ma to oznaczać, że za wiarygodną ocenę nie zostanie uznany certyfikat wydany przez doradcę (na przykład doradcę środowiskowego) pomagającego emitentowi w procesie sporządzania dokumentów emisyjnych.

Forma recenzji

Forma recenzji zależy od emitenta dokonującego wyboru spośród produktów oferowanych przez podmioty recenzujące. Do najpopularniejszych form recenzji należą obecnie opinie niezależnego eksperta (ang. *second party opinion*), certyfikaty i ratingi. Recenzje zewnętrzne (oczywiście w zależności od wybranego standardu) najczęściej zawierają opis celu, zakresu prac i kwalifikacji recenzenta zewnętrznego, oświadczenie w sprawie niezależności recenzenta, opis definicji i sposobu analizy projektu oraz końcowe wnioski i zastrzeżenia.

„Zielone" ratingi

Emitent może uzyskać rating dla oferowanych przez siebie instrumentów lub ich kluczowej cechy (np. wykorzystania środków) od wykwalifikowanych podmiotów zewnętrznych, takich jak ośrodki badawcze czy agencje ratingowe, zgodnie z przyjętym modelem ratingowym.

Wobec rosnącego apetytu inwestorów na „zielone" instrumenty, agencje ratingowe przygotowują tzw. ratingi ESG (*environmental, social responsibility, corporate governance*), stanowiące kolejny instrument recenzowania zaangażowania podmiotu w kwestie ochrony środowiska i „zieloności" oferowanych przez niego instrumentów. Niemniej ESMA wskazuje, że dostępne ratingi ESG są niespójne u dostawców ze względu na różne metodologie przez nich stosowane, co utrudnia inwestorom podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej. Dlatego też regulator wezwał Komisję Europejską do uregulowania kwestii ratingów ESG.

Jako przykład w rozbieżności między ratingami ESG podaje się historię Tesli – podczas gdy amerykańska agencja ratingowa MSCI oceniła producenta samochodów elektrycznych jako drugiego najlepszego producenta samochodów pod względem kierowania się zasadami ESG, FTSE Russell w tym samym czasie wskazał Teslę jako jedną z marek samochodów, która w najmniejszym stopniu kieruje się zasadami ESG w swojej działalności.

EU ecolabel – unijny stempel

Prace w zakresie recenzji instrumentów prowadzi również prawodawca unijny. Obecnie „EU ecolabel" to dobrowolny program, mający na celu zachęcenie do wprowadzania na rynek wyrobów i usług bardziej przyjaznych dla środowiska. Do tej pory objęte nim były wyłącznie produkty „materialne" jak wybielacze czy dywany, jednak unijni włodarze mają w planach umożliwienie uzyskania „zielonej metki" również przez usługi finansowe. Plany te są jednak w początkowej fazie.

Gwarant pewności

Mimo że niewymagana prawem, pozytywna recenzja pod kątem spełniania przez instrument określonego rodzaju „zielonych" standardów może być korzystna dla emitenta, (np. wobec odpowiedzialności za dane zawarte w udostępnianych dokumentach, takich jak prospekt emisyjny lub broszury udostępniane inwestorom przed zakupem danego instrumentu). Co więcej, informacja o przeprowadzonej recenzji i zgodności z wybranym standardem może przyczynić się do polepszenia sytuacji emitenta w toku procesu emisji instrumentów finansowych lub np. w procesie ubiegania się o finansowanie bankowe lub zachęcić inwestorów instytucjonalnych.

Być może przyczyni się to do zwiększenia popularności poddawania recenzji emitowanych przez siebie instrumentów nie tylko przez największych polskich graczy rynkowych.

Nasze wsparcie

Wspieramy firmy w odnajdywaniu się w nowych realiach szybko rozwijających się ram prawnych dotyczących zrównoważonego rozwoju i komponentów ESG. Doradzamy w zakresie obowiązków raportowych zarówno instytucjom finansowym, jak i podmiotom niefinansowym. Pomagamy w projektach związanych z finansowaniem zielonej transformacji biznesu. Pracujemy nad transakcjami finansowania zrównoważonego, w tym kredytami bankowymi i instrumentami dłużnymi. Radzimy, jak przełożyć strategie biznesowe na cele emisyjne ofert publicznych akcji, uwzględniające komponenty ESG.

Ponieważ zielona transformacja i uwzględnienie celów zrównoważonego rozwoju to nie tylko rynki kapitałowe, nasze wsparcie obejmuje także inne obszary, w szczególności:

- doradztwo w zakresie opracowania i implementacji strategii zeroemisyjności
- doradztwo w zakresie zmian źródeł energii i inwestycji w energetykę odnawialną oraz magazyny energii
- doradztwo w zakresie procesów due diligence w odniesieniu do komponentów ESG – wewnętrznych i łańcuchów dostaw
- doradztwo związane z odpowiedzialnością spółki i członków organów za naruszenia norm dotyczących komponentów ESG – wewnętrznych i w łańcuchach dostaw
- doradztwo w zakresie uwzględnienia komponentów ESG w umowach z kontrahentami
- doradztwo w zakresie zarządzania materiałami i odpadami w gospodarce obiegu zamkniętego
- doradztwo w zakresie rozszerzonej odpowiedzialności za produkt, wymogów dotyczących opakowań i innych zagadnień związanych z funkcjonowaniem produktu w gospodarce obiegu zamkniętego

Kontakt

Ewa Szlachetka
Partner
Rynki kapitałowe, M&A
T: +48 22 50 50 787
E: Ewa.Szlachetka
@eversheds-sutherland.pl

Ewa Łachowska-Brol
Partner
Prawo pracy
T: +48 22 50 50 797
E: Ewa.Lachowska-Brol
@eversheds-sutherland.pl

Krzysztof Wierzbowski
Senior Partner
Nieruchomości i infrastruktura
T: +48 22 50 50 722
E: Krzysztof.Wierzbowski
@eversheds-sutherland.pl

Marta Gadomska-Gołąb
Partner
Commercial
T: +48 22 50 50 732
E: Marta.Gadomska-Golab
@eversheds-sutherland.pl

Dr Aleksandra Kunkiel-Kryńska
Partner
Commercial
T: +48 22 50 50 775
E: Aleksandra.Kunkiel-Krynska
@eversheds-sutherland.pl

Michał Drozdowicz
Partner
Kontrakty publiczne i energetyka
T: +48 22 50 50 739
E: Michal.Drozdowicz
@eversheds-sutherland.pl

Michał Markowski
Partner
Bankowość i finanse
T: +48 22 50 50 715
E: Michal.Markowski
@eversheds-sutherland.pl

Maciej Jóźwiak
Partner
Rozwiązywanie sporów
T: +48 22 50 50 747
E: Maciej.Jozwiak
@eversheds-sutherland.pl

Piotr Kowalik
Of Counsel
Rynki kapitałowe
T: +48 22 50 50 737
E: Piotr.Kowalik
@eversheds-sutherland.pl