

Agnieszka Wicha

Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego

a.wicha@uksw.edu.pl

<https://orcid.org/0000-0002-6499-3393>

Zrównoważone finansowanie z perspektywy państw Grupy Wyszehradzkiej i regionalnych rynków kapitałowych

Wprowadzenie

Wyzwania wynikające ze zmian klimatu i konieczność podjęcia działań na rzecz ochrony środowiska są zagadnieniami globalnymi, nad którymi pochylają się decydenci z różnych państw i regionów świata. Szczególnego wymiaru te działania przybrały na poziomie Unii Europejskiej, gdzie wykorzystano instrumenty prawne nakładające nowe obowiązki, które mają przyczynić się do przeniesienia strumienia finansowania na projekty prośrodowiskowe, transformację gospodarki w kierunku gospodarki obiegu zamkniętego oraz podnoszenia świadomości obywateli UE.

Zrównoważone finansowanie w UE jest tworzone przy wykorzystaniu zróżnicowanych narzędzi prawnych. Jednym z istotnych kierunków regulacyjnych przyjętych w UE są obowiązki ujawnieniowe związane z wpływem danej działalności na cele zrównoważonego rozwoju. Jednym z kluczowych założeń działań regulacyjnych podejmowanych na poziomie UE jest rozbudowa i rozwój ujawnień dokonywanych przez poszczególne przedsiębiorstwa prowadzące działalność w UE w celu wzmocnienia i rozwoju finansowania czynników zrównoważonego rozwoju i projektów na to ukierunkowanych. Nakładanie nowych obowiązków z tego obszaru powinno przyczynić się do zwiększenia świadomości

wpływu, świadomości inwestorów, a także porównywalności danych dotyczących wpływu na globalne cele klimatyczne i zrównoważonego rozwoju¹.

Działania prawodawcze podejmowane na poziomie UE wywołują przeobrażenia w architekturze regulacyjnej wszystkich państw członkowskich, w tym także w Polsce, Czechach, Słowacji i na Węgrzech. Prawo stanowi swoisty stymulator rozwoju zrównoważonego finansowania. Projekty i inwestycje zrównoważone rozwijają się we wszystkich państwach członkowskich i przedsiębiorcy ze wszystkich państw mierzą się z wyzwaniem zrównoważonego rozwoju i transformacji gospodarczej. Impulsy regulacyjne mogą także stanowić szansę rozwoju rynków kapitałowych państw Grupy Wyszehradzkiej. Celem artykułu jest przedstawienie uwarunkowań i szans wynikających z unijnych regulacji zrównoważonego finansowania. Dla zweryfikowania założenia dotyczącego rozwoju rynków zrównoważonego finansowania Grupy Wyszehradzkiej określono zakres kluczowych regulacji z obszaru zrównoważonego finansowania oraz przedstawiono specyfikę uwarunkowań regionu Europy Środkowej. W procesie badawczym wykorzystano metodę dogmatyczno-prawną oraz ekonomiczną analizę prawa.

Regulacyjne filary zrównoważonego finansowania

Cele i zobowiązania z zakresu zrównoważonego rozwoju przyjęte na poziomie międzynarodowym są także realizowane na poziomie UE. Ogólne kierunki zostały wyznaczone w dokumentach o charakterze strategicznym, takich jak: Europejski Zielony Ład i Plan działania w zakresie finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego². Ich konkretyzacja nastąpiła przez przyjęcie aktów prawa wtórnego UE. Na zasadniczy trzon regulacyjny składają się rozporządzenie 2019/2088 (dalej: SFDR)³, rozporządzenie 2020/852⁴ (dalej: Taksonomia) oraz dyrektywa 2022/2464 (dalej: CSRD)⁵. W ostatnich

¹ A. Wicha, *Non-financial disclosures requirements as a regulation model for promoting and imposing sustainable finance within the European Union*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia Sectio M”, 2021, t. VI, s. 139–141.

² D. Bush, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, „Capital Markets Law Journal”, 2023, vol. 18, no. 3, s. 304.

³ „Dziennik Urzędowy” L 317 z 9.12.2019, s. 1–16, „Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych”.

⁴ „Dziennik Urzędowy” L 198 z 22.06.2020, s. 13–43, „Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088”.

⁵ „Dziennik Urzędowy” L 322 z 16.12.2022, s. 15–80, „Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE)

latach przyjęto także inne regulacje wpisujące się w nurt zrównoważonego finansowania, jednak te trzy wymienione stanowią kluczowe akty kształtujące zakres zobowiązań związanych z ujawnianiem i kwantyfikowaniem kluczowych informacji związanych z celami zrównoważonego rozwoju. Zgodnie z art. 288 Traktatu o Funkcjonowaniu UE rozporządzenia wiążą w całości i są bezpośrednio stosowane, zatem stały się także częścią porządków prawnych państw Grupy Wyszehradzkiej, natomiast w przypadku CSRD jest wymagana transpozycja do krajowych porządków prawnych. Żadne z państw Grupy Wyszehradzkiej nie dokonało jeszcze transpozycji, termin upłynął 6 lipca 2024 roku (art. 5 CSRD)⁶. Regulacje tworzone w UE mają pionierski charakter i stanowią wyzwanie dla wszystkich państw członkowskich UE.

SFDR jest aktem, który ma na celu wprowadzenie transparentności i porównywalności w zakresie kwalifikacji inwestycji jako zrównoważonych środowiskowo oraz zapewnienie odpowiedniego dostępu do informacji dla inwestorów⁷. Poza elementami odnoszącymi się do samej klasyfikacji inwestycji zrównoważonych środowiskowo na uczestników rynku finansowego i doradców finansowych jest nakładany szereg obowiązków ujawnieniowych, m.in. obowiązek publikacji strategii inwestycyjnych i umiejscowienia w nich ryzyk zrównoważonego rozwoju (art. 3 SFDR), publikacji informacji dotyczących niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju na poziomie podmiotu (art. 4 SFDR) i na poziomie konkretnego produktu finansowego (art. 7–11 SFDR). W konsekwencji wykonywania SFDR produkty inwestycyjne określane mianem zrównoważonych będą mogły być porównywalne, a sami inwestorzy nie będą wprowadzani w błąd co do wpływu danej inwestycji na cele zrównoważonego rozwoju, a ujawniane informacje będą porównywalne za sprawą wystandaryzowanych form ujawnień określanych w aktach delegowanych⁸.

Taksonomia wprowadza system klasyfikacji działalności gospodarczych jako zrównoważonych środowiskowo (art. 3 Taksonomii). Z punktu widzenia obowiązków ujawnieniowych szczególne znaczenie ma art. 8 Taksonomii, w którym nałożono na przedsiębiorców obowiązek ujawniania, w jaki sposób i w jakim stopniu działalność przedsiębiorstwa jest związana z działalnością gospodarczą, która kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo zgodnie z kryteriami

nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju”.

⁶ Strona Internetowa Eur-lex, www.eur-lex.europa.eu, „Dyrektywa – 2022/2464 – transpozycja do prawa krajowego” [dostęp: 7.04.2024].

⁷ D. Bush, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, „Capital Markets Law Journal” 2023, vol. 18, no. 3, s. 306–307.

⁸ *Ibidem*, s. 307–309.

ustanowionymi na podstawie Taksonomii. To ma z kolei ścisły związek z ocenami, jakie inwestorzy dokonują, inwestując w poszczególne spółki giełdowe, i będzie miało wpływ na możliwość kwalifikowania określonych produktów inwestycyjnych jako zrównoważone środowiskowo. Dla zapewnienia dostępności i porównywalności ujawnień przyjęto akt delegowany, który szczegółowo ustala wzory i zasady dokonywania tych ujawnień⁹.

CSRD rozwija wcześniej istniejący obowiązek ujawniania w sprawozdaniach rocznych informacji niefinansowych związanych ze zrównoważonym rozwojem. Zgodnie z art. 1 CSRD przedsiębiorstwa są zobowiązane do ujawniania m.in. opisu modelu i strategii biznesowej w sposób, który będzie ujawniać ich odporność na ryzyka związane ze zrównoważonym rozwojem, szanse dla przedsiębiorstwa wynikające z kwestii ESG, plany związane z transformacją gospodarczą zmierzającą do osiągnięcia zmian klimatycznych. Dodatkowo przedsiębiorcy są zobowiązani do ustalania mierzalnych i weryfikowalnych celów związanych ze zrównoważonym rozwojem. Dla zapewnienia odpowiedniej jakości i porównywalności ujawnianych informacji Komisja Europejska została uprawniona do przyjęcia aktów delegowanych, które ustanowią standardy sprawozdawczości. Merytorycznym wsparciem w przygotowywaniu wzorów sprawozdawczości będzie Europejska Grupa Doradcza ds. Sprawozdawczości Finansowej (EFRAG).

Obowiązki ujawnieniowe nakładane w SFDR, Taksonomii i CSRD mają wspólny mianownik – wszystkie nakładają nowe obowiązki na przedsiębiorstwa, zarówno te poszukujące finansowania na projekty mające na celu transformację gospodarczą, jak i te, które tego finansowania mogłyby udzielać. Szczególna uwaga w tych regulacjach jest poświęcona zagadnieniu produktów inwestycyjnych i pozyskiwania finansowania na osiągnięcie celów zrównoważonego rozwoju. W tym założeniu ujawnia się kluczowa rola instytucji finansowych i rynków kapitałowych w dostarczaniu niezbędnych środków finansowych dla gospodarki UE. Regulacje są tworzone na poziomie UE, a zunifikowane standardy wypracowywane przez Europejskie Urzędy Nadzoru oraz EFRAG. Z punktu widzenia regulacji i systemu prawa UE sytuacja państw Grupy Wyszehradzkiej jest taka sama jak każdego państwa członkowskiego UE, natomiast zasadnicze wyzwania pojawiają się w kontekście otoczenia gospodarczo-ekonomicznego wpływającego na specyficzne uwarunkowania państw Grupy Wyszehradzkiej.

⁹ „Dziennik Urzędowy” L 443 z 10.12.2021, s. 9–67, „Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji”.

Zrównoważony rozwój z perspektywy państw grupy Wyszehradzkiej

Region państw Grupy Wyszehradzkiej odpowiada za ok. 7% PKB UE, jednocześnie państwa te mają gospodarki w dużej mierze oparte na energii wytwarzanej z ropy, gazu ziemnego i węgla, co czyni tę grupę państw szczególnie zainteresowaną podejmowaniem działań zmierzających do reformy gospodarczej i większego zaangażowania w osiąganie zadeklarowanych celów klimatycznych. Państwa Grupy Wyszehradzkiej odpowiadają za ok. 16 % emisji dwutlenku węgla w UE, stąd istotną rolę mogą odegrać rynki kapitałowe dostarczające finansowania na te szczególne potrzeby transformacyjne¹⁰.

Działania na rzecz transformacji gospodarczej były podejmowane już przed przyjęciem dokumentów strategicznych na poziomie UE. Piotr Kułyk i Anna Gąsiorek-Kowalewicz wskazują, że działania te są powiązane z tzw. zieloną gospodarką, która ściśle łączy się ze zrównoważonym rozwojem. Ten sektor gospodarki intensywnie rozwija się w całej UE, już w 2014 roku zielone sektory gospodarki w UE generowały obroty rządu 571 mld EUR, również w krajach Grupy Wyszehradzkiej był identyfikowany wzrost dynamiki produkcji w tych sektorach¹¹. Krystian Bigos wskazuje, że postawa państw Grupy Wyszehradzkiej wpisuje się w ogólną percepcję i podejście państw do zrównoważonego rozwoju, przechodząc od zubożenia na kwestie środowiskowe do wzrostu świadomości społeczności¹².

Kwestie zrównoważonego rozwoju oraz odpowiednie artykułowanie potrzeb państw Grupy Wyszehradzkiej były jednymi z kluczowych pól współpracy zdefiniowanych podczas polskiego przewodnictwa w latach 2020–2021¹³. To pokazuje, że w tym obszarze występują wspólne interesy, które mogą być konsekwentnie wyrażane na poziomie unijnym. Referencje do zrównoważonego rozwoju jako celu współpracy w ramach Grupy Wyszehradzkiej nie są wyłącznie efektem polityki unijnej, ale wynikają także z już identyfikowanych celów i priorytetów,

¹⁰ The International Sustainable Finance Centre, Sustainable Investment Roadmap, Climate investing in the V4 countries, December 2022, s. 4.

¹¹ P. Kułyk, A. Gąsiorek-Kowalewicz, *Rozwój zielonej gospodarki w krajach Grupy Wyszehradzkiej* „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie”, 2018, t. 18(XXXIII), z. 2, s. 196–200.

¹² K. Bigos, *Zrównoważony rozwój w krajach Grupy Wyszehradzkiej: ujęcie teoretyczne i empiryczne*, [w:] *Handel zagraniczny i biznes międzynarodowy we współczesnej gospodarce*, red. M. Maciejewski, K. Wach, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2017, s. 108–110.

¹³ Raport Polskiego Przewodnictwa w Grupie Wyszehradzkiej, Ministerstwo Spraw Zagranicznych, Warszawa 2021.

podkreślonych m.in. w Deklaracji Bratysławskiej z 2011 roku¹⁴. Kwestie związane ze środowiskiem były znacznie wcześniej akcentowane na forum państw Grupy Wyszehradzkiej, dostrzegając także istotę współpracy w tym obszarze w związku ze wstąpieniem do UE. W deklaracji Ministrów zajmujących się kwestiami ochrony środowiska w państwach Grupy Wyszehradzkiej wskazano na wspólny cel w postaci wykorzystania środków z UE na rzecz przygotowania i wdrożenia krajowych programów rozwojowych i środowiskowych¹⁵.

Elementem wpływającym na podobieństwo celów i oczekiwań Grupy Wyszehradzkiej jest wysoki udział MŚP wśród podmiotów gospodarczych regionu. Zgodnie z szacunkami MŚP stanowią 99% przedsiębiorstw w Grupie Wyszehradzkiej. Przedsiębiorstwa te podejmują także zróżnicowane działania wpisujące się w osiągnięcie celów zrównoważonego rozwoju¹⁶. MŚP są przedsiębiorstwami, które z jednej strony stawiają na rozwój oferty i dostosowywanie do potrzeb zmieniającego się otoczenia i wyzwania wynikające ze zmian klimatu, a z drugiej strony potrzebują dostępności finansowania niezbędnego do ponoszenia dodatkowych kosztów z tego wynikających. Jednocześnie należy zauważyć, że specyfika działalności tego typu przedsiębiorstw zakłada, że ze względu na ograniczone zasoby i finansowe, i kadrowe tych podmiotów zasadne jest limitowanie dodatkowych obowiązków na nich nakładanych w związku z rozwojem unijnych regulacji z obszaru zrównoważonego finansowania. Ten cel może być elementem łączącym wszystkie państwa Grupy Wyszehradzkiej.

Kolejnym elementem wspólnym wpływającym na kształt rozwoju zrównoważonego finansowania w państwach Grupy Wyszehradzkiej jest kwestia struktury źródeł energii w tych państwach i dostępu do surowców naturalnych oraz powiązanych z tym kwestii bezpieczeństwa energetycznego. Przemysł wydobywczy węgla kamiennego i brunatnego stanowi ważną część gospodarki państw regionu, a także determinuje sposób wytwarzania energii i wpływa na poziom uzależniania od importu określonych surowców energetycznych. Z tego względu państwa regionu potrzebują znaczących środków, które należy przeznaczyć na przejście gospodarki na odnawialne źródła energii¹⁷.

¹⁴ A. Czyż, *Współpraca regionalna państw Grupy Wyszehradzkiej: doświadczenia i perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2018, s. 272.

¹⁵ Joint Statement of the 11th Meeting of Ministers of Environment of the Visegrad Group Countries, Siófok, May 20–21 2004.

¹⁶ A. Koszarek-Cyra, *Inicjatywy ekologiczne sektora MSP w państwach Grupy Wyszehradzkiej*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Seria: Organizacja i Zarządzanie”, 2016, z. 93, nr kol. 1957, s. 243–246.

¹⁷ E. Kochanek, *The Energy Transition in the Visegrad Group Countries*, „Energies”, 2021, 14, 2212, s. 3.

Ujawnienia dotyczące zrównoważonego rozwoju w państwach Grupy Wyszehradzkiej

Jednym z istotnych założeń związanych z finansowaniem zrównoważonego rozwoju jest wprowadzenie wymogów dotyczących konieczności sporządzania przez podmioty prywatne ujawnień o skali zaangażowania i wpływu działalności danego podmiotu na osiągnięcie celów zrównoważonego rozwoju, a także wpływu ryzyk środowiskowych i społecznych na jego działalność. Ujawnienia niefinansowe nie zostały wprowadzone wyłącznie w celu monitorowania zagadnień związanych ze zrównoważonym rozwojem, ale są trendem rozwijającym się od wielu lat na całym świecie. W tym czasie wykształciły się niewiążące standardy międzynarodowe dotyczące zakresu i sposobu ujawnień informacji niefinansowych przez przedsiębiorców (m.in. Global Reporting Initiative), a na poziomie UE wprowadzono ramy prawne dla takich ujawnień przez przyjęcie Dyrektywy 2014/95/UE. Intencją stojącą za wypracowaniem standardów ujawnień niefinansowych była potrzeba dostępu do informacji mogących mieć istotny wpływ na procesy decyzyjne inwestorów i informacje o potencjalnym wpływie czynników pozafinansowych na kondycję spółki¹⁸. Rozwój inicjatyw z zakresu standaryzacji ujawnianych informacji niefinansowych miał szczególny wpływ na przepływ kapitału i pozyskiwanie kapitału przez spółki notowane na giełdzie, wspierając w ten sposób inwestorów w dostępie do informacji.

Za sprawą europejskiej strategii Zielonego Ładu i zrównoważonego finansowania zakres ujawnień niefinansowych został zasadniczo rozszerzony za sprawą wskazanych powyżej aktów prawnych. Obecnie wskazuje się, że prezentacja ujawnień niefinansowych wpływa na wzrost zaufania inwestorów, co może mieć szczególne znaczenie w kontekście finansowania potrzeb związanych z transformacją gospodarczą¹⁹.

Ze względu na złożoną strukturę regulacji na poziomie UE dotyczącą zrównoważonego finansowania należy rozróżnić dwie kwestie. Niektóre wymogi dotyczące ujawnień, jak Taksonomia i SFDR, ze względu na formę rozporządzeń są stosowane bezpośrednio i stały się częścią porządku prawnego poszczególnych państw członkowskich. W tym zakresie wymogi są jednakowo ukształtowane, choć ich interpretacja nie jest jeszcze w pełni jednolita i ujawnia się w zróżnicowanym podejściu do wypełniania obowiązków przez poszczególne przedsiębior-

¹⁸ I. Emerling, *Znaczenie ujawnień niefinansowych dla inwestorów i wizerunku jednostki gospodarczej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 2018, nr 369, s. 41–43.

¹⁹ International Sustainable Finance Centre, *Sustainability disclosure in the v4 region: the failure to launch*, March 2024, s. 3.

stwa i przez zróżnicowane interpretowanie określonych. Różnice w interpretacji wymogów wynikających wprost z przepisów prawa można dostrzec jako wniosek z badania Deloitte dotyczącego obowiązkowych ujawnień taksonomicznych za 2022 rok w Polsce²⁰. Po drugie zasadniczy obowiązek sporządzania ujawnień niefinansowych został wprowadzony w Dyrektywie 2014/95/UE²¹, która ostatnio została zastąpiona CSRD. Dyrektywa wymaga transpozycji do krajowych porządków prawnych, co może spowodować pewne różnice w podejściu do uregulowaniu kwestii sporządzania ujawnień niefinansowych w momencie dokonania implementacji CSRD.

Autorzy Raportu „Sustainability disclosure in the v4 region: the failure to launch” wskazują na pewne elementy wspólne dla państw Grupy Wyszehradzkiej w kontekście ujawnień informacji niefinansowych. Podejście do rozwoju i wspierania zmiany świadomości przedsiębiorstw do ujawnień niefinansowych w zasadniczej mierze sprowadza się do egzekwowania obowiązków wynikających z prawa. Obowiązki są nakładane w zakresie, jaki wynika z przepisów unijnych, a więc koncentrują się na największych przedsiębiorcach i spółkach notowanych na giełdzie. Nie wprowadza się mechanizmów wspierania i zachęt do rozwoju raportowania niefinansowego czy też rozszerzenia go na podmioty nieobjęte przepisami, a mogące prezentować dobrowolne ujawnienia²². Zakres i jakość ujawnień informacji z dziedziny zrównoważonego rozwoju odgrywa kluczową rolę w kontekście zrównoważonych inwestycji, ponieważ te informacje służą instytucjom finansowym i inwestorom do podejmowania decyzji inwestycyjnych i tworzenia portfeli inwestycyjnych opartych na spółkach, które wypełniają lub deklarują określony wpływ na środowisko i cele zrównoważonego rozwoju. Na kluczową rolę dobrej jakości ujawnień informacji niefinansowych zwracał uwagę m.in. Europejski Urząd Nadzoru nad Giełdami i Papierami Wartościowymi (EUNGiPW) w swoim komunikacie oceniającym pierwsze ujawnienia dokonywane przez przedsiębiorstwa na podstawie Taksonomii²³. Z tego punktu widzenia trudno mówić o rozwoju zrównoważonych inwestycji, w sytuacji gdy spółki i przedsiębiorcy nie prezentują informacji kluczowych dla możliwości włączenia określonych instru-

²⁰ Zob. Deloitte, Raport z podsumowania przeglądu obowiązkowych ujawnień taksonomicznych przedsiębiorstw za rok 2022.

²¹ „Dziennik Urzędowy” L 330 z 15.11.2014, „Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy”.

²² International Sustainable Finance Centre, Sustainability disclosure in the v4 region: the failure to launch, March 2024, s. 14–17.

²³ ESMA32-992851010-1098, Summary of findings Results of a fact-finding exercise on corporate reporting practices under the Taxonomy Regulation, s. 3.

mentów finansowych do puli zrównoważonych inwestycji bądź wyemitowania papierów wartościowych przez przedsiębiorstwo spełniające określone standardy. EUNGiPW wskazał w jednym ze swoich stanowisk, że fundusz inwestycyjny powinien być uznany za związany ze zrównoważonym rozwojem, o ile minimum 80% inwestycji będzie związana z działalnością zrównoważoną środowiskowo lub powiązana z odpowiednimi wskaźnikami zrównoważonego rozwoju²⁴. Tym samym konieczne jest posiadanie właściwych danych ujawnianych przez spółki, jeśli inwestycje w nie miałyby być określane mianem zrównoważonych. W państwach Grupy Wyszehradzkiej ze względu na znaczącą liczbę małych i średnich przedsiębiorstw w gospodarce koncentracja na rozwoju raportowania niefinansowego przez największe przedsiębiorstwa może nie doprowadzić do oczekiwanych zmian sposobu finansowania gospodarki i przekierowaniu strumieni finansowania do potrzebujących środków MŚP.

Giełdy papierów wartościowych państw Grupy Wyszehradzkiej wobec czynników ESG

Dostarczanie i zdobywanie środków na transformację gospodarczą i osiągnięcie celów zrównoważonego rozwoju wymaga znacznych nakładów finansowych. Już w 2018 roku Komisja Europejska wskazywała w swoich szacunkach, że UE będzie potrzebować 350 mld EUR rocznie dodatkowych inwestycji, które pomogą osiągnąć cel redukcji emisji CO² wyłącznie w zakresie systemów energetycznych i dodatkowo 130 mld EUR rocznie na pozostałe cele środowiskowe²⁵. Wielu analityków i ekspertów rynku kapitałowego wskazuje, że obecnie Europa staje się jednym z głównych graczy globalnych rynków finansowych, gdzie koncentrują się zrównoważone inwestycje. Według szacunków ok. 83% aktywów netto globalnych funduszy zrównoważonych o łącznej wartości ok. 2 bln EUR znajduje się w Europie²⁶. Jedną z kluczowych ról na rynkach kapitałowych odgrywają giełdy papierów wartościowych. Należy zatem powyższe rozważania uzupełnić o zaangażowanie giełd w państwach Grupy Wyszehradzkiej w zrównoważone inwestycje.

Badanie informacji dostępnych na stronach internetowych wskazuje, że wysoki poziom zaangażowania i wsparcia dla inwestorów oraz emitentów w te-

²⁴ ESMA34-1592494965-554, Public statement on Guidelines on funds' names.

²⁵ COM/2021/390 final, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów Strategia dotycząca finansowania transformacji w stronę gospodarki zrównoważonej, s. 1.

²⁶ Strona Internetowa ZEB Consulting, www.zeb-consulting.com, „European Sustainable Investment Funds Study 2022” [dostęp: 29.04.2024].

matyce zrównoważonego finansowania występuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Giełdzie Papierów Wartościowych w Pradze. Informacje na temat zielonych produktów inwestycyjnych znajdują się także na stronie Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie. Jedynie w przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Bratysławie nie można znaleźć informacji o zrównoważonych instrumentach finansowych²⁷.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie przygotowała odrębną zakładkę poświęconą czynnikom ESG²⁸. Z informacji zawartych na stronie Giełdy wynika, że podejmuje ona zróżnicowane inicjatywy mające na celu wspieranie emitentów i inwestorów w zrozumieniu istoty zrównoważonego finansowania oraz inwestycji uwzględniających czynniki zrównoważonego rozwoju. Wśród tych inicjatyw są szkolenia i konkursy dotyczące tej tematyki. Ponadto na szczególne uznanie zasługuje przygotowane „Wytyczne do raportowania ESG. Przewodnik dla spółek”, które mają stanowić wsparcie dla emitentów w sporządzaniu wysokiej jakości ujawnień uwzględniających wymogi regulatorów oraz standardy międzynarodowe²⁹. Podobnie w przypadku Giełdy w Pradze utworzono dedykowaną zakładkę dotyczącą zrównoważonego finansowania³⁰. Również praska Giełda zdecydowała się na opracowanie przewodnika dla emitentów *Sustainability Reporting Guidelines*³¹. Obydwa podręczniki powstały przy wsparciu Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju. W przypadku Giełdy w Budapeszcie zaprezentowano zakładkę poświęconą „zielonym produktom”³². Jest to strona z podstawowymi informacjami nt. katalogu zielonych produktów będących w obrocie. W wyjaśnieniach dotyczących zielonych produktów Giełda posiłkuje się odesłaniem do międzynarodowych standardów dotyczących emisji zielonych obligacji i produktów o charakterze zabezpieczającym. Brak jednak opracowania o charakterze przewodnika dla emitentów dotyczącego ujawnień ESG.

Pozyskane informacje wskazują, że giełdy podejmują działania o charakterze wspierającym i edukacyjnym dotyczącym zrównoważonego finansowa-

²⁷ Por. Strona Internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Bratysławie, www.bsse.sk [dostęp: 1.05.2024].

²⁸ Zob. Strona Internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl, „ESG – razem dla zrównoważonego rozwoju” [dostęp: 1.05.2024].

²⁹ Wytyczne do raportowania ESG. Przewodnik dla spółek, październik 2023, s. 6–7.

³⁰ Zob. Strona Internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Pradze, www.pse.cz, „Sustainable Investing (ESG)” [dostęp: 1.05.2024].

³¹ Sustainability Reporting Guidelines. Promoting better corporate practices in response to growing market expectations by enhancing environmental, social and governance (ESG) reporting in the Czech Republic.

³² Zob. Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie, www.bse.hu, „Green products” [dostęp: 1.05.2024].

nia w celu podnoszenia wiedzy i świadomości emitentów oraz inwestorów. Skomplikowana i specjalistyczna struktura zrównoważonego finansowania oparta na instrumentach prawnie wiążących oraz szeregu miękkich regulacji wymaga zaangażowania istotnych zasobów emitentów w zrozumieniu specyfiki instrumentów finansowych uwzględniających czynniki zrównoważonego rozwoju. Jednocześnie emitenci potrzebują nowych źródeł finansowania, które pozwolą im dokonać odpowiednich przeobrażeń w swojej działalności, tak aby wpisać się w cele i założenia Europejskiego Zielonego Ładu. Pozyskanie tego finansowania może być powiązane z koniecznością wypełnienia odpowiednich ujawnień z zakresu zrównoważonego rozwoju, dlatego giełdy angażują się działania edukacyjne.

Podsumowanie

Rozwijający się trend zrównoważonego finansowania w UE jest wspierany i kreowany przez wykorzystanie instrumentów prawnych. Działania UE wpisują się w globalne działania związane z ochroną klimatu oraz założeniami zrównoważonego rozwoju, przy czym poziom rozwoju regulacji w UE ma pionierski i innowacyjny charakter ze względu na ścisłe połączenie rynków finansowych z kryteriami i wskaźnikami powiązanymi z czynnikami ESG.

Wykorzystanie narzędzi prawnych w UE powoduje harmonizację zasad powstawania i klasyfikowania zrównoważonego finansowania, ujednocila także zakres obowiązków nakładanych na przedsiębiorstwa. Wobec jednolitego standardu regulacji we wszystkich państwach członkowskich państwa Grupy Wyszehradzkiej znajdują się w porównywalnej sytuacji co wszystkie państwa UE. Konieczność dostosowania się wszystkich przedsiębiorstw w całej UE do nowych wymogów z obszaru ujawnień niefinansowych powoduje wyrównanie szans na dostęp do finansowania na rynku unijnym. Wszystkie przedsiębiorstwa w UE stają przed podobnymi wymogami, dlatego też zapewnienie odpowiedniego wsparcia dla przedsiębiorstw we wdrażaniu regulacji zrównoważonego finansowania będzie wspierało przedsiębiorstwa z państw Grupy Wyszehradzkiej w dostępie do finansowania, rozwoju i ostatecznie także wzmacniało ich pozycję na europejskim rynku.

Specyfiką państw Grupy Wyszehradzkiej jest oparcie gospodarki na nieodnawialnych źródłach energii, przez co istotne środki finansowe będą musiały zostać przeznaczone na transformację gospodarczą i energetyczną. Będzie to jedna z kluczowych potrzeb przedsiębiorstw w najbliższych latach. Jednocześnie wspólną cechą państw Grupy Wyszehradzkiej jest wysoki udział MŚP w gospodarce, co będzie powodować potrzeby stworzenia odpowiednich mechanizmów

nie tylko zapewnienia dostępu do finansowania, ale także wsparcia w zrozumieniu i wypełnieniu rozwijających się wymogów z obszaru zrównoważonego finansowania. Konieczność przeznaczenia ogromnych środków na transformację gospodarczą i energetyczną regionu może być także szansą na rozwój lokalnych rynków kapitałowych dostarczających niezbędnego do tego finansowania.

Bibliografia

- Bigos K., *Zrównoważony rozwój w krajach Grupy Wyszehradzkiej: ujęcie teoretyczne i empiryczne*, [w:] *Handel zagraniczny i biznes międzynarodowy we współczesnej gospodarce*, red. M. Maciejewski, K. Wach, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków, 2017.
- Bush D., *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, “Capital Markets Law Journal” 2023, vol. 18, no. 3.
- Czyż A., *Współpraca regionalna państw Grupy Wyszehradzkiej: doświadczenia i perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2018.
- Emerling I., *Znaczenie ujawnień niefinansowych dla inwestorów i wizerunku jednostki gospodarczej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 2018, nr 369.
- Kochanek E., *The Energy Transition in the Visegrad Group Countries*, “Energies” 2021, 14, 2212.
- Koszarek-Cyra A., *Inicjatywy ekologiczne sektora MSP w państwach Grupy Wyszehradzkiej*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Seria: Organizacja i Zarządzanie”, 2016, z. 93, nr kol. 1957.
- Kułyk P., Gąsiorek-Kowalewicz A., *Rozwój zielonej gospodarki w krajach Grupy Wyszehradzkiej*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie”, 2018, t. 18(XXXIII), z. 2.
- Wicha A., *Non-financial disclosures requirements as a regulation model for promoting and imposing sustainable finance within the European Union*, “Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia Sectio M”, 2021, t. VI.
- Strona Internetowa Eur-lex, www.eur-lex.europa.eu, „Dyrektywa – 2022/2464 – transpozycja do prawa krajowego” [dostęp: 7.04.2024].
- Strona Internetowa ZEB Consulting, www.zeb-consulting.com, „European Sustainable Investment Funds Study 2022” [dostęp: 29.04.2024].
- Strona Internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Bratysławie, www.bsse.sk [dostęp: 1.05.2024].
- Strona Internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl, „ESG – razem dla zrównoważonego rozwoju” [dostęp: 1.05.2024].
- Strona Internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Pradze, www.pse.cz, „Sustainable Investing (ESG)” [dostęp: 1.05.2024].
- Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Budapeszcie, www.bse.hu, „Green products” [dostęp: 1.05.2024].

Źródła prawa

- „Dziennik Urzędowy” L 330 z 15.11.2014, „Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy”.
- „Dziennik Urzędowy” L 317 z 9.12.2019, s. 1–16, „Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych”.
- „Dziennik Urzędowy” L 198 z 22.06.2020, s. 13–43, „Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088”.
- „Dziennik Urzędowy” L 443 z 10.12.2021, s. 9–67, „Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji”.
- „Dziennik Urzędowy” L 322 z 16.12.2022, s. 15–80, „Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju”.

Inne źródła

- COM/2021/390 final, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów Strategia dotycząca finansowania transformacji w stronę gospodarki zrównoważonej.
- Deloitte, Raport z podsumowania przeglądu obowiązkowych ujawnień taksonomicznych przedsiębiorstw za rok 2022.
- ESMA32-992851010-1098, Summary of findings Results of a fact-finding exercise on corporate reporting practices under the Taxonomy Regulation.
- ESMA34-1592494965-554, Public statement on Guidelines on funds’ names.
- International Sustainable Finance Centre, Sustainability disclosure in the v4 region: the failure to launch, March 2024.
- Joint Statement of the 11th Meeting of Ministers of Environment of the Visegrad Group Countries, Siófok, May 20–21. 2004.
- Raport Polskiego Przewodnictwa w Grupie Wyszehradzkiej, Ministerstwo Spraw Zagranicznych, Warszawa 2021.
- Sustainability Reporting Guidelines. Promoting better corporate practices in response to growing market expectations by enhancing environmental, social and governance (ESG) reporting in the Czech Republic.

- The International Sustainable Finance Centre, Sustainable Investment Roadmap, Climate investing in the V4 countries, December 2022.
- Wytyczne do raportowania ESG. Przewodnik dla spółek, październik 2023.

Streszczenie: Artykuł dotyczy zagadnienia zrównoważonego finansowania w Unii Europejskiej odniesionego do perspektywy państw Grupy Wyszehradzkiej. Zbadano i zaprezentowano uwarunkowania rozwoju zrównoważonego finansowania w państwach Grupy Wyszehradzkiej oraz kluczowe wyzwania. Wskazano także rolę ujawnień niefinansowych i giełd papierów wartościowych w regionie i podejmowanych w tym obszarze inicjatyw.

Słowa kluczowe: zrównoważone finansowanie; rynek kapitałowy; Grupa Wyszehradzka

Sustainable Financing from the Perspective of the Visegrad Group Countries and Regional Capital Markets

Abstract: An article is devoted to the issue of sustainable financing in the European Union from the perspective of the Visegrad Group countries. The conditions for the development of sustainable financing in the Visegrad Group countries and key challenges were examined and presented. The role of non-financial disclosures and stock exchanges in the region and the initiatives undertaken in this area were also indicated.

Keywords: sustainable financing; capital markets; Visegrad Group