

Maciej
Grabowski

Ludwik
Kotecki

ZIELONE OBLIGACJE W POLSCE

PRZEWODNIK
DLA EMITENTA



British Embassy
Warsaw

ZIELONE OBLIGACJE W POLSCE

Maciej Grabowski
Ludwik Kotecki

ZIELONE OBLIGACJE W POLSCE

**PRZEWODNIK
DLA EMITENTA**

Institut
Odpowiedzialnych
Finansów
Warszawa 2020

ZIELONE OBLIGACJE W POLSCE **Przewodnik dla emitenta**

Autorzy

Maciej Grabowski
Ludwik Kotecki

Opracowanie graficzne i skład

Andrzej Łubniewski

Korekta

Elżbieta Morawska

©Centrum Myśli Strategicznych

ISBN 978-83-954392-7-8

Wydawca

Centrum Myśli Strategicznych

ul. Powstańców Warszawy 19

81-718 Sopot

publikacja w formie elektronicznej dostępna na:

<https://fundacjacms.pl>

<https://iof.org.pl>

Partnerem wydania jest

Ambasada Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii
w Polsce

Instytut Odpowiedzialnych Finansów

dziękuję Caritas Polska i Caritas Laudato Si

za wsparcie wydania niniejszej książki w wersji papierowej

CMS dziękuję Europejskiej Fundacji Klimatycznej

za finansowe wsparcie

przy opracowaniu i wydaniu niniejszej książki.

Wyłączna odpowiedzialność za zawarte treści
pozostaje przy CMS.

WPROWADZENIE	7
WSTĘP	8
EKOSYSTEM RYNKU ZIELONYCH OBLIGACJI	10
1. RAMY REGULACYJNE EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI	10
1.1 Ramy międzynarodowe	10
1.2 Ramy europejskie	16
1.3 Ramy krajowe	18
1.4 Inne istotne regulacje mające wpływ na rozwój Zielonych Obligacji	20
1.5 Ocena ram regulacyjnych i możliwych kierunków zmian	21
2. EMITENCI	22
2.1 Kto emituje Zielone Obligacje?	22
2.2 Po co emitować Zielone Obligacje?	26
2.3 Wyzwania stojące przed emitentami	29
3. INWESTORZY	31
3.1 Kto inwestuje w Zielone Obligacje?	31
3.2 Dlaczego inwestować w Zielone Obligacje?	34
3.3 Infrastruktura rynku Zielonych Obligacji	37
4. INNE INSTYTUCJE W EKOSYSTEMIE ZIELONYCH OBLIGACJI	39
4.1 Zieloni doradcy	39
4.2 Niezależni opiniodawcy i audytorzy	39
4.3 Doradcy, gwaranci i organizatorzy emisji	43
PROCES EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI	44
1. ETAP PRZED DECYZJĄ O EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI	44
1.1 Analiza potrzeb finansowych i warunków rynkowych	44
1.2 Projekty do sfinansowania	48
1.3 Czy i dlaczego Zielone Obligacje?	55
2. ETAP PRZED EMISJĄ ZIELONYCH OBLIGACJI	57
2.1 Warunki wstępne	57
2.2 Wybór zielonych projektów do finansowania	58
2.3 Przygotowanie Ram Zielonych Obligacji	62
2.4 Ocena zewnętrzna Ram Zielonych Obligacji	65

2.5	Ustanowienie struktury i procesu zarządzania środkami z emisji	67
2.6	Przygotowanie do regularnego raportowania wykorzystania środków	67
	2.7 Strategia sprzedaży	68
2.8	Przygotowanie emisji Zielonych Obligacji od strony prawnej	70
2.9	Wybór doradcy, weryfikatora i organizatora emisji	71
	3. EMISJA ZIELONYCH OBLIGACJI	74
	3.1 <i>Road show</i> i budowanie książki popytu	74
	3.2 Ustalanie ceny emisji	77
	3.3 Doradcy w procesie emisji	78
	4. ETAP PO EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI	79
	4.1 Zarządzanie środkami z emisji	79
	4.2 Rynek wtórny i notowania Zielonych Obligacji	79
	4.3 Raporty dla inwestorów	80
	4.4 Ocena zewnętrzna raportów dla inwestorów	82
	5. ZALETY, WADY I POTENCJAŁ ZIELONYCH OBLIGACJI	82
	SPECYFIKA EMITENTÓW NIEFINANSOWYCH	85
	1. EMISJE SAMORZĄDOWE	85
	1.1 Wyzwania i bariery samorządów	85
	1.2 Emisja obligacji przez samorządy	86
	2. EMISJE PRZEDSIĘBIORSTW	90
	PRZYKŁADY EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI	92
	1. Anglian Water Services Financing PLC – realizacja strategii przez emisję Zielonych Obligacji	92
	2. Swindon Common Farm Solar C.I.C. – model współpracy samorządu z mieszkańcami	96
	3. PORR AG – pełne przygotowanie korporacji do zielonego finansowania	97
	4. Cyfrowy Polsat S.A. – pierwsza emisja Zielonych Obligacji korporacyjnych w Polsce	102
	5. Kommuninvest – emisja Zielonych Obligacji stowarzyszenia gmin i hrabstw szwedzkich	107
	6. Skanska AB – lider zrównoważonego rozwoju w budownictwie	110
	7. Polskie Zielone Obligacje skarbowe	114
	8. Zielone listy zastawne – PKO BH	116
	BIBLIOGRAFIA	119
	WYKAZ SKRÓTÓW	124
	SŁOWNICZEK	126

WPROWADZENIE

Niniejsza publikacja, „Zielone Obligacje w Polsce – przewodnik dla emitenta”, ma na celu przybliżenie, „odczarowanie” Zielonej Obligacji. Jest ona niesłusznie postrzegana jako instrument dłużny, którego emisja wiąże się z kosztownym i skomplikowanym procesem przygotowawczym (obowiązkami przed emisją) i koniecznością raportowania wykorzystania środków. Tymczasem konieczne do poniesienia dodatkowe koszty nie są zbyt wysokie, a co więcej, mogą się opłacać. Podobnie zresztą jak większa przejrzystość, wymuszona raportami dla inwestorów. Pokazujemy cały proces emisji, od etapu planowania emisji i wyboru projektu lub projektów do sfinansowania środkami pochodzącymi z emisji po końcowy raport dla inwestorów z określeniem wpływu środowiskowego. Przedstawiamy uwarunkowania prawne, regulacyjne oraz ekonomiczne. Próbujemy przedstawić wady i zalety, koszty i korzyści różnych rozwiązań przyjmowanych w procesie emisji. Staramy się w końcu pokazać specyficzne uwarunkowania dla przedsiębiorcy rozważającego emisję Zielonych Obligacji oraz dla jednostki samorządu terytorialnego. Zebraliśmy również kilka bardzo ciekawych, różnorodnych przykładów emisji Zielonych Obligacji, które dodatkowo przybliżą zarówno cele emisyjne, jak i pokażą, że nawet niewielkie zielone emisje mogą być atrakcyjne dla emitenta i inwestora. „Zielone Obligacje w Polsce – przewodnik dla emitenta” jest pierwszym tak kompleksowym opracowaniem, pokazującym jak wyemitować Zieloną Obligację na polskim rynku kapitałowym.

Autorzy

WSTĘP

Wysyp emisji obligacji w następstwie pandemii koronawirusa (koronaobligacji) to kolejny dowód na to, jak rynek obligacji może zostać wykorzystany do rozwiązywania problemów środowiskowych i społecznych. Rynek obligacji ewoluował w ciągu ostatniej dekady i przesunął się z bycia maruderem, pozostającym w tyle, jeśli chodzi o uwzględnianie aspektów środowiskowych, społecznych i zarządzania (ESG), do bycia w czołówce w zakresie finansowania rozwiązań problemów środowiskowych i społecznych.

Zmiany klimatyczne stają się coraz bardziej widoczne. Z jednej strony gwałtowne zjawiska pogodowe są coraz częstsze, z drugiej kwestia zmian klimatycznych jest coraz mocniej obecna w dyskusji publicznej i politycznej. W przeddzień wydania „Zielonych Obligacji w Polsce – przewodnika dla emitenta”, w połowie września 2020 r., Komisja Europejska zaproponowała zwiększenie celu redukcji emisji do 2030 r. z 40% do co najmniej 55%. Pozwolić ma to UE na osiągnięcie neutralności klimatycznej do 2050 r. i wypełnienie zobowiązań wynikających z porozumienia paryskiego. Graniczny podatek węglowy (ang. *Mechanism Carbon Border Adjustment*) ma zapewnić, że inni pójdą w ślady Europy. Ursula von der Layen ogłosiła jednocześnie, że 30% z 750 miliardów euro budżetu instrumentu Next Generation EU zostanie pozyskane z Zielonych Obligacji, a 37% środków zostanie zainwestowanych w cele Europejskiego Zielonego Ładu.

Obecny poziom inwestycji nie jest wystarczający, by zmienić świat na bardziej zrównoważony, rozwijający się w bardziej stabilny społecznie, środowiskowo i klimatycznie sposób. Luka inwestycyjna jest szacowana przez różnych ekspertów na setki miliardów dolarów rocznie w perspektywie następnych 20–30 lat. Zatem nie wystarczą jedynie pieniądze publiczne. Wypełnianie celów i zobowiązań klimatycznych nie może odbyć się bez dalszej interwencji regulacyjnej i nadzorczej i innowacji w sektorze finansowym oraz mobilizowania

kapitału prywatnego. Obligacje na finansowanie czy refinansowanie odnawialnych źródeł energii i zwiększanie efektywności energetycznej są postrzegane jako naturalny element transformacji gospodarki światowej. I nie ma żadnych wątpliwości, że w kolejnych latach będzie dalej następował dynamiczny wzrost rynku Zielonych Obligacji.

Poziom emisji Zielonych Obligacji i pożyczek na świecie wyniósł w 2019 r. 257,7 mld dolarów, co oznacza nowy światowy rekord. To wzrost o 51% w stosunku do ostatecznej wartości z 2018 r. (170,6 mld dolarów). Wolumen zielonych emisji w 2019 r. był napędzany głównie przez rynek europejski, na który przypadło 45% światowej emisji. Wielkość Zielonych Obligacji wyemitowanych w Europie wzrosła o 74% (czyli o 49,5 mld dolarów) w ubiegłym roku, osiągając łącznie 116,7 mld dolarów. Następnym w takim zestawieniu jest region Azji i Pacyfiku oraz Ameryka Północna, na które przypada, odpowiednio, 25% i 23% emisji. Dane te świadczą o rosnącej popularności tego instrumentu wśród emitentów, ale też wśród inwestorów, którzy coraz częściej zmieniają swoje strategie inwestycyjne, by w coraz większym stopniu włączać czynniki środowiskowe, społeczne i związane z zarządzaniem czy ładem korporacyjnym (ESG) w proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jest to odpowiedź na rosnące oczekiwania społeczne i rosnącą świadomość klimatyczną i środowiskową. To fundamentalna zmiana sposobu myślenia w finansach. Finansowanie publicznych i prywatnych zielonych inwestycji, czyli inwestycji w ochronę środowiska, ale też inwestycji mających na celu zapobieganie, minimalizację i rekompensowanie szkód poniesionych przez środowisko i klimat, to tylko część zielonych finansów. Pojęcie to obejmuje także finansowanie polityk służących ochronie środowiska oraz łagodzeniu i dostosowywaniu się do jego zmian, a także elementy systemu finansowego. Elementy te w coraz większym stopniu będą nabierały szczególnego pod względem prawnym (regulacyjnym), ekonomicznym i instytucjonalnym charakteru, kształtu i rozmiaru, służącego celowi nadrzędnemu zielonych finansów, jakim jest przekierowywanie kapitału do zielonej, środowiskowo zrównoważonej gospodarki. W 2021 r. spodziewane jest przyjęcie unijnego Standardu Zielonych Obligacji (EU GBS). Może ono stanowić dodatkowy impuls do rozwoju emisji Zielonych Obligacji. Na polskim rynku kapitałowym było do tej pory jedynie kilka emisji Zielonych Obligacji, więc także w tym przypadku można się spodziewać, że nastąpi rozwój, rozumiany jako pojawienie się koniecznej infrastruktury instytucjonalnej i regulacyjnej i szybki wzrost tego segmentu rynku.

Ekosystem rynku Zielonych Obligacji

1. RAMY REGULACYJNE EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI

1.1 Ramy międzynarodowe

Zasady Zielonych Obligacji – Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego

Zielone Obligacje umożliwiają pozyskiwanie kapitału z przeznaczeniem na inwestycje, które przynoszą korzyści dla środowiska. Dłużny papier wartościowy, aby mógł zostać uznany za Zieloną Obligację, musi spełnić powszechnie przyjęte standardy. Najbardziej znanym standardem emitowania Zielonych Obligacji są Zasady Zielonych Obligacji (*Green Bond Principles* – GBP) opracowane przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA), zaktualizowane w czerwcu 2018 r. (obecnie obowiązująca edycja)¹. Są one dobrowolnymi wytycznymi procesowymi, które zalecają przejrzystość i ujawnianie wszelkich istotnych informacji oraz promują uczciwość w rozwoju rynku Zielonych Obligacji poprzez wyjaśnienie wszelkich szczegółów procesu emisji Zielonych Obligacji. Celem GBP ICMA jest zapewnienie i poprawa dostępu do informacji uczestników rynku oraz zachęcanie do finansowania zielonych projektów² poprzez emisję Zielonych Obligacji. GBP ICMA mają także pomóc emitentom w procesie przekształcania modeli biznesowych na bardziej zrównoważone ekologicznie. Są przeznaczone do szerokiego użytku na rynku: dostarczają emitentom wskazówek dotyczących kluczowych elementów związanych z uruchomieniem wiarygodnej Zielonej Obligacji; pomagają inwestorom, zapewniając dostępność informacji niezbędnych do oceny wpływu ich inwestycji w Zielone Obligacje na środowisko; oraz pomagają gwarantom i innym aktywnym uczestnikom w procesie emisji Zielonych Obligacji, kierując rynek w stronę standardowych ujawnień (publikacji wymaganych informacji).

¹ Wcześniejsze edycje Zasad Zielonych Obligacji ukazały się na początku 2014 r. (po raz pierwszy), w marcu 2015 r., w czerwcu 2016 r. i czerwcu 2017 r. (kolejne aktualizacje).

² „Zielone projekty” rozumie się w całym przewodniku szeroko, co najmniej tak jak czynią to Zasady Zielonych Obligacji ICMA (patrz na przykład s. 13 tego „Przewodnika...”).

GBP ICMA osiągnęły szeroką rynkową akceptację i legitymację, a także coraz większe oficjalne uznanie ze strony decydentów i regulatorów. Od czerwca 2017 r. 135 emitentów obligacji zielonych, subemitentów i inwestorów zostało członkami GBP ICMA i ponad 110 organizacji są ich obserwatorami (deklarującymi ich wspieranie i używanie). Społeczność GBP ICMA promuje zasady i przyciąga coraz więcej uczestników i interesariuszy na rynku obligacji zielonych.

Na stronie internetowej ICMA są dostępne GBP ICMA w 22 wersjach językowych. W celu uniknięcia wątpliwości angielska wersja dokumentu *Green Bond Principles 2018* (Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji) dostępna na stronie internetowej ICMA stanowi wersję oficjalną i obowiązującą³.



Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA) jest organizacją samoregulacyjną i stowarzyszeniem uczestników rynków kapitałowych. Pomimo nazwy sugerującej globalną perspektywę, koncentruje się na Europie. Celem ICMA jest promowanie wysokich standardów i praktyk rynkowych, odpowiednich regulacji, wsparcie handlu i transakcji na rynku, edukacji i komunikacji. ICMA tworzy standardową dokumentację dotyczącą transakcji, takich jak emisja akcji i długu oraz transakcje repo. Konwencje i standardy rynkowe ICMA są od prawie 40 lat filarami międzynarodowego rynku długu, zapewniając samoregulacyjne ramy zasad rządzących praktyką rynkową, które ułatwiły prawidłowe funkcjonowanie i imponujący wzrost rynku.

GBP ICMA są koordynowane przez Komitet Wykonawczy, składający się z 24 członków reprezentatywnej grupy kluczowych emitentów (8), inwestorów (8) i su-

³ Stan na dzień 01.08.2020.

bemitentów (8) nadzorujących coroczną aktualizację GBP ICMA. Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA) działa jako sekretarz GBP ICMA doradzający w zakresie zarządzania, a także zapewniający wsparcie organizacyjne. Dodatkowo wokół GBP ICMA skupione są instytucje i organizacje emitujące Zielone Obligacje, inwestujące w te papiery wartościowe oraz pełniące rolę gwaranta emisji, ale także NGO, think tanki, uniwersytety, firmy audytorskie i konsultingowe oraz inne, świadczące różnego rodzaju usługi na rynku Zielonych Obligacji.

GBP ICMA definiują Zielone Obligacje jako wszelkiego rodzaju instrumenty obligacyjne, z których emisji środki będą używane wyłącznie do finansowania lub refinansowania w części lub w całości, nowych i/lub istniejących kwalifikujących się zielonych projektów. Kierują się czterema zasadami, które można podsumować następująco:

1. Wykorzystanie przychodów (uwzględnianie inwestycji zgodnych z kategoriami zielonych projektów).
2. Proces oceny i wyboru projektów (określający sposób podejmowania decyzji przez emitenta, proces określania kwalifikowalności zielonych projektów, w tym środowiskowych, kryteria oceny ryzyka i zastosowane standardy zewnętrzne a także umieszczający te informacje w kontekście nadrzędnych działań emitenta, jego celów i strategii zrównoważonego rozwoju).
3. Zarządzanie środkami pochodzącymi z emisji (księgowanie środków netto z Zielonych Obligacji na subkonto, przeniesione do subportfela lub w inny sposób monitorowanie ich przez emitenta).
4. Raportowanie (tryb upubliczniania informacji o wykorzystaniu przychodów, kwotach alokowanych, nieprzydzielonych przychodach oraz spodziewanym i faktycznym wpływie na środowisko).

GBP ICMA zalecają również emitentom korzystanie z zewnętrznych audytów w celu potwierdzenia zgodności ich emisji z kluczowymi cechami Zielonych Obligacji. Kategoria zewnętrznych audytorów obejmuje specjalistyczne firmy konsultingowe, księgowe, analityków ESG i organizacje akademickie.

Jeśli chodzi o definicję zielonych projektów, GBP ICMA wyraźnie wymieniają kilka szerokich kategorii potencjalnie kwalifikowalnych jako zielone projekty, których celem jest podejmowanie kluczowych problemów, takich jak zmiany klimatu, wyczerpywanie się zasobów naturalnych, utrata różnorodności biologicznej i/lub kontrola zanieczyszczeń. Lista tych projektów przedstawiona jest na stronie 48 (1.2) Projekty do sfinansowania oraz powtórzona na stronie 58 (2.2) Wybór zielonych projektów do finansowania. Należy pamiętać że nie jest to lista zamknięta oraz z pewnością będzie jeszcze w przyszłości aktualizowana (obecnie dostępna lista projektów została zaktualizowana w czerwcu 2018 r.).

Celem GBP ICMA nie jest określenie, które zielone technologie i standardy są optymalne do osiągnięcia zrównoważonych ekologicznie korzyści. Istnieje jednak kilka inicjatyw krajowych i międzynarodowych mających na celu stworzenie systemów klasyfikacji i oceny projektów, które umożliwią ich porównywalność. W konsekwencji emitenci Zielonych Obligacji mogą otrzymać dalsze wskazówki w zakresie tego, jakie projekty inwestorzy mogą uznać za ekologiczne i kwalifikujące się jako projekty zielone. Opracowywanie tych systemów kwalifikacji i oceny jest obecnie na różnych etapach zaawansowania. Istnieje również wiele instytucji oferujących niezależne analizy, doradztwo i wskazówki w zakresie jakości rozwiązań i praktyk ekologicznych. Definicje słów „ekologiczny” i „zielony” mogą się różnić w zależności od sektora i położenia geograficznego, jednak w przyszłości należy oczekiwać konwergencji tych systemów.

GBP ICMA nie dostarczają szczegółowych wskazówek na temat tego, co jest zielone, pozostawiając to albo samym inwestorom, albo innym stronom posiadającym specjalistyczną wiedzę. GBP ICMA uznają szereg dodatkowych i uzupełniających się kategorii oraz zestawów kryteriów definiujących istniejące na rynku kwalifikujące się zielone projekty i udostępniają przykłady w Centrum Zasobów GBP ICMA. Centrum Zasobów zawiera również zalecane szablony umożliwiające dostosowanie dokumentów emitenta do GBP ICMA, szablony treści recenzji zewnętrznych.

GBP ICMA są akceptowane na całym świecie i szeroko stosowane przy opracowywaniu lokalnych wytycznych dotyczących Zielonych Obligacji lub innych podobnych standardów wydawanych na całym świecie.

Climate Bonds Standard

Organizacja *Climate Bonds Initiative* (CBI) opracowała swój system norm i certyfikacji w zakresie obligacji klimatycznych. Obejmuje on: Standard Obligacji Klimatycznej, będący systemem nadrzędnym (*Climate Bonds Standard*, obecna edycja pod nazwą Version 3.0⁴ obowiązuje od 1 lipca 2020 r.), Taksonomię na potrzeby obligacji klimatycznych (*Climate Bonds Taxonomy*), sektorowe kryteria kwalifikowalności (*Sector Eligibility Criteria*) oraz wytyczne i dokumenty certyfikacyjne. Standard Obligacji Klimatycznych (*Climate Bonds Standard – CBS*) określa wymagania, które muszą spełnić emitenci ubiegający się o zielony certyfikat dla obligacji, pożyczki lub innego instrumentu dłużnego. Wymagania są podzielone na te do spełnienia przed i po emisji.

Wymagania przedemisyjne są następujące:

- emitent musi ustanowić odpowiednie procesy wewnętrzne i kontrolne przed emisją lub zamknięciem obligacji, pożyczki lub innego instrumentu dłużnego;
- te wewnętrzne procesy i kontrola powinny być wystarczające, aby zapewnić zgodność z Climate Bonds Standard po wyemitowaniu obligacji, pożyczki lub innego instrumentu dłużnego lub gdy emisja została zamknięta, a rozdział i przydział środków pochodzących z emisji jest w toku;
- emitent powinien dostarczyć i opublikować dokument Ramy Zielonych Obligacji, który potwierdza zgodność z wymogami przedemisyjnymi CBS.

Najważniejszymi elementami wymagań przedemisyjnych są:

- przejrzyste określenie wykorzystania przychodów z emisji
- określenie procesu oceny i wyboru projektów i aktywów
- odpowiednie, przejrzyste zarządzanie środkami pochodzącymi z emisji
- raportowanie przedemisyjne

Wymagania poemisyjne dotyczą natomiast wykazania, że utrzymano zobowiązania z etapu przedemisyjnego w zakresie wykorzystania środków z emisji,

⁴ Wcześniejsze wersje miały oznaczenie 2.1 (wersja opublikowana w styczniu 2017 r.), 2.0 (wersja opublikowana w grudniu 2015 r.), 1.0 (wersja opublikowana w grudniu 2011 r.).

określenia procesu oceny i wyboru projektów i aktywów oraz przejrzystego zarządzania środkami z emisji. Dodatkowo zawierają one co najmniej coroczne raporty pokazujące alokację środków pochodzących z emisji, utrzymanie kwalifikowalności projektów i aktywów sfinansowanych z emisji, wpływ realizowanych projektów na klimat i osiągnięcie celów klimatycznych.

Niezależna ocena spełniania wymogów przed- i poemisyjnych, sporządzona przez zaakceptowanego przez Climate Bonds Standard Board weryfikatora (*verifier*), pozwala na ubieganie się dla emisji o certyfikat obligacji klimatycznej (*Certified Climate Bond*).

Taksonomia na potrzeby obligacji klimatycznych – *Climate Bonds Taxonomy* to mapa drogowa, która stanowi podstawę metodologii bazy danych obligacji klimatycznych, prowadzonej przez Climate Bonds Initiative. Taksonomia służy ocenie wpływu na klimat Zielonych Obligacji (certyfikowanych lub niecertyfikowanych) w celu umieszczenia ich w bazie danych, która jest następnie wykorzystywana przez dostawców indeksów, analityków i innych uczestników rynkowych.

Sektorowe kryteria kwalifikowalności – *Sector Eligibility Criteria* są oparte na podstawach naukowych i zawierają szczegółowe definicje i wskazówki dla kwalifikowalności określonych projektów i aktywów do finansowania środkami z emisji Zielonych Obligacji. Kryteria zapewniają, że projekty i aktywa są spójne z osiąganiem celów porozumienia klimatycznego z Paryża i szybkim przejściem (transformacją) na niskoemisyjną i odporną na zmianę klimatu działalność.

Climate Bonds Initiative to organizacja non-profit zorientowana na międzynarodowych inwestorów. Została założona w 2010 roku, aby promować inwestycje na dużą skalę, które będą zapewnić niskoemisyjną i odporną na zmianę klimatu transformację gospodarki światowej. Obligacje klimatyczne służą do tego, by zmobilizować inwestorów, przemysł i rząd do przyspieszenia zielonych inwestycji na skalę niezbędną do uniknięcia niebezpiecznych zmian klimatycznych i osiągnięcia celów paryskiego porozumienia klimatycznego.

Standard Obligacji Klimatycznych umożliwia certyfikację obligacji przed jej emisją, umożliwiając emitentowi używanie znaku certyfikatu obligacji klimatycznych w działaniach marketingowych i podczas *roadshow* dla inwestorów. Po wyemitowaniu obligacji i rozpoczęciu alokacji wpływów z obligacji, emitent musi potwierdzić certyfikat poprzez raport poemisyjny zawierający niezależną ocenę wypełniania wymogów po emisji i przekazanie go Radzie Standardów Obligacji Klimatycznych (Climate Bonds Standard Board) w celu akceptacji.

1.2 Ramy europejskie

W Europejskim Zielonym Ładzie (EZŁ)⁵, czyli planie działania na rzecz zrównoważonej gospodarki UE z 11 grudnia 2019 r., podkreślono potrzebę wysyłania długoterminowych sygnałów kierujących przepływami finansowymi i kapitałowymi na zielone inwestycje. W planie inwestycyjnym Europejskiego Zielonego Ładu z dnia 14 stycznia 2020 r. ogłoszono, że Komisja ustanowi unijny Standard Zielonych Obligacji (EU GBS).

Opierając się na pracach TEG⁶, Komisja rozpoczęła wstępną ocenę skutków i ogłosiła konsultacje w celu zbadania zasadności inicjatywy ustawodawczej w zakresie Standardu Zielonych Obligacji UE. Ostateczna decyzja o tym, w jaki sposób i w jakiej formie prawnej wdrożyć i stosować EU GBS, zostanie podjęta na podstawie wyników konsultacji w sprawie EU GBS, kończących się 2 października 2020 r., i w kontekście odnowionej strategii zrównoważonego finansowania UE.

⁵ Więcej o Europejskim Zielonym Ładzie:

https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en

⁶ TEG to skrót nazwy Technical Expert Group, odnoszącej się do grupy ekspertów do spraw zrównoważonego finansowania, powołanych przez Komisję Europejską (KE) w lipcu 2018 r., w celu wspierania KE w opracowywaniu pierwszych czterech wniosków ustawodawczych Komisji z maja 2018 r. dotyczących zielonych finansów, m.in. Unijnych Standardów Zielonych Obligacji.

Więcej o TEG: https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en

⁷ 18 czerwca 2019 r. TEG opublikował swój raport na temat Unijnych Standardów Zielonych Obligacji.

Więcej: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-green-bond-standard_en

TEG opublikowała swój raport na temat EU GBS wraz z dwustronicowym podsumowaniem jego kluczowych zaleceń już w 2019 r⁷. W sprawozdaniu proponuje się, aby Komisja stworzyła dobrowolny Standard Zielonych Obligacji, aby zwiększyć skuteczność, przejrzystość, porównywalność i wiarygodność rynku Zielonych Obligacji oraz zachęcić inwestorów do emisji i inwestowania w Zielone Obligacje UE. Propozycja TEG opiera się na najlepszych dotychczasowych praktykach rynkowych. Dodatkowo opierając się na zaleceniach raportu z czerwca 2019 r., TEG opublikowała w dniu 9 marca 2020 r. swój przewodnik po standardzie EU GBS. Przewodnik zawiera wskazówki dla uczestników rynku dotyczące stosowania proponowanej normy i tworzenia rynkowego systemu rejestracji dla zewnętrznych weryfikatorów. Przewodnik ten zawiera zaktualizowaną propozycję unijnego standardu Zielonych Obligacji.

TEG zaproponowała, aby EU GBS były dobrowolnym standardem proponowanym emitentom, którzy tego chcą. Standard został zaprojektowany tak, aby był odpowiedni i dostępny dla emitentów w UE, a także spoza UE. Jak już wskazano, opiera się na najlepszych praktykach rynkowych, przede wszystkim na Zasadach Zielonych Obligacji (GBP ICMA), opracowanych przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA).

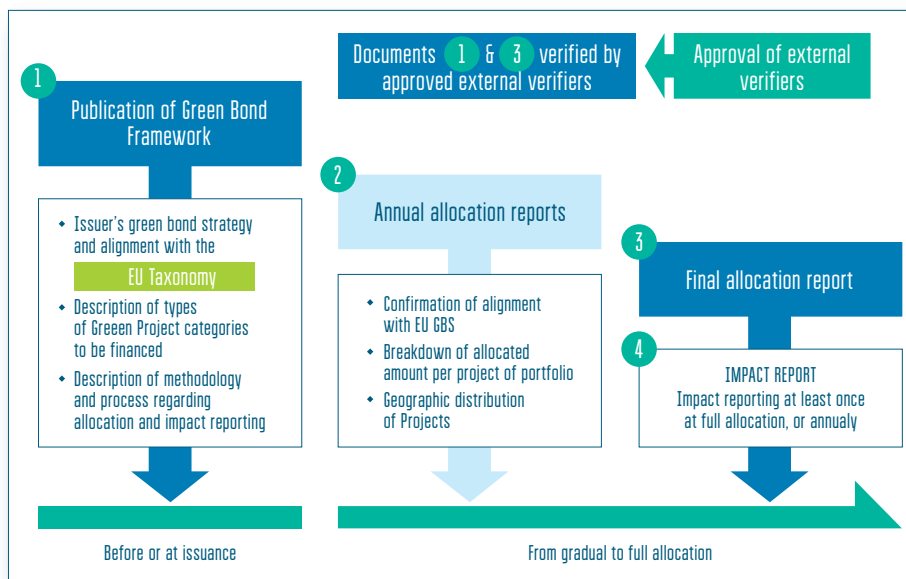
Proponowany model standardu określa cztery podstawowe elementy:

- zgodność wykorzystywania środków z emisji z Taksonomią UE;
- Ramy Zielonych Obligacji, które mają zostać opracowane przez emitenta;
- wymagania dotyczące alokacji i jej raportowania (wraz z wpływem na klimat i środowisko);
- wymagania dotyczące weryfikacji przez zatwierdzonego, niezależnego (zewnętrznego) weryfikatora.

Najważniejszą innowacją w EU GBS w porównaniu z innymi standardami jest bezpośredni wymóg, by środki pochodzące z unijnych Zielonych Obligacji finansowały „zielone projekty” definiowane jako projekty, które są dostosowane do wymagań określonych w Taksonomii UE.

Rysunek 1.

Ogólny schemat standardu EU Green Bond Standard



Źródło: Usability Guide, EU Green Bond Standard, marzec 2020.

1.3 Ramy krajowe

Zielone Obligacje i ich emisja podlegają w Polsce, podobnie jak każda inna obligacja z wyjątkiem obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski, rygorom ustawy o obligacjach⁸. Ustawa określa zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji. W szczególności ustawa określa:

- rodzaje obligacji,
- zasady emisji obligacji,

⁸ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jednolity Dz.U. z 2020 r. poz. 1208). Ustawa weszła w życie 1 lipca 2015 r.

- zmiany warunków emisji obligacji,
- zbywanie, nabywanie i wykup obligacji,
- rodzaje obligacji,
- zabezpieczenie obligacji,
- zgromadzenie obligatariuszy,
- wykup, umorzenie i odtworzenie obligacji,
- funkcję banku-reprezentanta.

Przykładowy schemat emisji obligacji korporacyjnych (które nie będą dopuszczone do publicznego obrotu) przy założeniu najbardziej popularnych rozwiązań praktycznych i opcji terminowego wykupu, można ograniczyć do poniższych etapów:

- uchwała o emisji uprawnionego organu (zarządu lub walnego zgromadzenia)
- określenie szczegółowej treści warunków emisji i propozycji nabycia obligacji
- składanie propozycji nabycia obligacji inwestorom
- subskrypcja – zapisy inwestorów
- uchwała o przydziale obligacji
- zapis obligacji w ewidencji lub wydanie dokumentu obligacji
- ustanowienie zabezpieczenia (jeżeli jest przewidziane i określono, że może być ustanowione po ustaleniu praw z obligacji)
- wypłata przewidzianego oprocentowania w ustalonych terminach
- wykup obligacji w dniu wykupu realizowana poprzez wypłatę nominału
- uchwała o umorzeniu obligacji
- uzyskanie zaświadczenia o realizacji wykupu z podmiotu prowadzącego ewidencję lub sporządzenie protokołu umorzenia obligacji przygotowany przez notariusza

W przypadku Zielonej Obligacji do tych wymogów ustawowych należy dodać nieustawowe wymogi dotyczące części „zielonej” obligacji, na przykład zgodne z Zasadami Zielonych Obligacji (GBP ICMA) opracowanymi przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA) czy z europejskimi Standardami Zielonych Obligacji (EU GBP).

Niektóre państwa, promując transformację w kierunku bardziej zrównoważonej gospodarki, wsparły opracowywanie norm, wytycznych i definicji na potrzeby emisji Zielonych Obligacji. W takich jurysdykcjach, w których rynki Zielonych Obligacji są regulowane przez władze krajowe, emitenci muszą zapewnić zgodność wykorzystania środków z emisji obligacji z krajowymi wymogami dotyczącymi kwalifikowalnych projektów czy określonych kategorii aktywów. Najważniejszym przykładem są tu Chiny, które wdrożyły kilka regulacji w zakresie Zielonych Obligacji: *Green Bond Endorsed Project Catalogue* (katalog kwalifikowalnych projektów i taksonomia), wytyczne emisji takich obligacji oraz zasady nadzoru nad nimi. Inne kraje z krajowymi rozwiązaniami obejmują Japonię, Indie, Maroko, Francję, Holandię, Peru, Brazylię czy Meksyk⁹.

1.4 Inne istotne regulacje mające wpływ na rozwój Zielonych Obligacji

Wśród innych regulacji na rynku zielonych pożyczek na uwagę zasługują ASEAN Green Bond Standard.

ASEAN Green Bond Standard

ASEAN Green Bonds Standards to inicjatywa regionalna, która ma ułatwić rynek kapitałowym ASEAN (stowarzyszenie 10 państw azjatyckich) wykorzystanie zielonego finansowania w celu wspierania zrównoważonego rozwoju regionalnego i zaspokojenia zainteresowania inwestorów zielonymi inwestycjami. Jest częścią szerszych wysiłków ASEAN Capital Markets Forum (ACMF) na rzecz rozwoju zielonego finansowania w regionie. Standardy dotyczące Zielonych Obligacji ASEAN zostały opracowane na podstawie z Międzynarodowym Stowarzyszeniem Rynku Kapitałowego (ICMA) w oparciu o zasady ICMA dotyczące Zielonych Obligacji (GBP). Jako podstawa Standardów ASEAN zostały wykorzystane GBP.

⁹ Federal Ministry for Economic Cooperation and Development & SEB (Skandinaviska Enskilda Banken), *Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies*, maj 2018.

Podczas gdy GBP zawierają ogólne, szeroko akceptowane zasady dotyczące Zielonych Obligacji, Standardy ASEAN dotyczące Zielonych Obligacji mają na celu zapewnienie trochę bardziej szczegółowych wskazówek. Według Standardów ASEAN emitent musi pochodzić z jednego z państw ASEAN lub też projekt, który ma zostać sfinansowany środkami z emisji obligacji, musi być zlokalizowany w jednym z krajów ASEAN. Emitenci, którzy chcą wyemitować i oznaczyć Zielone Obligacje jako Zielone Obligacje ASEAN, muszą wykazać zgodność ze standardami ASEAN Green Bond Standard. Pierwsze wydanie Standardów ASEAN zostało opublikowane w listopadzie 2017. Zostało ono zrewidowane w październiku 2018 r.

1.5 Ocena ram regulacyjnych i możliwych kierunków zmian

Ramy regulacyjne emisji Zielonych Obligacji stanowią relatywnie rozwinięty, biorąc pod uwagę krótką historię tego instrumentu, system zasad i standardów, określających Zieloną Obligację i jej cechy, i dających inwestorowi potwierdzenie jej prawdziwości, certyfikat stwierdzający środowiskowe przeznaczenie kapitału. Dzięki tym ramom zwiększona zostaje skuteczność, przejrzystość, porównywalność i wiarygodność rynku Zielonych Obligacji, zachęcając inwestorów do emisji i inwestowania w Zielone Obligacje. Najbardziej popularne normy emisji przytoczonych instrumentów to te opracowane przez International Capital Market Association (ICMA) oraz Climate Bonds Initiative (CBI). Ogłoszone przez TEG zalecenia dotyczące unijnego Standardu Zielonych Obligacji bazują na doświadczeniach i praktykach rynkowych. Co ważne, wszystkie te standardy są w bardzo dużym stopniu zbieżne. Nie oznacza to jednak, że nie będzie następował dalszy ich rozwój. To, czego wciąż brakuje i co będzie mocno wpływać na ramy regulacyjne emisji Zielonych Obligacji, to zunifikowana, powszechnie stosowana Taksonomia zrównoważonej działalności gospodarczej. W tym zakresie UE i jej Taksonomia, która obecnie obejmuje 7 branż i 67 rodzajów działalności gospodarczej i określa, co (jaka działalność gospodarcza) przyczynia się do adaptacji i łagodzenia zmian klimatu, może się stać takim powszechnie stosowanym słownikiem Zielonych Obligacji.

2. EMITENCI

2.1 Kto emituje Zielone Obligacje?

Od momentu uruchomienia rynku zielonych obligacji w latach 2007–08 liczba emisji tych instrumentów bardzo szybko rosła, a wraz z nimi postępowała dywersyfikacja typów emitentów, charakterystyki produktów, walut emisji. W tej części przedstawiona zostanie charakterystyka emitentów.

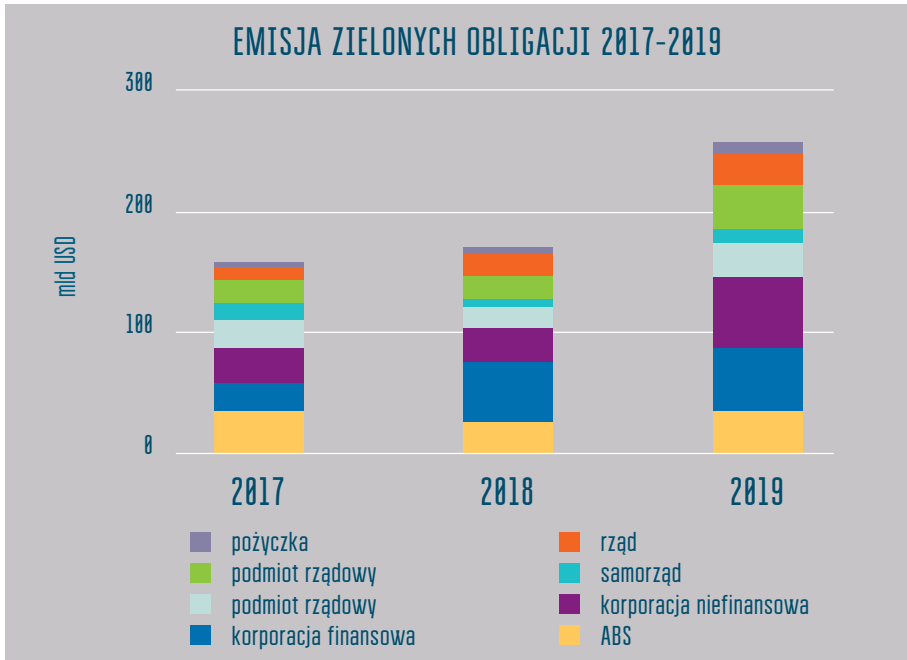
Dane o oznaczonych, etykietowanych Zielonych Obligacjach są zbierane i publikowane m.in. przez Climate Bonds Initiative. Poniżej, w tabeli 2.1 przedstawiono przykładowe obligacje wyemitowane we wrześniu 2020 r. Pełna baza danych zawiera ponad 7000 rekordów¹⁰. W drugiej kolumnie tabeli widoczne są nazwy emitentów. Analiza tej bazy pozwala na stwierdzenie, że profil emitentów jest bardzo szeroki. Od czasu wyemitowania pierwszej Zielonej Obligacji w 2007 r. przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) rynek rozszerzył się i objął różnych emitentów, w tym organizacje ponadnarodowe, państwowe, finansowe i niefinansowe korporacje oraz samorządy. Jest to wciąż relatywnie mały, ale bardzo dynamicznie rosnący oraz coraz lepiej zdefiniowany obszar rynku instrumentów o stałym dochodzie.

W latach 2007-2012 podaż na światowych rynkach Zielonych Obligacji była prawie wyłącznie reprezentowana przez międzynarodowe banki rozwojowe i inne instytucje powiązane z rządami (EBI, Bank Światowy). Jednak w 2013 r. na ten rynek weszły przedsiębiorstwa i instytucje finansowe, przyczyniając się do przyspieszenia jego wzrostu. W 2016 r. wyemitowano pierwszą państwową obligację. Rynek obligacji zielonych nadal rozwija się bardzo szybko, z dynamiką kilkudziesięciu procent rocznie. W 2019 r. wyemitowano Zielone Obligacje za 257,7 mld USD, co oznacza wzrost o 51% w porównaniu z rokiem poprzednim. Było to 1788 nowych emisji wyemitowanych przez 496 emitentów, z czego 250 emitowało Zielone Obligacje po raz pierwszy¹¹.

¹⁰ Według stanu na sierpień 2020 r.

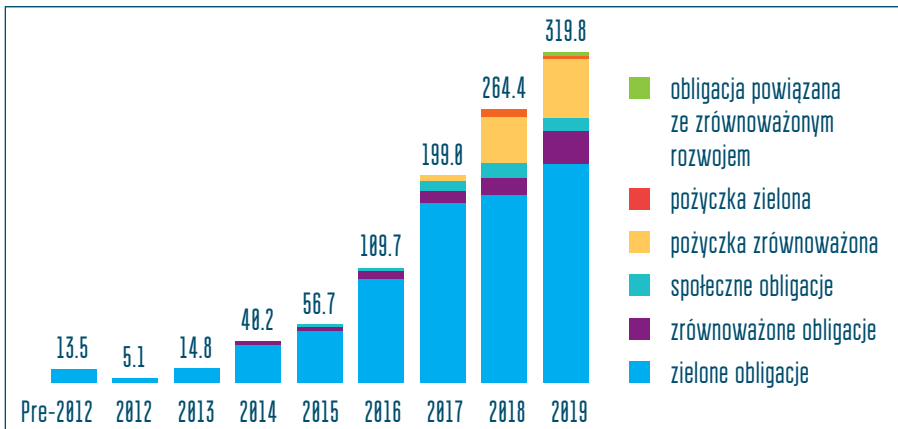
¹¹ Climate Bond Initiative,
2019 Green Bond Market Summary,
luty 2020 r.

Wykres 2.1 Emisja Zielonych Obligacji w latach 2017–2019



Źródło: Climate Bond Initiative, 2019 Green Bond Market Summary, luty 2020 r.

Wykres 2.2. Emisja zrównoważonych instrumentów dłużnych wg typów (mld USD)



Źródło: Bloomberg NEF.

Tabela 2.1 Przykładowe emisje zielonych obligacji z września 2020 roku (wg CBI)

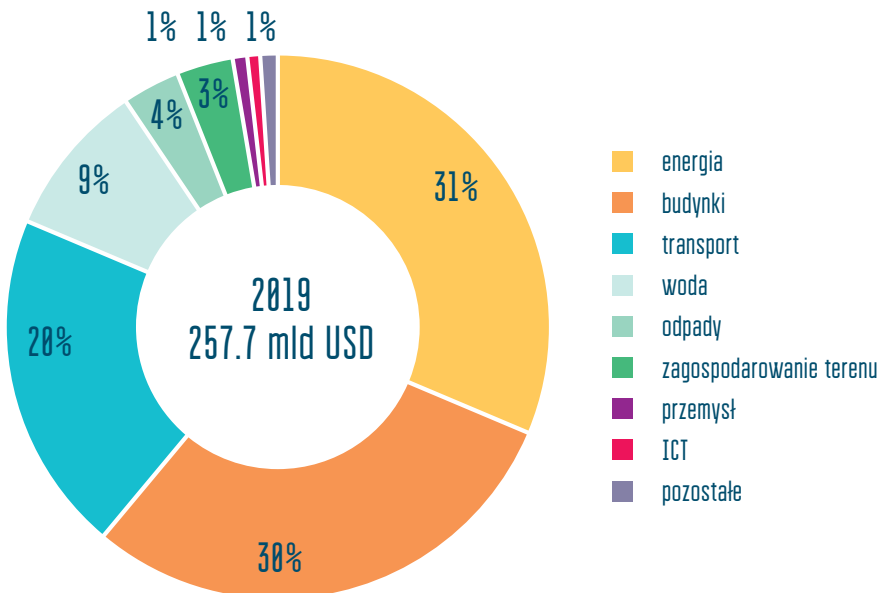
CBID	Name	CBI Certified	Amount Issued	Currency	Issue Date	Maturity	External Review	Blog
7282	New York MTA	Sustainalytics	900,000,000	USD	Sep-20	Nov-50		
7276	MunchenerHyp		200,000,000	CHF	Sep-20	Sep-28	ISS-ESG ^{if}	
7274	SBB		100,000,000	SEK	Sep-20	Jan-27	CICERO ^{if} , S&P Global Ratings ^{if}	
7273	Verizon		1,000,000,000	USD	Sep-20	Sep-30		
7271	Saudi Electricity		650,000,000	USD	Sep-20	Sep-30	Vigeo Eiris ^{if}	
7272	Saudi Electricity		650,000,000	USD	Sep-20	Sep-25	Vigeo Eiris ^{if}	
7270	Stockholm Exerji Holding AB		400,000,000	SEK	Sep-20	Sep-24	CICERO ^{if}	
7269	Stockholm Exerji Holding AB		1,000,000,000	SEK	Sep-20	Sep-27	CICERO ^{if}	
7268	Stockholm Exerji Holding AB		600,000,000	SEK	Sep-20	Sep-27	CICERO ^{if}	
7263	EIB		2,050,000,000	SEK	Sep-20	Sep-30		
7266	Tohoku Electric Power	DNV GL ^{if}	10,000,000,000	JPY	Sep-20	Sep-30		
7281	Lagrange County Regional Utility District		9,860,000	USD	Sep-20	Jan-52	BAM GreenStar ^{if}	
7280	The Utilities Board Of The City Of Opelika		15,770,000	USD	Sep-20	Jun-31	BAM GreenStar ^{if}	
7279	The Utilities Board Of The City Of Opelika		10,725,000	USD	Sep-20	Jun-35	BAM GreenStar ^{if}	
7286	Iberdrola		59,400,000	EUR	Sep-20			
7267	Wallenstam AB		500,000,000	SEK	Sep-20	Sep-22	CICERO ^{if}	
7262	Swedish Export Credit		500,000,000	SEK	Sep-20	Sep-25	CICERO ^{if}	
7265	Daiwa House Industry		20,000,000,000	JPY	Sep-20	Sep-25	R&I (Japan) ^{if}	
7261	Swedish Export Credit		300,000,000	SEK	Sep-20	Jun-25	CICERO ^{if}	
7259	Consortio Transmataro S.A.		200,000,000	USD	Sep-20	Apr-34	S&P Global Ratings ^{if}	
7264	Mercury NZ Ltd	DNV GL ^{if}	200,000,000	NZD	Sep-20	Sep-27		
7260	Swedish Export Credit		500,000,000	SEK	Sep-20	Jun-23	CICERO ^{if}	
7238	Daiwa Office Investment Corp		1,500,000,000	JPY	Sep-20	Sep-25	JCRA ^{if}	
7232	Vasakronan		200,000,000	SEK	Sep-20	Sep-23	CICERO ^{if}	
7240	Sumitomo Mitsui Auto Service		10,000,000,000	JPY	Sep-20	Sep-25	R&I (Japan) ^{if}	

Emitentów Zielonych Obligacji, można podzielić na:

- międzynarodowe instytucje finansowe – odegrały bardzo ważną rolę w rozwoju rynku poprzez stymulowanie zarówno popytu, jak i podaży na wczesnym etapie rynkowym, zwiększając tym samym płynność i wielkość emisji, tworzenie wzorcowych krzywych dochodowości oraz ustalanie najlepszych praktyk rynkowych, przejrzystości i minimalnych standardów i zasad emisji (jako przykład należy wymienić EBI czy grupę Banku Światowego, ale także inne banki rozwojowe)
- emitenci powiązani z rządem (agencje kredytów eksportowych, banki eksportowo-importowe i lokalne państwowe instytucje finansujące rządowe projekty)
- przedsiębiorstwa komercyjne, niefinansowe (relatywnie duży udział branży energetycznej i budowlanej)

Wykres 2.3

Wykorzystanie środków z emisji Zielonych Obligacji w 2019 r. wg sektorów



- instytucje finansowe (banki, różnego rodzaju fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe)
- miasta, gminy, powiaty, województwa, stany, prowincje, regiony bądź inne podmioty reprezentujące władze miejscowe w danym państwie (szczególnie w Stanach Zjednoczonych rynek Zielonych Obligacji komunalnych (*green muni bonds*) osiągnął znaczne rozmiary¹²)
- państwa (w grudniu 2016 r. Polska wyemitowała pierwszą państwową Zieloną Obligację)

Specjalną kategorią Zielonych Obligacji są obligacje typu *asset-backed securities* (ABS) i *mortgage-backed securities* (MBS), oparte na zielonych pożyczkach i kredytach. Wiodącym emitentem tego rodzaju obligacji jest Fannie Mae¹³.

Emitenci mogą ubiegać się o notowanie ich obligacji na giełdach i platformach papierów wartościowych. Największa platforma poświęcona wyłącznie zrównoważonemu finansowaniu to uruchomiona w 2016 r. giełda Luksembourg Green Exchange (LGX)¹⁴. Mając swoje papiery wartościowe notowane na LGX, emitenci zwiększają widoczność swoich projektów i portfeli inwestycyjnych. Platforma jest również przeznaczona dla zrównoważonych i odpowiedzialnych inwestorów, zapewniając pełny i nieograniczony dostęp do kompleksowej internetowej bazy danych zawierającej informacje na temat zrównoważonych instrumentów.

2.2 Po co emitować Zielone Obligacje?

Wśród atrybutów Zielonych Obligacji wyróżnia się następujące:

- przynależność do grupy dłużnych papierów wartościowych – są rodzajem obligacji,
- posiadanie standardowych dla klasycznych obligacji parametrów (m.in. terminu zapadalności czy kuponu odsetkowego),
- możliwość przyjmowania przez nie różnorodnych form ze względu na ich

¹² Korzystając ze zwolnienia podatkowego, najwięksi emitenci Zielonych Obligacji obejmują Nowy Jork, Kalifornię i Massachusetts.

¹³ Climate Bond Initiative, *2019 Green Bond Market Summary*, luty 2020 r.

¹⁴ Luxembourg Green Exchange, *Luxembourg Green Exchange The world's leading platform for sustainable finance*, lipiec 2020 r.

rodzajową kategoryzację, przykładowo uwzględniając typ emitenta (korporacyjne, municypalne, skarbowe) czy sposób oprocentowania (stałe, zmienne),

- przeznaczenie, jakim jest finansowanie oraz refinansowanie projektów,
- innowacyjność na rynku finansowym,
- możliwość wykorzystania pozyskanego kapitału wyłącznie na cele prośrodowiskowe.

Zgodnie z powyższym można wywnioskować, iż jedynie ostatnia z wymienionych cech, tj. szczególne wykorzystanie zebranych funduszy – na rzecz wsparcia klimatu czy środowiska – w sposób jednoznaczny i widoczny odróżnia obligacje ekologiczne od ich klasycznych ekwiwalentów. W związku z tym, chcąc przedstawić krótką definicję opisywanych papierów wartościowych, można pokusić się o stwierdzenie, że mogą być one sklasyfikowane jako zielone, jeżeli są emitowane w celu pozyskania kapitału na realizowanie przedsięwzięć zmierzających do pozytywnej zmiany stanu środowiska naturalnego. Finansują one inwestycje w zrównoważony rozwój, zrównoważoną infrastrukturę oraz projekty łagodzenia zmiany klimatu i przystosowania się do niej.

Ta definicja może stanowić punkt wyjścia w szukaniu argumentów za emitowaniem Zielonych Obligacji. Jest ich co najmniej kilka:

- Umożliwienie realizacji zielonych projektów, potencjalnie przy niższym koszcie kapitału: Zielone Obligacje to doskonały sposób na zabezpieczenie dużych kwot kapitału na wsparcie inwestycji środowiskowych, które w innym przypadku mogą nie być dostępne lub które mogą być nieopłacalne przy użyciu droższego kapitału. Zielone Obligacje dobrze nadają się do projektów zrównoważonego rozwoju na dużą skalę, takich jak rozwój energii wiatrowej i słonecznej, które często wymagają inwestycji kapitałowych, które generują stałe, choć relatywnie skromne dochody, które są rozłożone w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym. Idealnym projektem do sfinansowania tego rodzaju instrumentem jest średnio- i długoterminowy projekt ekologiczny o stałych, niekoniecznie dużych, przepływach pieniężnych.
- Demonstracja przywiązania do zasad i zagadnień ESG i ich implementacji w działalności emitenta. Pokazanie, że sprawy zmieniającego się

klimatu i wpływu człowieka na środowisko nie są obojętne dla właścicieli i zarządzających emitenta.

- Popyt inwestorów i dywersyfikacja: inwestorzy w coraz większym stopniu domagają się możliwości inwestowania odpowiedzialnego społecznie (*socially responsible investing* – SRI) i wyrażają duży apetyt na Zielone Obligacje, wielokrotnie przekraczając subskrypcję. Podczas gdy inwestorzy detaliczni żądają zrównoważonych inwestycji od swoich brokerów i zarządzających funduszami, inwestorzy instytucjonalni używają Zielonych Obligacji, aby spełnić wymagania ESG (wymiar środowiskowy, społeczny, ładu korporacyjnego w inwestowaniu), coś, co przed Zielonymi Obligacjami trudno było rozwiązać za pomocą narzędzi o stałym dochodzie. W rezultacie emisje Zielonych Obligacji przyciągnęły nowych inwestorów i nowe typy inwestorów, tworząc potencjalny rynek dla przyszłych emisji oraz ograniczając wahania popytu (i cen) na obligacje emitenta.
- Większy udział inwestorów realizujących strategię „kupuj i trzymaj” Zielone Obligacje, co może prowadzić do obniżenia zmienności obligacji na rynku wtórnym.
- Bycie liderem: w najbliższej przyszłości wśród liderów rozwoju będą z pewnością emitenci Zielonych Obligacji. Mogą zachęcać innych do udziału w tego rodzaju projektach i budować reputację innowacyjnej finansowo. Torują drogę reszcie swojego środowiska czy nawet kraju do finansowania projektów środowiskowych. Liderzy rządowi mogą także uczestniczyć w grupach roboczych i koalicjach, które kształtują rynek, opracowują standardy i zapewniają trwałą sukces emisjom Zielonych Obligacji.
- Promowanie swojej marki i przyciąganie uwagi: Zielone Obligacje dają szansę na określenie siebie jako myślących przyszłościowo, innowacyjnych i zrównoważonych, a media przychylnie opisują emisje zielonych obligacji. Pociąga to za sobą ewidentne korzyści reputacyjne.
- Większa przejrzystość procesu emisji Zielonych Obligacji zwiększa wiarygodność emitenta i prowadzi do wzmocnienia dialogu z inwestorami.
- Śledzenie wykorzystania środków pochodzących z emisji i raportowanie prowadzi do wzmocnienia wewnętrznych struktury zarządzania, komunikacji i dzielenia się wiedzą między stroną projektu a stroną finansową emitenta (poprawa zarządzania w organizacji emitenta).

2.3 Wyzwania stojące przed emitentami

Wyzwania związane z emisją Zielonych Obligacji wynikają przede wszystkim z nierozwiniętym jeszcze rynkiem tych instrumentów. Podstawowe wyzwania stojące przed emitentami obejmują wciąż niedorozwój bazy inwestorów instytucjonalnych (szczególnie na poziomie krajowym, co jest istotne w przypadku emisji w walucie krajowej¹⁵); niedorozwój systemu ratingów kredytowych; brak wzorcowych krzywych dochodowości (benchmarków); brak instrumentów zabezpieczających ryzyko i niedostateczna płynność rynku. Wiele z tych fundamentalnych wyzwań z każdym kolejnym rokiem rozwoju rynku staje się mniej istotna. I jeśli zostaną one rozwiązane w zsynchronizowany sposób, możemy być świadkiem bardzo szybkiego dalszego rozwoju rynków Zielonych Obligacji.

Innego rodzaju barierą jest brak świadomości korzyści płynących z Zielonych Obligacji oraz istniejących międzynarodowych wytycznych i standardów. Dla niektórych krajów i niektórych emitentów istotną barierą jest brak znajomości istniejących norm międzynarodowych. Ponadto w niektórych krajach brakuje zrozumienia potencjalnych korzyści płynących z rynku Zielonych Obligacji wśród decydentów, organów regulacyjnych, a także potencjalnych emitentów obligacji i inwestorów.

Z różnych powodów niektóre kraje mogą potrzebować rozwinąć swoje rynki Zielonych Obligacji w walucie lokalnej. Na przykład w krajach, w których inwestycje kapitałowe nie są w pełni otwarte, lokalne rynki Zielonych Obligacji będą polegać na lokalnych inwestorach. W innych krajach priorytety związane z wyzwaniami środowiskowymi (np. zanieczyszczenie powietrza i wody są głównymi priorytetami) są nieco inne niż w innych krajach, które koncentrują się na kontrolowaniu emisji gazów cieplarnianych. W takich krajach mogą być potrzebne zachęty do wspierania rozwoju lokalnego rynku Zielonych Obligacji, a brak lokalnych wytycznych dotyczących Zielonych Obligacji można uznać za rodzaj bariery. Na niektórych lokalnych rynkach mogą być potrzebne dodatkowe definicje i regulacje czy zasady i standardy.

Koszt spełnienia wymogów dotyczących „zazielenienia” obligacji może być uważany za kolejną barierę. Weryfikacja statusu „Zielonej Obligacji” oraz mo-

¹⁵ Oczywiście chodzi o waluty inne niż USD, EUR, JPF czy CHF.

nitorowanie wykorzystania środków przez emitentów przeprowadzają głównie niezależne podmioty świadczące takie usługi. Wielu potencjalnych emitentów nie wie jak może przebiegać taki proces weryfikacji. Po drugie barierą dla niektórych małych emitentów może być także stosunkowo wysoki koszt uzyskania drugiej opinii (*second opinion*) lub ubezpieczenia zewnętrznego (wahający się od 10–100 tys. USD). Niektórzy emitenci skarżą się również na wysokie koszty wypełniania wymogów dotyczących ujawniania informacji i raportowania.

Zielone ratingi kredytowe, które uwzględniają informacje środowiskowe w ratingach obligacji, mogą pomóc rynkowi ocenić zgodność Zielonych Obligacji z międzynarodowymi wytycznymi i standardami, takimi jak GBP i standard CBI, inwestorom zaś zrozumieć wpływ czynników środowiskowych w ogólnym profilu ryzyka emitentów. Indeksy Obligacji Zielonych mogą pomóc inwestorom w inwestowaniu w Zielone Obligacje, które spełniają ich kryteria. Może to skutkować zwiększonymi przepływami środków, co może również pomóc obniżyć koszty finansowania. Notowania Zielonych Obligacji wprowadzone przez giełdy mogą przynieść podobne korzyści. Jednak na razie wciąż stosunkowo niewielka liczba agencji ratingowych, spółek indeksowych i giełd promuje Zielone Obligacje, choć to także zmienia się bardzo dynamicznie i należy się spodziewać, że przezwyciężenie tego rodzaju barier jest tylko kwestią czasu.

Na niektórych rynkach apetyt inwestorów na Zielone Obligacje jest stosunkowo silny, o czym świadczą znaczne nadsubskrypcje emisji. W przypadku takich rynków głównym ograniczeniem jest brak podaży „oznaczonych” Zielonych Obligacji. Odzwierciedla to często brak akceptowalnych dla banków zielonych projektów, które mogą być finansowane lub refinansowane za pomocą Zielonych Obligacji. Może to odzwierciedlać brak solidnych, sprzyjających warunków politycznych niezbędnych do pojawienia się szeregu zielonych projektów na dużą skalę. Oprócz braku emisji obligacji, z których dochody są wydawane na zielone projekty, pojawia się również kwestia tego, ile potencjalnie kwalifikujących się obligacji jest faktycznie oznaczonych jako „zielone”. Liczba obligacji, które spełniają jeden z istniejących standardów i mogą potencjalnie kwalifikować się do uzyskania zielonej etykiety, może być wielokrotnie większa niż liczba „zielonych obligacji”, które są już w ten sposób oznaczone. Ta bariera także straci na znaczeniu w przyszłości.

Chociaż rośnie apetyt globalnych bardzo dużych zielonych inwestorów, czasami mają oni trudności z dostępem do niektórych rynków lokalnych. Jednym z problemów jest to, że definicje Zielonych Obligacji i wymogi dotyczące ujawniania informacji różnią się na różnych rynkach. Różnice te zwiększają koszty transakcji, ponieważ obligacje uznane za zielone na jednym rynku muszą zostać ponownie oznakowane lub ponownie certyfikowane na innym. Rozwiązaniem tego problemu jest harmonizacja standardów Zielonych Obligacji. Inną przeszkodą w transgranicznym inwestowaniu w Zielone Obligacje może być brak produktów zabezpieczających przed ryzykiem (np. przed ryzykiem walutowym).

Brak lokalnych zielonych inwestorów również może być ograniczeniem rozwoju Zielonych Obligacji. Istnienie inwestorów instytucjonalnych, którzy preferują zielone aktywa, jest ważne dla zapewnienia wystarczającego popytu. Także w tym przypadku należy się spodziewać, że ta bariera zniknie w najbliższej przyszłości, co będzie związane z coraz większą świadomością, coraz większą liczbą zielonych projektów, coraz większą płynnością i efektywnością rynku Zielonych Obligacji.

Podsumowując, bariery i ograniczenia wymienione powyżej są potencjalnie wyzwaniem emitentów Zielonych Obligacji, jednak trzeba stwierdzić, że w przypadku większości z nich można się spodziewać, wraz z rosnącym dynamicznie rynkiem Zielonych Obligacji, ich zaniku lub zmniejszenia znaczenia.

3. INWESTORZY

3.1 Kto inwestuje w Zielone Obligacje?

Po stronie popytu rośnie zainteresowanie inwestorów obligacjami, które noszą zieloną etykietę. Można wskazać, jakiego typu inwestorzy są zaangażowani na rynku Zielonych Obligacji i jakie powody mogą powstrzymywać innych przed inwestowaniem w zielone produkty.

W celu lepszego zarządzania ryzykiem i zwiększenia zysków finansowych w dłuższej perspektywie inwestorzy, czyli najczęściej zarządzający aktywami lub funduszami coraz częściej szukają możliwości inwestycyjnych w projekty i aktywa, które są odporne na długoterminowe zagrożenia

związane ze zmianami klimatu i ryzyka pochodzące ze środowiska naturalnego. Co więcej, inwestorzy podążają za wymaganiami coraz bardziej świadomych klientów.

Według ostatniego raportu Climate Bonds Initiative¹⁶ z 2020 r. 50% kwoty uzyskanej z emisji Zielonych Obligacji pochodziło od inwestorów, którzy sami siebie wskazywali jako społecznie odpowiedzialnych lub zielonych. Raport stwierdza ponadto, że inwestorów deklarujących się jako zieloni jest coraz więcej. Stanowią oni unikatowe źródło wsparcia dla emitentów Zielonych Obligacji, przyczyniając się do wzrostu popytu na Zielone Obligacje.

Dla przykładu emisja polskich Zielonych Obligacji rządowych z grudnia 2016 r. została objęta w 61%¹⁷ przez „zielonych” inwestorów, a zakup Zielonych Obligacji mużulmańskich rządu Indonezji z lutego 2018 r. został zrealizowany w 29% przez takich inwestorów¹⁸. Emisja zielonych obligacji w 2016 r. Kommuninvest – szwedzkiego wehikułu finansującego samorządy została objęta w 67% przez zielonych inwestorów.

W tabeli 2.2 zawarto zestawienie przykładowych emisji Zielonych Obligacji według typów inwestorów.

Tabela 2.2. Przykładowe emisje Zielonych Obligacji wg typów inwestorów

Emitent	Data i wielkość emisji	Rozkład inwestorów wg regionów	Rozkład inwestorów wg typów	Inne
Rzeczpospolita Polska	12.2016 750 mln euro	Niemcy, Austria, Szwajcaria (27%); Benelux (17%); Nordics (15%); France (13%); UK, Irland (16%); inni (5%) Polska (7%)	zarządzający aktywami (49%), banki (22%), fundusze emerytalne i ubezpieczyciele (16%), oficjalne instytucje (12%) i inni (1%)	zieloni inwestorzy 61% pozostali 39%

¹⁶ Oczywiście chodzi o waluty inne niż USD, EUR, JPY czy CHF

¹⁷ Ministry of Finance, Republic of Poland (December 2017), *Green bond report on the use of proceeds*, grudzień 2017.

¹⁸ Ministry of Finance, Republic of Indonesia (February 2019), *Green Sukuk Issuance – Allocation and Impact Report*

Republika Francuska	01.2017 7 mld euro	Francja (37%), Holandia (19%), UK (18%), Nordics (7%), Niemcy (7%), Włochy (4%), Azja (3%), Ameryka (2%), inni (3%)	zarządzający aktywami (33%), banki (21%), fundusze emerytalne (20%), ubezpieczyciele (19%), oficjalne instytucje (4%), fundusze hedgingowe (3%)	
Republika Indonezji	02.2018 1,250 mld USD	EU (15%); USA (18%); Indonezja (10%), Azja (25%), kraje islamskie (32%)	zarządzający aktywami (29%), banki (40%), fundusze emerytalne i ubezpieczyciele (10%), oficjalne instytucje (20%) i inni (1%)	zieloni inwestorzy 29%, pozostali 71%
Kommuninvest	10.2016 5 mld SEK	Szwecja 90%, Europa poza Nordics: 7%, Nordic poza Szwecją: 3%	zarządzający aktywami (45%), banki (20%), fundusze emerytalne i ubezpieczyciele (35%)	zieloni inwestorzy 67% pozostali 33%
Prowincja Ontario	01.2016 750 mln CAD	Kanada: 65%; USA: 22%, Europa: 13%	Zarządzający aktywami 54%, ubezpieczyciele, fundusze emerytalne i przedsiębiorstwa 19%; Banki 15%, oficjalne instytucje 11%, Detal 1%	

Źródło: Raporty emitentów.

Zwraca uwagę fakt, że inwestorzy w znacznej części pochodzą z kraju emitenta, lub z obszaru geograficznie lub kulturowo bliskiego emitentowi. Wskazuje to, że znajomość samego emitenta jest dla inwestora kwestią ważną, a często kluczową. Wydaje się, że również korzyści reputacyjne inwestorów są większe, jeśli funkcjonuje on na rynku zbliżonym do rynku emitenta.

Z punktu widzenia typu inwestora najważniejszymi i najbardziej zainteresowanymi zakupami Zielonych Obligacji są zarządzający funduszami, którzy mogą na przykład inwestować w imieniu funduszy emerytalnych. Same fundusze emerytalne są również istotnymi bezpośrednimi inwestorami, podobnie jak ubezpieczyciele i banki. Zwraca uwagę znaczne zróżnicowanie inwestorów deklarujących siebie jako zieloni. Nie stanowią oni z reguły tych inwestorów, którzy obejmują większość emisji.

Jest to jeszcze jeden dowód na to, że Zielona Obligacja jest traktowana w pierwszej kolejności jako dochodowy instrument finansowy, a nie ten, który ma zapewnić finansowanie zgodne z priorytetami środowiskowymi. Należy zaznaczyć, że dane z powyższej tabeli pochodzą od emitentów i dotyczą obrotu obligacji na rynku pierwotnym. Nie mamy wystarczających danych i informacji, aby wskazywać, jak zmieniają się typy inwestorów po emisji.

3.2 Dlaczego inwestować w Zielone Obligacje?

Inwestor może inwestować na rynku Zielonych Obligacji zamiast w inne instrumenty finansowe z kilku powodów. Obligacje o stałym oprocentowaniu oferują stałe stopy zwrotu w ustalonym czasie. Generalnie powoduje to bardziej przewidywalną, mniej ryzykowną inwestycję niż inne opcje inwestycyjne. Ta większa przewidywalność przepływów pieniężnych czyni z obligacji dobrą przeciwwagę do bardziej ryzykownych, bardziej zmiennych instrumentów w portfelu inwestycyjnym. Jednak wybór pomiędzy zieloną a zwykłą obligacją jest mniej oczywisty. Przesłanką może być lepsza oferta cenowa i większa przejrzystość.

Jednak, aby wprost porównać Zieloną Obligację ze zwykłą obligacją, emitent musiałby wyjść na rynek prawie jednocześnie i z prawie identycznymi warunkami dla obu typów instrumentów, czyli Obligacji Zielonej i zwykłej. Identyczne warunki emisji oznaczają m.in. walutę emisji, strukturę, dochodowość czy zapadalność. To się w praktyce nie zdarza. Natomiast doświadczenie wskazuje, że Zielone Obligacje o podobnych parametrach są wycenione bardzo blisko zwykłych obligacji.

Inwestorzy nie chcą płacić dodatkowo za zielony aspekt obligacji i powiązaną z „zielonością” dodatkową sprawozdawczość emitenta. Szczegółowe badania¹⁹ wskazały (na podstawie najbardziej wiarygodnej bazy danych finansowych agencji Bloomberg), że przeciętnie Zielona Obligacja przynosiła dochód roczny w wysokości 3,25%, a zwykła obligacja 3,52%. Dane objęły prawie 1,5 miliona emisji z lat 2007–2018. Szczegółowe dane wskazują, że ta różnica miała swoje uzasadnienie, bowiem 30,3% Zielonych Obligacji posiadało rating AAA, a zwy-

¹⁹ Caroline Flammer, *Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy*, NBER Working Paper No. 25950, czerwiec 2019.

łych obligacji tylko 8,5%. Niższe ryzyko Zielonych Obligacji było więc wyceniane przez inwestorów, którzy płacili mniej za takie papiery, a nie ich „zieloność”.

Obserwatorzy tego rosnącego rynku zielonych instrumentów finansowych wskazują na rosnący popyt i preferencje dla Zielonych Obligacji również ze strony inwestorów z głównego nurtu rynku. Założyciel i dyrektor generalny BlackRock, największego funduszu zarządzającego aktywami na świecie, Larry Fink ogłosił w styczniu 2020 r. strategię, w której zrównoważony rozwój jest nowym standardem inwestowania BlackRock. Firma definiuje zrównoważony rozwój jako „włączenie czynników środowiskowych, społecznych i związanych z zarządzaniem (ESG) do analizy inwestycji i podejmowania decyzji”. Dwa lata wcześniej niejako wyprzedzająco wskazał, dlaczego taką zmianę dokonuje. Pisał, że „Społeczeństwo domaga się, aby firmy, zarówno publiczne, jak i prywatne, służyły celom społecznym”²⁰.

Niemniej cena i warunki emisji obligacji pozostają kwestią kluczową dla każdego inwestora, a Zielona Obligacja ma status *pari-passu* (na równi) z obligacjami tej samej rangi tego samego emitenta. Zielone Obligacje i ich ekwiwalenty podlegają tej samej dynamice rynkowej, takiej jak podaż, oczekiwania dotyczące stawek oraz kwestie ryzyka geopolitycznych.

Tabela 2.3 wskazuje na zalety i wady inwestowania w Zielone Obligacje z punktu widzenia inwestora.

Tabela 2.3. Korzyści i niedogodności inwestowania w Zielone Obligacje

Główne korzyści	Główne niedogodności
Lepsza ocena ryzyka instrumentów o stałym dochodzie poprzez zastosowanie zielonego raportowania (w porównaniu do podobnych zwykłych instrumentów)	Rynek zielonych obligacji jest mały (i potencjalnie mniej płynny), małe rozmiary emisji obligacji
Inwestorzy mogą równoważyć zwroty finansowe z korzyściami środowiskowymi	Brak jednolitych standardów dotyczących zielonych obligacji może powodować, że ich „zieloność” może być kwestionowana, co może prowadzić do możliwości ryzyka utraty reputacji

²⁰ Barron's (28 maja 2020): *BlackRock's ESG Strategy Plays Politics with Public Pension*, 28 maja 2020

Dla inwestorów branżowych (pure-play) zielona obligacja może służyć do zrównoważenia ryzyka klimatycznego portfela, który zawiera również aktywa wysokoemisyjne	Ograniczony zakres egzekwowania prawa dotyczącego zielonej integralności (prywatne standardy zielonej obligacji)
Inwestor przez takie inwestycje w zielone obligacje może spełnić część warunków ESG – wymagań związanych ze środowiskiem, czynnikami społecznymi i związanymi z zarządzaniem	Brak standaryzacji może prowadzić do komplikacji przy badaniu portfeli i potrzebę dodatkowego due diligence, która nie zawsze może być łatwo przeprowadzona
Taki inwestor może być uznany za niepaństwowy podmiot działający na rzecz klimatu (np. przez UNFCCC)	
Przejrzystość wykorzystania środków i wymagania dotyczące raportowania zapewniają przewagę informacyjną nie możliwą do uzyskania w przeciwnym razie (dotyczącą efektywności wydatków, szczegółów projektu i jego aktualizacji, wpływ na wydajność). Daje to inwestorom zielonych obligacji znaczącą przewagę informacyjną	
Zaangażowanie i bezpośredni dialog z emitentami na tematy ESG związane z emisją zielonych obligacji skutkuje informacjami, które poprawiają możliwości analizy kredytowej dzięki uzyskaniu bardziej kompleksowego profilu emitenta (kredytobiorcy)	

Źródło: OECD (2017), *Mobilising bond markets for a low-carbon transition*

Najważniejsze czynniki wpływające na ryzyko inwestycyjne dotyczące czynników środowiskowych obejmują w szczególności:

- Ryzyko regulacyjne i polityczne. Zwiększenie globalnych wysiłków i zobowiązań na rzecz walki ze zmianami klimatu zwiększa obawy związane z osieroconymi zasobami (*stranded assets*), stąd też aktywa i inwestycje o wysokiej emisji dwutlenku węgla obarczone są większym ryzykiem średniookresowym,
- Zachęty podatkowe i polityczne. Zmiana polityki podatkowej i dotacji wynikająca z tego, że jest coraz więcej zwolenników odnawialnych źródeł energii (niż paliw kopalnych), co prowadzi do zmian cen względnych aktywów związanych z energią,
- Zwiększona konkurencyjność niskoemisyjnych źródeł energii i technologii. Rosnąca wydajność i rozwój czystych technologii przechowy-

wania i transmisji energii daje nowe możliwości, a dalsze innowacje technologiczne zwiększają konkurencyjność kosztową odnawialnych źródeł energii w porównaniu do paliw kopalnych, zmieniając względny profil zwrotu.

- Długo- *versus* krótkoterminowa perspektywa. Wzrost świadomości i obaw związanych z negatywnymi skutkami bieżących praktyk biznesowych w perspektywie średnio- i długoterminowej na wyniki firmy i zwroty z inwestycji.
- Lepsza dostępność odpowiednich danych i metodologii oceny ryzyka. Dotychczasowe niewystarczające i nieprzejrzyste informacje dotyczące zagrożeń dla środowiska oraz efektów zewnętrznych powodowały zniekształcone względne ceny usług środowiskowych; w ostatnich latach podjęto szereg inicjatyw mających na celu lepsze mierzenie, ocenę i raportowanie zagrożeń dla środowiska.
- Zmiana oczekiwań konsumentów i klientów. Konsumenti i klienci stają się coraz bardziej świadomi i wymagający, gdzie i jak mogą swoje pieniądze inwestować, co wymaga większej przejrzystości w odniesieniu do zmian klimatu i szkód środowiskowych, dotyczących warunków pracy czy korupcji.

W związku z tym w celu lepszego zarządzania ryzykiem i zwiększenia zysków finansowych w dłuższej perspektywie inwestorzy coraz częściej szukają możliwości inwestycyjnych w projekty i aktywa, które są odporne na zagrożenia związane ze zmianami klimatycznymi i w środowisku. Dodatkowo sami świadomi klienci domagają się środowiskowo zrównoważonych inwestycji.

3.3 Infrastruktura rynku Zielonych Obligacji

W 2019 r. na różnych giełdach notowano Zielone Obligacje o wartości 167 mld USD, co stanowi 65% ogółu Zielonych Obligacji (257,7 mld USD). Zielone Obligacje emitowane na rynkach pozagiełdowych (OTC), w tym na chińskim rynku międzybankowym, stanowią 16%. Pozostałe 19% nie było na tych listach lub informacje nie były dostępne²¹.

²¹ Climate Bonds Initiative, 2019 Green Bonds Market Summary, luty 2020.

LuxSE (Giełda Papierów Wartościowych w Luksemburgu) uruchomiła w 2016 r. Luxembourg Green Exchange (LGX), dedykowaną platformę dla zielonych, społecznych i zrównoważonych papierów wartościowych. Jest ona najpopularniejszym miejscem notowań Zielonych Obligacji z wartościami transakcji 19,8 mld USD w 2019 r. Są tam notowane np. polskie Zielone Obligacje skarbowe. Łącznie niemieckie giełdy papierów wartościowych (Monachium, Berlin, Frankfurt, Stuttgart) zajęły drugie miejsce w zestawieniu takich giełd, a następnie grupa Euronext Paris (czyli łącznie Paryż, Dublin, Amsterdam, Bruksela) oraz grupa giełdy londyńskiej (Londyn, Mediolan).

Rysunek 2.1. Mapa z zaznaczonymi krajami emitentów notowanych na Luxembourg Green Exchange



Ogółem wydzielony segment do notowań Zielonych Obligacji, a ściślej zrównoważonych obligacji miało 19 giełd w 2019 r.²². Najwięcej z nich było położonych w Europie. Część z tych giełd, na których notowane są Zielone Obligacje nakłada dodatkowe wymagania, takie jak obowiązek dodatkowego zewnętrznego audytora oraz raportowania wpływu na środowisko. Oczywiście obrót Zielonymi Obligacjami podlega powszechnym krajowym przepisom dotyczącym obrotu obligacjami i związanymi z tym zasadami dotyczącymi krajowych depozytów

²² United Nations Sustainable Stock Exchanges, 2019, How exchanges can embed sustainability within their operations – A blueprint to advance action

czy systemu rozliczeń. Oznacza to również, że obrót części emitowanych obligacji na rynku odbywa się często poza rynkiem regulowanym, jeśli jest on dopuszczalny przez ogólne przepisy.

4. INNE INSTYTUCJE W EKOSYSTEMIE ZIELONYCH OBLIGACJI

4.1 Zieloni doradcy

Nie każdy potencjalny emitent Zielonych Obligacji może mieć kompetencje w zakresie przygotowania do procesu emisji takich obligacji i ich przeprowadzenia. Emitent może chcieć zasięgnąć porady konsultantów lub instytucji z uznaną wiedzą specjalistyczną w zakresie zrównoważonej polityki środowiskowej lub innych aspektów emisji Zielonych Obligacji, dotyczących części „zielonej”. Może to obejmować obszary takie jak przygotowanie ram prawnych dotyczących Zielonych Obligacji emitenta, przygotowanie szerszej proklimatycznej czy prośrodowiskowej strategii emitenta, mającej na celu pokazanie, że emitowane Zielone Obligacje nie są jednorazowym pomysłem na sfinansowanie jego inwestycji, ale elementem szerszej strategii z jasno określonymi celami do osiągnięcia. Tacy doradcy mogą przygotować informacje dla rynku finansowego nie tylko o emisji ale także o jego emitencie. Doradztwo i konsulting wymagają współpracy z emitentem i różnią się od roli niezależnych opinii zewnętrznych, o których mowa w standardach Zielonych Obligacji. Wybrani konsultanci mogą być obecni w całym procesie emisji – od przygotowania ram zielonych obligacji, aż po przygotowanie ostatniego raportu dla inwestorów i wpływu sfinansowanego wpływami z emisji obligacji projektu czy inwestycji na środowisko i klimat.

4.2 Niezależni opiniodawcy i audytorzy

Zewnętrzne przeglądy, oceny, ratingi lub weryfikacja emisji lub powiązanych z emisją ram odgrywają kluczową rolę w ocenie odpowiednich informacji związanych z emisją Zielonymi Obligacjami i klasyfikacji obligacji jako zielonej. W efekcie, oprócz instytucji typowych dla obligacji takich jak emitent, inwestor, regulator i nadzorca rynku, w ekosystemie Zielonych Obligacji pojawiają się specyficzni dla Zielonych Obligacji aktorzy: doradcy i eksperci środowiskowi,

audytorzy, instytucje przygotowujące niezależne opinie o zgodności procesu emisji z zasadami i standardami Zielonych Obligacji. Udział w procesie emisji Zielonych Obligacji może, w zależności od standardu, być dobrowolny (zalecany) lub obowiązkowy. Opinie zewnętrzne zmniejszają asymetrię informacyjną wśród uczestników rynku. Stało się powszechną praktyką przygotowywanie opinii dotyczącej Zielonych Obligacji wydanej przez weryfikatora zewnętrznego tak aby emitenci mogli zapoznać się z nią przed lub w trakcie emisji.

W przypadku GBP ICMA zaleca się, aby w związku z emisją Zielonych Obligacji, emitenci wyznaczyli zewnętrznych weryfikatorów, którzy dokonaliby przeglądu zgodności obligacji z czterema podstawowymi komponentami GBP ICMA. Jest jednak kilka różnych dopuszczalnych sposobów i rodzajów recenzji, które można dostarczyć na rynek, wypełniając to zalecenie. GBP ICMA wyróżnia 4 (nie wykluczające się) możliwe sposoby.

- Druga opinia zewnętrzna (tzw. second party opinion): Taką opinię może wydać niezależna od emitenta instytucja posiadająca wiedzę specjalistyczną z zakresu ochrony środowiska. Instytucja ta powinna być niezależna od doradcy emitenta w sprawach zielonych obligacji. Niezależna opinia zewnętrzna wiąże się zwykle z oceną zgodności z zasadami dotyczącymi Zielonych Obligacji. W szczególności może ona obejmować ocenę nadrzędnych celów, strategii, polityki i/lub procesów emitenta w zakresie ekologicznie zrównoważonego rozwoju oraz ocenę ekologicznego charakteru projektów na które mają zostać wykorzystane środki.
- Weryfikacja: Emitent może otrzymać niezależną weryfikację w oparciu o określony zestaw kryteriów, zwykle odnoszących się do procesów biznesowych i/lub środowiska. Weryfikacja może koncentrować się na zgodności z wewnętrznymi lub zewnętrznymi standardami lub założeniami emitenta. Weryfikację można także ocenić zielone projekty pod względem ich ekologicznego charakteru, uwzględniając także kryteria zewnętrzne. Terminem tym można również określić zapewnienie lub poświadczenie dotyczące wewnętrznej metody monitorowania przez emitenta wykorzystania środków, przydzielania środków z Zielonych Obligacji, oświadczenia o wpływie na środowisko lub zgodności raportowania z GBP ICMA.
- Certyfikacja: Emitent może ubiegać się o certyfikację swoich Zielonych Obligacji w oparciu o uznane zewnętrzne standardy oceny lub oznako-

wanie. Zgodność z kryteriami obowiązującymi dla takich zewnętrznych standardów oceny lub oznakowania jest zwykle sprawdzana przez upoważnione wykwalifikowane podmioty zewnętrzne, które mogą weryfikować zgodność z kryteriami certyfikacji.

- Scoring/Rating Zielonych Obligacji: Emitent może uzyskać rating dla swoich Zielonych Obligacji lub ich kluczowej cechy (np. wykorzystanie środków) od wykwalifikowanych podmiotów zewnętrznych, takich jak ośrodki badawcze czy agencje ratingowe, zgodnie z przyjętym modelem scoringowym/ratingowym. Wyniki mogą dotyczyć efektywności środowiskowej, procesu w odniesieniu do GBP ICMA, albo innego poziomu odniesienia, np. scenariusza przewidującego wzrost temperatury o 2 stopnie Celsjusza. Taki scoring/rating różni się od ratingu kredytowego, który jednak także może odzwierciedlać istotne ryzyko środowiskowe (np. ryzyko fizyczne lub transformacji).

GBP ICMA zalecają upublicznianie ocen zewnętrznych oraz użycie Wytycznych ICMA dla przeprowadzonych ocen zewnętrznych²³. Wytyczne ICMA zwracają uwagę na standardy etyczne i zawodowe, którymi powinni się cechować recenzenci zewnętrzni oraz organizację i zawartość zewnętrznych opinii. GBP ICMA zachęcają również instytucje dokonujące oceny zewnętrznej, aby upubliczniały swoje ekspertyzy oraz jasno opisywały zakres przeprowadzonej oceny. Mają na celu zapewnienie informacji i przejrzystości oceny zewnętrznej emitentom, gwarantom, inwestorom, innym podmiotom zainteresowanym i samym instytucjom dokonującym oceny zewnętrznej.

Obecnie rynek opinii i recenzji zewnętrznych jest podzielony między cztery rodzaje organizacji:

- niefinansowe agencje ratingowe i firmy konsultingowe specjalizujące się w obszarze zrównoważonego rozwoju i wydawaniu niezależnych opinii zewnętrznych,
- wielka czwórka firm audytorskich, świadczących głównie usługi weryfikacji poemisyjnej lub stwierdzające zgodność ze standardami Zielonych Obligacji,
- kredytowe agencje ratingowe;
- globalne instytucje certyfikujące.

²³ ICMA, Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews. Odpowiednikiem tych wytycznych w przypadku CBI jest Assurance Framework.

W omawianym zakresie, projekt unijnych standardów Zielonych Obligacji (EU GBS) różni się od Zasad Zielonych Obligacji ICMA w trzech istotnych aspektach. Po pierwsze, udział i rola niezależnych opiniodawcy i audytorów w procesie emisji i po emisji obligacji jest wymagany a nie rekomendowany. Muszą oni potwierdzić co najmniej zgodność emisji ze standardami unijnymi. Po drugie zewnętrzny audyt musi zostać opublikowany (a nie jest jedynie rekomendowany). W końcu, unijne standardy przewidują certyfikację czy akredytację zewnętrznych audytorów.

Tabela 2.4. Porównanie wybranych aspektów GBP ICMA i rekomendacji TEG dla EU GBS

Specific topic	Green Bond Principles (GBP)	HLEG recommendations	Proposed EU Green Bond Standard (EU-GBS)
Impact monitoring and reporting	Recommended wherever possible	Required to report whether issuer is monitoring impact or not and if so, disclose estimated/actual impact	Required. A reporting template is provided Annex 3.
External review requirements	Recommended. External review may be partial, covering only certain aspects of an issuer's green bond or associated Green Bond Framework or full, assessing alignment with all four core components of the GBP	Required. External review must confirm, at a minimum, the alignment, at issuance, of the EU green bond with all four core components of the EU-GBS, or alternatively, confirm the alignment of the EU Green Bond programme as a whole.	Required. Verification of the Green Bond Framework and the Final Allocation Report by an accredited verifier to confirm conformity with the EU-GBS. Detailed requirements are provided in section 4.4 of the EU-GBS in Annex 2.
Publication of external verification	Recommended	Required	Required
Accreditation of external reviewers/verifiers	Not addressed in GBPs	Sets out accreditation requirements for external verifiers	A centralised scheme of accredited verifiers, operated by ESMA. Voluntary interim registration scheme for an estimated transition period of up to 3 years.

Źródło: TEG, Report on EU Green Bond Standard, czerwiec 2019 r.

TEG przeanalizował cztery różne opcje nadzoru nad zewnętrznymi podmiotami zajmującymi się recenzjami i opiniami²⁴. Ostatecznie, w rekomendacji powtórzonej w 2020 r.²⁵, opowiedział się za nadzorem regulacyjnym, licencyjnym (akredytacyjnym) i kontrolnym sprawowanym za pośrednictwem scentralizowanego systemu zorganizowanego przez ESMA, z trzyletnim okresem przejściowym, w którym licencja ESMA nie byłaby wydawana i wymagana²⁶.

²⁴ TEG, Report on EU Green Bond Standard, czerwiec 2019 r.

²⁵ TEG, Usability Guide. EU Green Bond Standard, marzec 2020 r.

²⁶ Czas potrzebny na stworzenie systemu akredytacyjnego i nadzorczego.

4.3 Doradcy, gwaranci i organizatorzy emisji

Oprócz powyższych osób, instytucji i organizacji, odpowiedzialnych przede wszystkim za zieloną część emisji Zielonych Obligacji, w przygotowaniu takiej emisji uczestniczą także inni doradcy, koncentrujący się na wybranych aspektach procesu przygotowywania emisji. Mogą to być kancelarie prawne, czy instytucje finansowe aktywne na rynku kapitałowym. Szczególną rolę odgrywają organizatorzy emisji (agenci, dealerzy) oraz gwaranci.

Funkcje organizatorów emisji pełnią najczęściej domy maklerskie (ich obecność jest niezbędna przy emisjach publicznych), ale też kancelarie prawne i różnego rodzaju firmy doradcze. Pomagają one emitentom przy całym procesie przygotowania emisji, łącznie z przygotowaniem odpowiednich dokumentów informacyjnych i uchwał na walne zgromadzenia. Wśród tych zadań można wymienić:

- weryfikacja spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych, wynikających z przepisów prawa
- weryfikacja zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych
- weryfikacja spełniania przez papiery wartościowe oraz przez emitenta warunków rejestracji obligacji
- utworzenie ewidencji osób uprawnionych oraz wydawanie zaświadczeń

Tych rodzajów doradców, nie specyficznych dla Zielonych Obligacji, ale mogących wystąpić w przypadku obligacji generalnie, może być więcej. W takiej emisji mogą pojawić się depozytariusze, agenci płatniczy, dealerzy, agenci emisji, itd. Istotną rolę, na którą należy jednak zwrócić szczególną uwagę jest gwarant emisji. Gwarantowanie emisji to zobowiązanie się profesjonalnego inwestora lub pewnej grupy inwestorów do wykupienia wszystkich papierów wartościowych, na które nie złożono w danej emisji zleceń. Do wykonania gwarancji dochodzi tylko jeżeli podaż przewyższy popyt. Gwaranci bywają więc kluczowi w zapewnieniu powodzenia emisji obligacji. Oprócz gwarantowania emisji możliwe jest ubezpieczenie (gwarantowanie) wykupu obligacji.

Proces emisji Zielonych Obligacji

1. ETAP PRZED DECYZJĄ O EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI

1.1 Analiza finansowa emitenta, analiza potrzeb finansowych i warunków rynkowych

Kluczowym etapem na drodze do decyzji inwestycyjnej jest analiza finansowa emitenta. Oceniane są wówczas dwa najważniejsze aspekty:

- zdolność do obsługi i spłaty zadłużenia,
- ryzyko, jakie jest związane z generowaniem gotówki.

Należy pamiętać, że inaczej niż w przypadku podnoszenia kapitału poprzez emisję akcji dla inwestujących w dług korporacyjny kluczowa jest pewność generowanej gotówki, a nie wzrost wartości firmy w przyszłości. Oznacza to, że decydując o zaangażowaniu, inwestor analizuje możliwość spłaty obligacji na bazie prowadzonej działalności lub tej, która będzie prowadzona, ale jest w bardzo dużej mierze pewna, na przykład dzięki podpisanym już kontraktom. Dlatego obligacje korporacyjne rzadko są instrumentem finansującym startupy bądź projekty obciążone dużym ryzykiem niepowodzenia.

Przy ocenie standingu finansowego emitenta największe znaczenie mają dwa parametry: wielkość EBITDA (zysk operacyjny powiększony o amortyzację; istotny jest zysk powtarzalny i gotówkowy, a niewynikający z jednorazowych transakcji czy działań niegotówkowych, jak przeszacowania czy rozwiązywanie rezerw) oraz poziom zadłużenia odsetkowego (kredyty bankowe, pożyczki, leasingi, inne wyemitowane obligacje).

Podstawowe wskaźniki niezbędne do oceny zadłużenia emitenta to przede wszystkim dług odsetkowy/kapitał własny oraz dług netto/EBITDA. Akceptowalne poziomy tych wskaźników zależą oczywiście od branży oraz konkretnego emitenta. Zwyczajowo to odpowiednio przedziały: (1,0 ; 2,0) oraz (2,0 ; 4,0). Wysokość akceptowalnego wskaźnika zadłużenia mierzonego przez dług/kapitał własny jest zależna od struktury kapitału własnego; im więcej kapitału pochodzącego z przeszacowań bądź wartości niematerialnych, tym niższy wskaźnik jest dopuszczalny. Wskaźnik dług netto/EBITDA pokazuje, w jakim czasie emitent jest w stanie spłacić zadłużenie z generowanych przepływów. Wartość tego wskaźnika powinna być skorelowana z terminem wykupu obligacji. Akceptowalna jest wyższa wartość wskaźnika w przypadku, gdy jest poparty przewidywanym wzrostem EBITDA w kolejnych latach, przed terminem wykupu obligacji.

Dla potencjalnego obligatariusza decydujące znaczenie ma zdolność emitenta do obsługi i spłaty obligacji. W zależności od celu, na jaki mają być przeznaczone środki z emisji obligacji, można wyróżnić kilka potencjalnych źródeł spłaty:

- generowane przez emitenta przepływy finansowe: skumulowana wartość generowanych przepływów, która w przybliżeniu jest równa wartości EBITDA, musi zapewnić spłatę odsetek oraz nominału w terminie wykupu. Taki schemat, porównywalny do obsługi i spłaty kredytu bankowego, jest stosowany najczęściej w przypadku, gdy przepływy z już prowadzonej działalności są w stanie sfinansować nowe inwestycje,
- inne źródło refinansowania: rozwiązanie stosowane podczas finansowania pomostowego, wtedy gdy tradycyjny kredyt nie jest dostępny. Zwykle jest to finansowanie krótkoterminowe. Pozyskanie funduszy i realizacja celu w tym okresie pozwalają na osiągnięcie zdolności kredytowej, co daje wysokie prawdopodobieństwo lub gwarancję refinansowania, najczęściej bankowego,
- sprzedaż aktywów: takie źródło spłaty zazwyczaj jest stosowane przy finansowaniu projektowym, gdzie ani bieżąca działalność emitenta, ani przyszłe przepływy z realizowanego projektu nie pozwalają spłacić zaciągniętego zadłużenia. Wówczas spłata następuje ze sprzedaży już posiadanych

przez emitenta aktywów bądź aktywów, które są budowane ze środków z emisji. W takim modelu niezbędne jest wskazanie kupującego, który dokona transakcji po spełnieniu się pewnych warunków. Akceptowalnym potwierdzeniem źródła spłaty jest przedwstępna umowa sprzedaży.

Oprocentowanie obligacji korporacyjnych jest odzwierciedleniem ryzyka, na jakie narażony jest inwestor finansujący emitenta. Im lepszy standing finansowy emitenta, im dłuższa jego pozytywna historia kredytowa, tym niższy koszt finansowania. Do spółek uzyskujących najtańsze finansowanie dłużne należą najczęściej największe spółki giełdowe i banki, które zdobyły zaufanie inwestorów lub w przeszłości wyemitowały i spłaciły wyemitowane obligacje.

Do kilku innych ważnych elementów mających wpływ na wysokość płaconych odsetek należą:

- kowenanty – na przykład zobowiązanie się emitenta do przestrzegania poziomu zadłużenia,
- zabezpieczenie – na przykład hipoteka czy zastaw rejestrowy,
- rating,
- okres finansowania,
- status emitenta – spółka publiczna/niepubliczna,
- historia kredytowania – pierwsza emisja/wtórna emisja,
- cel finansowania – finansowanie operacyjne/projektowe.

Najbardziej oczywistą alternatywą dla emisji obligacji jest kredyt bankowy. W tabeli 3.1 przedstawiono porównanie obu tych form finansowania.

Tabela 3.1 Porównanie obligacji i kredytu

OBLIGACJE VS. KREDYT	
Obligacje	Kredyt
Większa elastyczność w wykorzystaniu środków pozyskanych z emisji obligacji, co często pomaga w szybszej i bardziej efektywnej realizacji projektu inwestycyjnego.	Bank najczęściej dość rygorystycznie kontroluje wykorzystanie środków z kredytu, a wypłata kredytu najczęściej odbywa się w transzach.

Etap przed decyzją o emisji Zielonych Obligacji

Zakres celów inwestycyjnych możliwych do sfinansowania dzięki emisji obligacji jest bardzo szeroki.	Na niektóre cele inwestycyjne banki nie udzielają finansowania.
Wielu dawców kapitału, których udziały tworzą w sumie wysokie kwoty. Emitent unika skomplikowanych procedur bankowych. Emitent zmniejsza stopień uzależnienia od zmian polityki kredytowej banków. Jest to szczególnie istotne w przypadku spółek współpracujących z niewielką liczbą banków, z których pozyskały znaczącą część swojego finansowania.	Jeden pożyczkodawca. Limity zaangażowania banku mogą ograniczyć wielkość kredytu. Skomplikowane procedury bankowe.
W wielu przypadkach zabezpieczenie emisji nie jest wymagane, zwłaszcza gdy emitentami są podmioty publiczne o bardzo dobrej kondycji finansowej. Spektrum aktywów mogących stanowić zabezpieczenie jest szersze niż w przypadku kredytu bankowego.	Bank decyduje o rodzaju zabezpieczenia i jego wielkości. Z reguły banki wymagają wyższej relacji wartości zabezpieczenia do wysokości kredytu. Niektóre grupy aktywów w ogóle nie są traktowane przez banki jako zabezpieczenie.
W większości przypadków emitent najpierw spłaca odsetki, a kapitał w dniu wykupu obligacji. Obciążenia przez okres trwania finansowania są niskie.	Spłata zobowiązania odbywa się regularnie w okresie kredytowania w formie rat kapitałowo-odsetkowych.
Emitent ma większy wpływ na wysokość oprocentowania obligacji i długość okresów odsetkowych.	Wysokość oprocentowania, sposób jego ustalania i harmonogram spłat rat określa bank.
Koszt kapitału z obligacji wyższy od kosztów kredytu.	Koszt kredytu niższy niż koszt finansowania obligacjami.
Przekazywanie informacji o sytuacji finansowej jest sformalizowane, gdy obligacje są notowane, ale nawet w tym przypadku ogranicza się do informowania o istotnych dla emitenta wydarzeniach oraz przekazywania rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych.	Bank w dowolnym momencie może żądać informacji o aktualnej sytuacji firmy.
Publiczna promocja emitenta, jeżeli obligacje są notowane na Catalist.	Brak publicznej promocji kredytobiorcy.
Rating publiczny uwiarygadnia emitenta.	Wewnętrzna analiza banku nie jest znana publicznie.

Źródło: Jan Mazurek, *Potencjał rynku obligacji*, Michael/Strom Investments

Podejmując decyzje o wyborze struktury kapitału w finansowaniu przedsiębiorstwa (lub projektu inwestycyjnego), należy wziąć pod uwagę wiele czynników. Oczywiście najważniejsze jest dokładne określenie potrzeb finansowych, wynikających z wyboru przedmiotu finansowania – w przypadku gdy jest to określony projekt inwestycyjny, możliwie dokładne określenie kosztów jego wykonania. Nie zawsze dla każdego przedsiębiorstwa etap, na jakim się znajduje, dostępne

jest finansowanie obce. Jednak, jeśli przedsiębiorstwo ma możliwość pozyskania długu, to warto wykorzystać pozytywne efekty, jakie daje zastosowanie kapitału obcego, takie jak efekt dźwigni finansowej i związany z tym wzrost ROE. Rentowność kapitałów własnych może stanowić kryterium wyboru struktury kapitału, ponieważ jest to istotny wskaźnik dla właścicieli przedsiębiorstwa. Innym kryterium, które można wziąć pod uwagę przy kształtowaniu struktury kapitału, jest koszt kapitału, jakim finansuje się przedsiębiorstwo, czyli WACC. W tym przypadku przedsiębiorstwo dąży do minimalnej wartości tego wskaźnika, który ma jeszcze jedną cechę – stanowi najniższą możliwą stopę zwrotu z inwestycji. Kluczowym aspektem działań przedsiębiorstwa jest poszukiwanie różnorodnych źródeł finansowania i umiejętne kształtowanie struktury posiadanego kapitału w taki sposób, aby miała ona korzystny wpływ na rentowność. Jest to bowiem podstawowy warunek rozwoju i realizowania głównego celu, którym jest wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Nie ma przy tym stałych, jednolitych metod kształtowania tej struktury, chociaż warto w procesie podejmowania decyzji finansowych kierować się pewnymi zasadami, wśród których należy zwrócić przede wszystkim uwagę na problem ryzyka finansowego, w tym głównie płynności finansowej. Struktura kapitałowa w przedsiębiorstwie kształtowana jest pod wpływem wielu czynników i uwarunkowań. Znaczenie tych czynników jest różne i warto je rozpatrywać oddzielnie dla każdego przypadku.

Polski rynek obligacji znajduje się w fazie niskiej aktywności i w niczym nie przypomina tego, którego obraz pamiętamy choćby z 2015 r., gdy spadkowi rentowności obligacji skarbowych towarzyszył wzmożony popyt na obligacje korporacyjne, co skutkowało obniżaniem oprocentowania tych ostatnich i wydłużaniem terminu spłaty. Zdecydowana większość obligacji korporacyjnych oprocentowana jest według wzoru WIBOR plus marża, co powoduje, że ich oprocentowanie praktycznie nie zmienia się tak długo, jak długo nie zmienia się sam WIBOR, zależny z kolei m.in. od decyzji Rady Polityki Pieniężnej.

1.2 Projekty do sfinansowania

Podstawą Zielonych Obligacji jest przeznaczenie środków z emisji na zielone projekty, co powinno znaleźć odzwierciedlenie także w dokumentacji prawnej tejże obligacji. Wszystkie wytypowane projekty powinny przynosić wyraźne

korzyści dla środowiska, ocenione oraz oszacowane przez emitenta oraz zweryfikowane przez zewnętrznych ekspertów (instytucje lub osoby).

W przypadku, gdy całość lub część środków zostanie lub mogłaby zostać przeznaczona na refinansowanie, zaleca się, aby emitenci określili proporcje środków przeznaczanych na finansowanie w porównaniu ze środkami przeznaczonymi na refinansowanie i jeśli uznają to za stosowne wyjaśnili także, które inwestycje lub portfele projektów mogą podlegać refinansowaniu, oraz wskazali spodziewany okres refinansowania zielonych projektów.

GBP ICMA wyróżniają kilka szerokich kategorii zielonych projektów, które przyczyniają się do realizacji celów środowiskowych, takich jak: łagodzenie zmian klimatu, dostosowanie do zmian klimatu, ochrona zasobów naturalnych, ochrona bioróżnorodności oraz zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola.

Poniższa lista kategorii projektów, choć przykładowa, obejmuje najczęściej występujące rodzaje projektów wspieranych przez rynek Zielonych Obligacji. Zielone projekty obejmują także inne powiązane i dodatkowe wydatki, np. wydatki na badania i rozwój, i mogą uwzględniać więcej niż jedną kategorię i/lub cel środowiskowy. Trzy wyżej wymienione cele środowiskowe (zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola, ochrona bioróżnorodności i dostosowanie do zmian klimatu) stanowią również kategorie projektów zielonych, odnoszących się do projektów, ukierunkowanych na realizację tych konkretnych celów.

Kategorie, według których projekty podlegają kwalifikacji jako zielone, obejmują następujące obszary i sektory (według GBP ICMA):

- energia odnawialna (w tym produkcja, przesył, urządzenia i produkty); efektywność energetyczna (obejmująca np. wydajność energetyczną nowych i remontowanych budynków, magazynowanie energii, sieci ciepłownicze, inteligentne sieci energetyczne, urządzenia i produkty);
- zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola (w tym ograniczenie emisji zanieczyszczeń powietrza, kontrola emisji gazów cieplarnianych, remediacja gleby, przeciwdziałanie powstawaniu od-

padów, ograniczenie ilości odpadów, recykling odpadów obejmujący energooszczędne/efektywne pod względem emisji przekształcanie odpadów w energię);

- zrównoważone zarządzanie żywymi zasobami naturalnymi oraz wykorzystaniem gruntu (w tym zrównoważone rolnictwo, zrównoważona hodowla zwierząt, przyjazne dla klimatu środki produkcji rolniczej, takie jak biologiczna ochrona roślin czy nawadnianie kropelkowe, zrównoważone rybołówstwo i akwakultura, środowiskowo zrównoważone leśnictwo, w tym zalesianie i ponowne zalesianie oraz ochrona lub odtworzenie naturalnego krajobrazu);
- ochrona bioróżnorodności lądowej i wodnej (w tym ochrona środowiska przybrzeżnego, morskiego oraz terenów zlewiskowych);
- czysty transport (np. transport elektryczny, hybrydowy, publiczny, kolejowy, niezmotoryzowany, multimodalny, infrastruktura dla pojazdów ekologicznie czystych oraz redukcja emisji szkodliwych substancji);
- zrównoważone gospodarowanie zasobami wodnymi i ściekami (w tym zrównoważona infrastruktura zaopatrująca w czystą i/lub pitną wodę, oczyszczanie ścieków, wydajna kanalizacja miejska, regulacja rzek i inne formy ograniczania zagrożeń powodziowych);
- dostosowanie do zmian klimatu (w tym systemy informacyjne i wspierające, takie jak systemy obserwacji klimatu oraz systemy wczesnego ostrzegania);
- produkty, technologie produkcji oraz procesy wydajne ekologicznie i/ lub dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym (takie jak opracowywanie i wdrażanie zrównoważonych produktów, opatrzonych etykietą ekologiczną lub certyfikatem środowiskowym, dystrybucja i opakowania efektywne pod względem wykorzystania zasobów);
- zielone budynki spełniające standardy i wymogi certyfikacji ustanowione na poziomie regionalnym, krajowym i międzynarodowym.

Choć celem GBP ICMA nie jest określenie, które zielone technologie i standardy są optymalne do osiągnięcia zrównoważonych ekologicznie korzyści, należy zauważyć, że istnieje już kilka inicjatyw krajowych i międzynarodowych mających na celu stworzenie systemów klasyfikacji i oceny, które umożliwiają ich porównywalność. W konsekwencji emitenci Zielonych Obligacji mogą otrzymać dalsze wskazówki w zakresie tego, jakie projekty inwestorzy mogą uznać

za ekologiczne i kwalifikujące się do projektów zielonych. Te systemy kwalifikacji i oceny są obecnie na różnych etapach zaawansowania. Na uwagę zasługuje najbardziej obecnie zaawansowana klasyfikacja, mająca być uniwersalnym systemem klasyfikacji pozwalającym na identyfikację działań zgodnych z założeniami zrównoważonego rozwoju.

Tabela 3.2 przedstawia mapowanie udziału kategorii zielonych projektów w realizacji celów środowiskowych na podstawie ich najczęściej obserwowanych kontrybucji.

Tabela 3.2 Mapowanie udziału kategorii zielonych projektów w realizacji celów środowiskowych

GBP-project categories	Environmental objectives				
	Climate change mitigation	Climate change adaptation	Biodiversity	Natural resource conservation	Pollution prevention and control
Renewable energy	● ● ●			●	●
Energy efficiency	● ● ●				●
Pollution prevention and control				●	● ● ●
Environmentally sustainable management of living natural resources and land use	●	● ●	● ● ●	● ● ●	
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation		●	● ● ●	● ● ●	
Clean transportation	● ● ●			●	● ● ●
Sustainable water and wastewater management		● ●	● ●	● ●	● ● ●
Climate change adaptation	● ●	● ● ●			
Eco-efficient and/or circular economy adapted products, production technologies and processes			●	● ● ●	●
Green buildings	● ● ●	●		● ● ●	●

Źródło: ICMA, Green Project Mapping, Czerwiec 2019

Kropki obrazują wielkość udziału poszczególnych kategorii projektów inwestycyjnych (w pierwszej kolumnie tabeli) w osiągnięciu celów środowiskowych (w pierwszym wierszu tabeli) – im więcej kropek, tym ten udział jest istotniejszy. Powszechne, wspólne rozumienie tego, co kwalifikuje się jako zielony projekt i na ile może pozytywnie wpłynąć na cele środowiskowe, może pomóc inwestorom, emitentom i bankom zidentyfikować zielone projekty i aktywa, tym samym zwiększając efektywność rynku poprzez przekierowanie przepływów kapitału do najbardziej zrównoważonych możliwości inwestycyjnych.

Tabela 3.3 przedstawia równoważność klasyfikacji zielonych projektów w różnych normach klasyfikacyjnych

Kategorie Projektów wg Zasad Zielonych Obligacji	Katalog Chińskich Zielonych Obligacji	CBI	MOB-IDFC (tylko kategorie z obszaru łagodzenia zmian klimatu)	Taksonomia UE
OZE	czysta energia	energia	OZE	w przygotowaniu
efektywność energetyczna	oszczędność energii		efektywny przesył i dystrybucja energii	
zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola	zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola	odpady i zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń	odpady	
zrównoważone zarządzanie żywymi zasobami naturalnymi oraz zagospodarowanie terenu	ochrona ekologiczna i adaptacja do zmian klimatu	aktywa przyrodnicze	rolnictwo, leśnictwo i zagospodarowanie przestrzenne	
ochrona bioróżnorodności lądowej i wodnej			zalesianie i ochrona biosfery	
czysty transport	czysty transport	transport	transport	
zrównoważone gospodarowanie zasobami wodnymi i ściekami	ochrona zasobów i recykling	woda	ścieki	
adaptacja do zmian klimatu	ochrona ekologiczna i adaptacja do zmian klimatu	brak odpowiedniej kategorii	brak odpowiedniej kategorii	
produkty, technologie produkcji i procesy wydajne ekologicznie i/lub dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym	oszczędność energii ochrona zasobów i recykling	przemysł i biznes energochłonny	niskowęglowe technologie i efektywność energetyczna w przemyśle	
zielone budynki		budynki niskoemisyjne	efektywność energetyczna w budynkach	

Źródło: ICMA, *Green Project Mapping*, Czerwiec 2019

Istnieje również wiele instytucji oferujących niezależne analizy, doradztwo i wskazówki w zakresie jakości rozwiązań i praktyk ekologicznych (więcej patrz rozdział

„Inne instytucje w ekosystemie Zielonych Obligacji” na s. 39). Definicje słów „ekologiczny” i „zielony” mogą się różnić w zależności od sektora i położenia geograficznego. W przypadku UE środki z emisji „unijnych” Zielonych Obligacji powinny finansować „zielone projekty” definiowane jako zgodne z wymogami określonymi w Taksonomii UE. Oznacza to, że zielone projekty powinny:

- znacząco przyczyniać się do co najmniej jednego z sześciu celów środowiskowych określonych w Taksonomii UE:
 - łagodzenia zmian klimatu;
 - przystosowania się do zmiany klimatu;
 - zrównoważonego użytkowania i ochrony zasobów wodnych i morskich;
 - przejścia do gospodarki o obiegu zamkniętym;
 - zapobiegania zanieczyszczeniom i ich kontroli;
 - ochrony i odtwarzania różnorodności biologicznej i ekosystemów.
- nie szkodzić znacząco żadnemu z tych celów;
- wypełniać minimalne zabezpieczenia;
- być zgodne z technicznymi kryteriami kontroli (TSC²⁷).

TEG proponuje dwie formy elastyczności stosowania Taksonomii UE:

- po pierwsze, dla szczególnych przypadków, w których TSC może nie mieć bezpośredniego zastosowania ze względu na innowacyjny charakter, złożoność, lokalizację i/lub inne uzasadnione czynniki zielonego projektu (-ów),
- po drugie, ponieważ Taksonomia UE będzie dalej stopniowo rozwijana, w przypadkach, w których TSC nie zostało jeszcze opracowane, na przykład dla określonych sektorów lub czterech pozostałych celów środowiskowych.

W takich przypadkach zewnętrzny weryfikator (zarejestrowany lub nadzorowany) potwierdza, że zielone projekty i) przyczyniają się w znacznym stopniu do co najmniej jednego z sześciu celów środowiskowych Taksonomii UE, podczas gdy ii) nie szkodzą w znaczący sposób żadnemu z pozostałych celów, oraz iii)

²⁷ *Technical Screening Criteria.*

spełniają minimalne wymagania zabezpieczenia. W przypadku działań przejściowych i działań wspomagających powinny one spełniać wymogi dotyczące wyników i „unikania blokady” (*avoiding-of-lock-in*)²⁸ określone w Taksonomii UE.

Zgodnie z EU GBS projekty ekologiczne mogą obejmować zielone aktywa i zielone wydatki na projekty, które przyczyniają się do poprawy i utrzymania wartości takich zielonych aktywów. W szczególności:

- aktywa ekologiczne mogą obejmować aktywa materialne i aktywa finansowe, takie jak pożyczki. Aktywa ekologiczne mogą być materialne lub niematerialne i mogą obejmować część kapitału obrotowego, którą można racjonalnie przypisać ich działalności,
- zielone wydatki mogą obejmować dowolne wydatki kapitałowe (CapEx) i wybrane wydatki operacyjne (OpEx), takie jak koszty utrzymania związane z zielonymi aktywami, które zwiększają żywotność lub obecną lub przyszłą wartość aktywów, a także badania i rozwój (B + R) koszty. Aby uniknąć wątpliwości, koszty operacyjne, takie jak koszty zakupu i niektóre koszty leasingu, nie byłyby normalnie kwalifikowalne, z wyjątkiem szczególnych i/lub wyjątkowych przypadków, które można określić w rozporządzeniu w sprawie taksonomii UE i / lub przyszłych wytycznych,
- zielone wydatki państwa i podmiotów zależnych mogą obejmować inwestycje publiczne, dotacje i wydatki publiczne.

Obligacje są często wykorzystywane do refinansowania aktywów, które mają dłuższy okres eksploatacji niż okres zapadalności obligacji. Zielone Obligacje UE mogą refinansować:

²⁸ Na poziomie indywidualnej działalności gospodarczej, w celu „uniknięcia blokady”, jej oddziaływanie środowiskowe nie może utrzymywać się na poziomach niezgodnych z celami środowiskowymi przez cały okres jej trwania. „Blokowanie” (*lock-in*) i blokowanie emisji dwutlenku węgla (*carbon lock-in*) to terminy ustalone w ekonomii środowiska, odnoszące się do dynamiki całego rynku, w przeciwieństwie do indywidualnych działań gospodarczych. „Blokadę emisji dwutlenku węgla” definiuje się jako tendencję do utrzymywania się przez długi czas pewnych systemów technologicznych o dużym zużyciu węgla, „blokowania” alternatywnych rozwiązań wskutek łącznego działania czynników technicznych, ekonomicznych i instytucjonalnych. Technologie te mogą być kosztowne w budowie, ale stosunkowo niedrogie w eksploatacji i z czasem wzmacniają czynniki polityczne, rynkowe i społeczne, które utrudniają odejście od nich lub ich „odblokowanie”. W rezultacie inwestując w aktywa podatne na takie uzależnienie (zablokowanie), inwestorzy ograniczają przyszłą elastyczność i zwiększają koszty osiągnięcia uzgodnionych celów w zakresie ochrony klimatu.

- zielone aktywa kwalifikujące się do refinansowania, bez określonego okresu wstecznego, pod warunkiem że w momencie emisji spełniają odpowiednie kryteria przedstawione powyżej,
- zielone OpEx z maksymalnym trzyletnim okresem wstecznym (*look-back period*) przed rokiem emisji obligacji.

1.3 Czy i dlaczego zielone obligacje ?

Globalnie, zarówno sektor prywatny, jak i publiczny, odczuwają rosnącą potrzebę dostosowania się do wyzwań i zagrożeń wynikających z degradacji środowiska i zmiany klimatu, jednocześnie szukając sposobów wykorzystania możliwości biznesowych i rozwojowych, które rozwiązanie tych wyzwań i zagrożeń stworzy. Istnieje ryzyko fizyczne (np. spowodowane przez ekstremalne zdarzenia pogodowe), zmiany przepisów i polityki (wynikające np. z działania wspierającego realizację porozumień paryskich), zmieniające zachowania i potencjał konsumentów, ryzyko reputacji, ryzyko transformacji energetycznej związane z ewolucją i zakłóceniami technologicznymi, i inne. Czynniki te w coraz większym stopniu zmniejszają oczekiwane przyszłe zyski, wartość aktywów i zagrażają działalności gospodarczej emitującej duże ilości dwutlenku węgla lub zużywających zasoby. Implikacje dla warunków finansowania narażonych przedsiębiorstw i instytucji mogą być znaczące, jako że ratingi kredytowe w coraz większym stopniu uwzględniają ryzyko środowiskowe, społeczne i związane z ładem korporacyjnym (ESG). Jednocześnie zrównoważone inwestycje i możliwości biznesowe stają się bardziej atrakcyjne zarówno dla rządów, jak i przedsiębiorstw, jako niskoemisyjne źródła energii i technologie energooszczędne stają się bardziej konkurencyjne kosztowo. Potrzeby finansowe wynikające z sprostania tym wyzwaniom są ogromne.

W ostatnich latach Zielone Obligacje stały się tym samym atrakcyjnym publicznym i prywatnym instrumentem, który ułatwia dostęp do stosunkowo niedrogich i długoterminowych źródeł finansowania inwestycji kapitałem dłużnym związanych ze środowiskiem i klimatem. Szczególnie, ale nie tylko, w przypadku projektów zielonych, takich jak energetyka wiatrowa lub infrastruktura miejska, które wymagają dużych inwestycji z góry i generują stały zwrot przez długi czas, Zielone Obligacje są uważane za odpowiedni instrument finansowy.

wania projektów lub refinansowania, uwalniając kapitał i prowadząc do zwiększenia możliwości finansowania innych projektów.

Raport z 2016 r. przedstawiony przez grupę analityczną G20²⁹ ds. zielonych finansów podsumował korzyści płynące z Zielonych Obligacji dla publicznych i prywatnych inwestycji w zielone projekty w następujący sposób:

- zapewnienie dodatkowego źródła (zielonego) finansowania,
- umożliwienie bardziej długoterminowego zielonego finansowania poprzez rozwiązanie problemu niedopasowania terminów zapadalności,
- poprawa reputacji emitentów i możliwość wiarygodnego zaprezentowania ich strategii środowiskowej,
- oferowanie potencjalnych korzyści kosztowych, jeśli stosowane są zachęty rządowe (np. ulgi podatkowe),
- ułatwianie „zazieleniania” tradycyjnie brązowych sektorów,
- udostępnianie nowych zielonych produktów finansowych odpowiedzialnym i długoterminowym inwestorom.

Jedną z głównych korzyści, która przyciąga na rynek coraz większą liczbę emitentów, jest efekt marketingowy, jaki mają Zielone Obligacje. Zielona etykieta pomaga emitentowi w komunikowaniu strategii zrównoważonego rozwoju zarówno inwestorom, klientom, jak i opinii publicznej. Taka widoczność i powiązany z tym zysk reputacyjny może na przykład pozytywnie wpłynąć na popyt konsumentów na produkty lub usługi emitenta. Ponadto, w miarę jak rośnie liczba inwestorów poszukujących zielonych okazji inwestycyjnych, źródła finansowania odpowiednich projektów i aktywów mogą stać się bardziej dostępne, lepsze i tańsze. Zielone Obligacje mogą również wiązać się z wieloma innymi korzyściami wynikającymi ze wzrostu popytu na te papiery wartościowe wśród inwestorów o preferencjach skierowanych ku zrównoważonemu środowisku (prowadzące np. do dywersyfikacji bazy inwestorów dla emitenta) oraz mają potencjał wsparcia fiskalnego lub pieniężnego w niektórych jurysdykcjach. Emisja Zielonej Obligacji wiąże się z relatywnie niewielkim dodatkowym kosztem. Takie koszty obejmują zasoby potrzebne do opracowa-

²⁹ OECD/ICMA/CBI/GFC (2016), *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options*, input report prepared for G20 GFSG.

nia Ram Zielonych Obligacji, ustanowienia wewnętrznych procesów i struktur koniecznych do wyboru kwalifikujących się projektów, zarządzania wpływami, monitorowania i raportowania, a także uzyskania zewnętrznej opinii czy weryfikacji. Te dodatkowe koszty mogą zostać zrekompensowane w dłuższej perspektywie, ponieważ już obecnie Zielone Obligacje ewidentnie przyciągają coraz większą bazę inwestorów, która może wzmocnić średnio- i długoterminową pozycję finansową emitenta. Jeśli zieloną etykietą uda się przyciągnąć nowych inwestorów, spowoduje to dywersyfikację bazy inwestorów, która obniża ryzyko finansowania dla emitenta. Dodatkowi inwestorzy przeprowadzający *due diligence* zarówno pod kątem środowiskowym obligacji, jak i ryzyka kredytowego, mogą również przelożyć się na szersze korzyści. Jest bardziej prawdopodobne, że rozważą oni także zakup przyszłych zwykłych obligacji tego samego emitenta. W związku z tym, te dodatkowe koszty mogą być postrzegane jako „składka ubezpieczeniowa” która jest wypłacana w przypadku przyszłych trudnych warunków rynkowych, kiedy mogą wystąpić tarcia w systemie finansowym. „Ubezpieczenie” to ułatwia finansowanie poprzez przypuszczalnie bardziej zdywersyfikowaną i stabilną bazę inwestorów.

2. ETAP PRZED EMISJĄ ZIELONYCH OBLIGACJI

2.1 Warunki wstępne

Sposób finansowania potrzeb rozwojowych przedsiębiorstwa czy samorządu zależy od wielu czynników. Obligacja jest tylko jednym z możliwych narzędzi pozyskania kapitału pożyczkowego. W procesie podejmowania decyzji o emisji Zielonych Obligacji pierwszym krokiem jest właśnie rozstrzygnięcie, że taki instrument finansowy, a więc obligacja jest w danej sytuacji najbardziej dogodny dla dłużnika.

Warunkami wstępnymi dla potencjalnego emitenta Zielonych Obligacji są również prawne, regulacyjne i finansowe kryteria, które musi spełnić, aby uplasować na rynku swoje obligacje. Wynikają one w polskim przypadku głównie z ustawy o obligacjach oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Natomiast polski emitent, jeśli podjął decyzję o emisji, może je uplasować na innym niż polski rynku i wówczas rzecz jasna podlega również innym przepisom

lokalnym. Na niektórych rynkach są odmienne regulacje dla rynku giełdowego oraz dla rynku poza rynkiem regulowanym. Dotyczy to również Zielonych Obligacji.

Również na tym wstępnym etapie potencjalny emitent powinien zdecydować, choćby kierunkowo, na finansowanie lub refinansowanie jakich zielonych projektów mają być przeznaczone środki z emisji z Zielonych obligacji. Zielone Obligacje muszą bowiem spełniać dodatkowe kryteria ustalone np. przez ICMA, lub opisane w standardzie Zielonych Obligacji UE. Te standardy są niezależne od miejsca emisji, a wybór standardu, pod jakim emitent chce emitować swoje Zielone Obligacje, należy do emitenta.

Poza opisanymi warunkami w praktyce już na tym wstępnym etapie potencjalny emitent zwykle dysponuje dodatkowymi dokumentami oraz możliwościami wskazywania na własne działania nakierowane na ochronę środowiska czy ograniczanie swojego śladu węglowego. W tym przypadku chodzi głównie o przekonanie inwestorów, że „zazielenie” obligacji wynika z długofalowego podejścia, a nie z jednorazowej chwilowej decyzji podmiotu o emisji Zielonych Obligacji. Dlatego też w praktyce emitenci w momencie podejmowania decyzji o emisji Zielonych Obligacji posiadają np. strategie zrównoważonego rozwoju, publikują raporty niefinansowe, i/lub mogą wskazać, że w swojej działalności na przestrzeni ostatnich lat prowadzili działalność zgodną z zasadami zrównoważonego rozwoju. Takie dokumenty czy dodatkowe informacje zwykle znajdują się następnie w Ramach Zielonych Obligacji emitenta.

2.2 Wybór zielonych projektów do finansowania

Zwykle już na wstępnym etapie przygotowania emisji Zielonych Obligacji emitent wie, jakie projekty mogą być sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji lub jakie projekty już sfinansowane mogą być refinansowane. Należy podkreślić, że zarówno Zasady Zielonych Obligacji ICMA, jak i Standardy Zielonych Obligacji przewidują możliwość refinansowania. W praktyce oznacza to, że środki z emisji Zielonych Obligacji mogą być raportowane jako spełniające warunek przeznaczenia na cele klimatyczne i/lub środowiskowe, jeśli emitent jeszcze przed emisją sfinansował zielone projekty z innych źródeł. Wskazuje on wówczas w ra-

porcie dla inwestorów te projekty jako refinansowane.

Środki pochodzące z emisji Zielonych Obligacji finansują projekty inwestycyjne przyczyniające się do korzystnych zmian w środowisku naturalnym.

Refinansowanie nie ma ograniczeń czasowych, jeśli chodzi o inwestycje fizyczne pod warunkiem, że nadal spełniają warunki „zieloności”. Na przykład koszty zakupu dokonane pięć lat temu nadal czynnej farmy wiatrowej mogą być wskazane jako refinansowane ze środków z emisji Zielonych Obligacji. Ograniczenie czasowe dotyczy natomiast kosztów operacyjnych. W przypadku tego przykładu koszty utrzymania farmy wiatrowej czy remontu mogą być uważane za refinansowane ze środków uzyskanych z emisji Zielonych Obligacji tylko do trzech lat przed datę emisji. Te szczegółowe ograniczenia refinansowania kosztów operacyjnych dotyczą EU GBS³⁰. W przypadku GBP ICMA zasady tam wskazane dopuszczają refinansowanie kosztów operacyjnych bez ograniczeń czasowych. Emitent powinien wskazać już na etapie przygotowania emisji, jaka część środków z emisji będzie przeznaczona na refinansowanie, jakiego okresu będzie ono dotyczyło, oraz jakiego rodzaju projektów. Te informacje zawarte są w Ramach Zielonych Obligacji.

Środki pochodzące z emisji Zielonych Obligacji mogą być raportowane jako spełniające warunek przeznaczenia na cele klimatyczne i/lub środowiskowe, jeśli emitent jeszcze przed emisją sfinansował zielone projekty z innych źródeł. Emitent na etapie przygotowania emisji wskazuje, jaka część środków pochodzących z emisji będzie przeznaczona na refinansowanie.

Na etapie przygotowania emitent może nie posiadać pełnych informacji o zamierzonych do sfinansowania projektach. Natomiast emitent powinien wskazać na typy projektów, które przewiduje, że będzie finansował ze środków z emisji. Te informacje dotyczące projektów refinansowanych i przewidzianych do finansowania muszą być możliwie szczegółowo opisane w Ramach Zielonych Obligacji. W przypadku emisji zgodnych z EU GBS przewidywane projekty powinny być dodatkowo zgodne z Taksonomią (patrz niżej).

³⁰ Pełny raport z zasadami EU GBS dostępny pod linkiem:

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf

W GBP ICMA wskazane są kategorie zielonych projektów. Zasady te podkreślają, że lista ta nie jest listą skończoną i nie powinna być tak traktowana. Dodatkowo wskazano, że kolejność kategorii projektów również nie ma znaczenia. Lista GBP ICMA³⁶ zawiera następujące kategorie projektów:

- energia odnawialna (w tym produkcja, przesył, urządzenia i produkty);
- efektywność energetyczna (obejmująca np. wydajność energetyczną nowych i remontowanych budynków, magazynowanie energii, sieci ciepłownicze, inteligentne sieci energetyczne, urządzenia i produkty);
- zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola (w tym ograniczenie emisji zanieczyszczeń powietrza, kontrola emisji gazów cieplarnianych, remediacja gleby, przeciwdziałanie powstawaniu odpadów, ograniczenie ilości odpadów, recykling odpadów obejmujący energooszczędne/efektywne pod względem emisji przekształcanie odpadów w energię);
- zrównoważone zarządzanie żywymi zasobami naturalnymi oraz zagospodarowanie przestrzenne (w tym zrównoważone rolnictwo, zrównoważona hodowla zwierząt, przyjazne dla klimatu środki produkcji rolniczej, takie jak biologiczna ochrona roślin czy nawadnianie kropelkowe, zrównoważone rybołówstwo i akwakultura, środowiskowo zrównoważone leśnictwo, w tym zalesianie i ponowne zalesianie oraz ochrona lub odtworzenie naturalnego krajobrazu);
- ochrona bioróżnorodności lądowej i wodnej (w tym ochrona środowiska przybrzeżnego, morskiego oraz terenów zlewiskowych);
- czysty transport (np. transport elektryczny, hybrydowy, publiczny, kolejowy, niezmotoryzowany, multimodalny, infrastruktura dla pojazdów ekologicznie czystych oraz redukcja emisji szkodliwych substancji);
- zrównoważone gospodarowanie zasobami wodnymi i ściekami (w tym zrównoważona infrastruktura zaopatrująca w czystą i/lub pitną wodę, oczyszczanie ścieków, wydajna kanalizacja miejska, regulacja rzek i inne formy ograniczania zagrożeń powodziowych).

GBP ICMA podkreślają, że jest wiele instytucji, które dostarczają certyfikaty związane z efektywnością energetyczną, standardami środowiskowymi czy

³¹ Za: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-GBP2018-06.pdf>

klimatycznymi, które mogą być przez emitenta wykorzystywane jako uzasadnienie czy wsparcie informacji o korzystnych środowiskowo efektach finansowanych projektów. Tym bardziej że definicje projektów zielonych i rodzaje certyfikatów mogą się różnić w zależności od sektora i lokalizacji (kraju). Emitent w Ramach Zielonych Obligacji zwykle określa również, jakie projekty wyklucza z możliwości finansowania, np. elektrownie konwencjonalne i atomowe czy wodne o dużej mocy.

Sam proces wyłaniania projektów do sfinansowania środkami z emisji może być dosyć sformalizowany i wymagać zatwierdzenia przez dodatkowe struktury, a nie tylko przez zarząd czy dział finansowy firmy czy samorządu. Na przykład emitent może powołać specjalny komitet, który będzie bądź dokonywał wyboru projektów, bądź będzie taki wybór zatwierdzał. Praktyka pokazuje, że takie komitety mogą składać się z przedstawicieli wewnętrznych struktur w przedsiębiorstwie. W przypadku firmy Polsat Cyfrowy Komitet Zielonych Obligacji (por. opis przypadku na s. 102) składa się z przedstawicieli działów: administracja, technologia, produkcja, kontrola, finanse i relacje inwestorskie. Czasami, jak było w przypadku emisji zielonych obligacji Republiki Francuskiej, powoływany jest komitet, w którego skład powołano zewnętrznych ekspertów. Ma to na celu przekonanie inwestorów o tym, że środki z emisji zostaną przeznaczone na zielone projekty.

Proces wyłaniania projektów do sfinansowania środkami z emisji może być dosyć sformalizowany. Emitent może powołać specjalny komitet, który będzie dokonywał wyboru projektów bądź taki wybór zatwierdzał.

W przypadku standardów EU GBS sytuacja jest bardziej skomplikowana, ponieważ projekty, które są finansowane ze środków z emisji Zielonych Obligacji, muszą być zgodne z wymaganiami europejskiej Taksonomii³². Europejska Taksonomia zrównoważonej działalności została opublikowana w marcu 2020 r. W obecnym kształcie Taksonomia obejmuje adaptację do zmian klimatu oraz łagodzenie zmian klimatu (mitygacja) i zawiera szczegółowe regulacje w tych obszarach. Docelowo będzie ona uwzględniać jeszcze cztery obszary: (i) zrów-

³² https://ec.europa.eu/knowledge4policy/publication/sustainable-finance-teg-final-report-eu-taxonomy_en

noważone użytkowanie i ochrona zasobów wodnych i morskich, (ii) gospodarka obiegu zamkniętego, zapobieganie powstawaniu odpadów i recykling, (iii) zapobieganie zanieczyszczeniom i ich kontrola, (iv) ochrona ekosystemów. Taksonomia dla pozostałych, wyżej wskazanych czterech obszarów ma zostać opracowana do końca 2021 r.

Aby działalność czy projekt inwestycyjny mogły być uznane za zgodne z Taksonomią, muszą istotnie przyczynić się do poprawy w jednym z powyższych sześciu obszarów oraz dodatkowo spełnić dwa elementy weryfikacji:

- projekt nie powoduje znaczącej szkody pięciu innym obszarom środowiskowym niż w tym obszarze, w którym przynosi korzyść,
- firma przestrzega minimalnych norm.

W przypadkach, w których techniczne kryteria Taksonomii nie zostały jeszcze opracowane, to zewnętrzny weryfikator będzie potwierdzał, że zielone projekty znacząco przyczyniają się do co najmniej jednego z sześciu celów środowiskowych Taksonomii UE.

Minimalne normy Taksonomii oznaczają, że emitent zapewnia o zgodności swoich działań z Wytycznymi OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych, Wytycznymi ONZ dotyczącymi biznesu i praw człowieka oraz właściwymi konwencjami pracowniczymi MOP.

W obecnym stanie prawnym (wrzesień 2020 r.), europejski standard Zielonych Obligacji – EU GBS nie jest prawnie wiążący. Oznacza to, że europejskie przedsiębiorstwo może emitować Zielone Obligacje w UE i korzystać z innych uznanych przez rynek zasad i norm w tym zakresie, np. GBP ICMA. Czy i ewentualnie kiedy EU GBS staną się normą prawną nie jest przesądzone.

2.3 Przygotowanie Ram Zielonych Obligacji

Zasadniczym dokumentem emitenta, który musi przygotować i upublicznić przed emisją, jest dokument *Ramy Zielonych Obligacji*. To w tym dokumencie

emitent musi przekonać i upewnić inwestora, że środki z emisji zostaną przeznaczone na finansowanie lub refinansowanie projektów lub działań, które przyniosą korzyści środowiskowe, że będzie zarządzał środkami z emisji w sposób przejrzysty oraz że będzie regularnie raportował, na co przeznaczają środki z emisji. Ramy powinny być możliwie zwięzłe, przejrzyste i jednoznaczne.

Ramy Zielonych Obligacji są najważniejszym dokumentem emitenta. Przyjęte ramy mogą być wykorzystane przy kolejnych emisjach.

Należy zaznaczyć, że nie ma jednego wzorca *Ram Zielonych Obligacji*. Wynika to z tego, że każdy emitent jest odmienny, ma inne cele i działa w odmiennych warunkach. Z drugiej strony nie oznacza to, że *Ramy* można dowolnie kształtować. Wręcz przeciwnie, muszą zawierać pewne stałe elementy konieczne. Zgodnie z GBP ICMA 2018 takimi elementami są³³:

1. Wykorzystanie środków pochodzących z emisji.
2. Proces oceny i selekcji projektów.
3. Zarządzanie środkami z emisji.
4. Raportowanie.

Szczegółowe informacje, co muszą zawierać poszczególne elementy *Ram* zgodnie z GBP ICMA, znajdują się w następujących rozdziałach.

Ponieważ EU GBS bazują na rozwiązaniach przyjętych przez ICMA i stosowanych przez rynek, nie odbiegają one w sposób istotny od Zasad Zielonych Obligacji ICMA. W Przewodniku EU GPS³⁴ wskazuje się na następujące elementy, które muszą zawierać *Ramy*:

- Cele środowiskowe programu emisji Zielonych Obligacji oraz sposób, w jaki strategia emitenta jest zgodna z tymi celami i uzasadnienie emisji.

³³ ICMA, 2018, *Green Bond Principles 2018*, polska wersja: *Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji*, czerwiec 2018 r. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-GBP2018-06.pdf>

³⁴ *Usability Guide – EU Green Bond Standard*, March 2020, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

- Proces, za pomocą którego emitent określa zgodność projektów z Taksonomią UE.
- Opis projektów, które mają być finansowane lub refinansowane przez Zielone Obligacje.
- Proces powiązania działalności inwestycyjnej emitenta ze środkami uzyskanymi z emisji Zielonych Obligacji. Emitent ma zarządzać we właściwy sposób kwotą przeznaczoną na zielone projekty do momentu, gdy alokowana kwota zrówna się ze środkami z emisji i udokumentuje alokację poprzez formalny proces wewnętrzny.
- Opis procesu raportowania (np. częstotliwość, zawartość, wskaźniki) oraz, jeśli są dostępne, metodologia i założenia, które należy zastosować do obliczenia kluczowych wskaźników wpływu na klimat i środowisko.

Jak widać z tego opisu, EU GBS nakłada w praktyce dodatkowe warunki związane z koniecznością zgodności projektów z Taksonomią oraz wskazywania celów środowiskowych programu emisji. Przyjęcie wewnętrzne Ram przez firmę czy samorząd zwykle nie kończy przygotowania *Ram Zielonych Obligacji*, bowiem *Ramy* te co do zasady podlegają opinii zewnętrznego weryfikatora, tzw. drugiej opinii zewnętrznej. Według standardu GBP ICMA taka opinia jest pożądana, ale nie obligatoryjna. Natomiast EU GBS nakłada obowiązek na emitenta posiadania weryfikacji Ram Zielonych Obligacji w takiej postaci.

Należy podkreślić, że przyjęte raz przez emitenta *Ramy Zielonych Obligacji* mogą służyć przy kolejnych emisjach i nie ma potrzeby przygotowywania nowych przy kolejnych emisjach. Oczywiście pod warunkiem, że zakres Ram jest zgodny z kolejnymi emisjami, np. w zakresie zgodności finansowanych projektów z opisanymi obszarami inwestowania wskazanymi w *Ramach*. Ponieważ ICMA przyjął również Zasady Zielonych Pożyczek (*Green Loans Principles*-GLP) niektórzy emitenci równocześnie przygotowują *Ramy* zgodne z GBP ICMA i GLP ICMA. Wówczas przyjmowany przez emitenta dokument nosi nazwę Ram Zielonego Finansowania (*Green Finance Framework*)³⁵, a nie *Ramy Zielonych Obligacji*.

Jak wskazano wyżej nie ma jednego wzoru, czy formatu Ram. Wytyczne GBP ICMA czy EU GBS wyznaczają minimalny zakres treści, które *Ramy* muszą za-

³⁵ Por. opis przypadku PORR na końcu książki.

wierać. Emitenci w ostatnich latach podają w Ramach dodatkowe informacje o podejściu do prowadzonej działalności. Dla przykładu w wielu przygotowanych Ramach emitenci wskazywali, które cele zrównoważonego rozwoju ONZ wspierają przewidziane do finansowania projekty. Podają również swoje podejście do prowadzonej działalności również w zakresie usług czy produktów dostawców, np. wymagane od nich świadectwa pochodzenia czy możliwości utylizacji i recyklingu wytwarzanych produktów. Takie dodatkowe informacje mają uwiarygodnić emitenta w oczach inwestorów.

W celu przygotowania profesjonalnych *Ram Zielonych Obligacji* wielu emitentów korzysta z usług konsultantów lub doradców niezależnie od organizatorów emisji obligacji. Zwykle Ramy są przygotowywane wspólnie i w kooperacji przez emitenta i zewnętrznego doradcę (por. p.2.9 w niniejszym rozdziale).

2.4 Ocena zewnętrzna Ram Zielonych Obligacji

Inwestorzy zwykle posiadają odpowiednią wiedzę i umiejętności, aby skalkulować ryzyko finansowe inwestycji, stopy zwrotu, rentowności obligacji. Nawet w takim przypadku rating inwestycyjny jest często wymagany przez fundusze inwestycyjne, aby mogły określić premię za ryzyko. Jest zwykle nadawany, aby obniżyć niepewność na rynku, a w niektórych przypadkach jest również wymagany przez regulacje prawne. W przypadku emitenta oznaczać to może niższe koszty pozyskania kapitału, gdy uzyskane oszczędności na kosztach odsetkowych przekraczają koszty uzyskania ratingu.

Inwestorom często brakuje odpowiednich umiejętności, aby oszacować, czy przygotowane przez emitenta Ramy Zielonych Obligacji są odpowiednie, a proponowane projekty rzeczywiście spełniają czy mogą spełniać kryteria środowiskowe. W przypadku Zielonych Obligacji emitent musi przekonać inwestora o tym, że uzyskane środki z emisji zostaną w dniu wykupu zwrócone inwestorowi wraz z premią oraz że będą przeznaczone na finansowanie środowiskowo odpowiednich projektów.

Przygotowane przez emitenta Ramy Zielonych Obligacji są dokumentem mającym na celu przekonanie inwestorów, że tak się właśnie stanie, a do-

kument ten jest wiarygodny i zgodny z przyjętymi standardami, na przykład GBP ICMA i EU GBS. Ponieważ Ramy przygotowuje sam emitent, opinia zewnętrznego weryfikatora jest zwykle wymagana, aby podnieść wiarygodność emitenta i jego dokumentów. W przypadku małych emisji, np. niektórych emisji obligacji samorządowych, taka zewnętrzna opinia weryfikująca w praktyce jest pomijalna. Dotyczy to np. wielu emisji municypalnych w Stanach Zjednoczonych, czy przykładowej emisji miasta Swondon z Wielkiej Brytanii, której opis zamieszczono na końcu tej książki. Szacuje się, że około 70% Zielonych Obligacji posiada zewnętrzną opinię, zwaną drugą opinią zewnętrzną.

Obecnie nie ma regulacji prawnych dotyczących tego, kto może weryfikować i opiniować Ramy Zielonych Obligacji. Rynek wypełnił potrzebę dostarczania takich usług i jest szereg firm, które oferują takie usługi. ICMA prezentuje na swoich stronach internetowych listę firm, które takie usługi świadczą i które deklarowały, że będą stosować się do przyjętych wytycznych dotyczących standardów zawodowych i etycznych dla weryfikatorów³⁶. Jest tam 11 firm, łącznie z tak znanymi na tym rynku firmami, jak Sustainalytics, CICERO, S&P, DNV czy Vigeo Eiris³⁷. Koszt takiej opinii, najczęściej zwanej Drugą opinią zewnętrzną (second-party opinion, czasami second-opinion) zaczyna się od 10 000 USD³⁸.

Ocena Ram Zielonych Obligacji przeprowadzana przez weryfikatora jest standardem przy średnich i dużych emisjach. Około 70% Zielonych Obligacji posiada zewnętrzną opinię Ram.

ICMA na swoich stronach przedstawia dobrowolne wytyczne dotyczące standardów zawodowych i etycznych dla weryfikatorów z roku 2020. Zostały one opracowane jako wspólne przedsięwzięcie ICMA w porozumieniu z grupą wiodących weryfikatorów. Celem tych standardów jest promowanie najlepszych praktyk w świadczeniu takich usług³⁹.

³⁶ ICMA, 2020 *Guidelines for External Reviews*, czerwiec 2020.

³⁷ Por. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/external-reviews/>

³⁸ Kwotę tę podajemy za: GIZ, SEB (2018), *Green Bonds – Ecosystem, Issuance, Process and Case Studies*.

³⁹ Na stronach internetowych ICMA znajduje się również polska wersja tych wytycznych, ale w wersji z 2018 r. Por. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-Guidelines-External-Reviews2018-06.pdf>

EU GBS przewiduje, że docelowo wszyscy recenzenci zewnętrzni będą podlegali certyfikacji przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA), po spełnieniu określonych wymagań⁴⁰. Dodatkowo obok weryfikacji zgodności zapisów Ram Zielonych Obligacji emitenta ze standardami określonymi w EU GBS recenzent będzie badał, czy projekty wskazane w Ramach są zgodne z Taksonomią. To jest główny dodatkowy element weryfikacji Ram według EU GBS w porównaniu z zasadami GBP ICMA. Dodatkowo emitent, opracowując Ramy Zielonych Obligacji według EU GBS, musi wskazać, że emisja będzie zgodna z wcześniej przyjętą strategią firmy, a przyjęte w tej strategii cele środowiskowe są zgodne z jednym z sześciu celów wskazanych w Taksonomii.

2.5 Ustanowienie struktury i procesu zarządzania środkami z emisji

Ramy Zielonych Obligacji określają, w jaki sposób będą zarządzane środki z emisji. Najczęściej emitenci wskazują w Ramach, że utworzą dodatkowy rachunek, lub subrachunek, na który będą wpływały środki z emisji i z którego będą finansowane wydatki na zatwierdzone projekty. Inną metodą jest wirtualne wydzielenie tych środków, i dysponowanie nimi. W obu przypadkach emitent dokładnie wskazuje, jakie procesy i procedury będą uruchamiane do zarządzania środkami, w celu zapewnienia, że będą one służyły wyłącznie do finansowania zielonych projektów. Chodzi również o to, aby inwestor miał przekonanie, że te środki nie będą finansowały innych celów.

Uruchamianie środków z tego specjalnego konta może być również w kompetencjach Komitetu Zielonych Obligacji, który, jeśli jest powołany, zwykle decyduje o selekcji projektów do finansowania.

2.6 Przygotowanie do regularnego raportowania wykorzystania środków

Emitent musi nie tylko przekonać inwestorów o swoich zamierzeniach w momencie emisji. W Ramach Zielonych Obligacji wskazuje na sposób raportowania do momentu wykupu obligacji.

⁴⁰ Ponieważ temat ten nie jest z punktu widzenia emitenta istotny należy wskazać, że w obecnej chwili (wrzesień 2020 r.) żadne ostateczne decyzje formalne nie zapadły w sprawie certyfikacji weryfikatorów dla potrzeb EU GBS.

Raportowanie musi być przejrzyste, co oznacza, że powinno być dostępne dla inwestorów i innych uczestników rynku. W praktyce oznacza to, że emitenci udostępniają swoje raporty na stronach internetowych. Raportowanie musi być też regularne. Zasady GBP ICMA wymagają co najmniej rocznej częstotliwości publikowania raportów przez emitentów, aż do wyczerpania środków pozyskanych z emisji.

Emitent powinien również raportować o konkretnych pozytywnych skutkach środowiskowych, które przyniosły przeprowadzone inwestycje. ICMA opublikowała w czerwcu 2019 r. podręcznik⁴¹ ze wskazówkami jak raportować wpływ na środowisko. Metod szacowania jest bowiem kilka. Przytoczone w podręczniku zasady dotyczą GBP ICMA.

Emitent raportuje o konkretnych pozytywnych skutkach środowiskowych, które przyniosły przeprowadzone inwestycje, wskazując, jeśli to możliwe, konkretne szacowane wartości unikniętej emisji, oczyszczonych ścieków czy przewiezionych pasażerów środkami transportu publicznego.

EU GBS wyznaczają bardziej szczegółowe wymagania dotyczące raportowania oraz sugerują wykorzystanie opracowanych szablonów do tego celu. Raport dla inwestorów powinien się składać z czterech części:

- Informacje podstawowe o emitencie, emisji, częstotliwości raportowania, datach publikacji i okresach, których dotyczy raport. Powinna się tutaj znaleźć informacja o tym, kto jest zewnętrznym weryfikatorem. Taka opinia nie jest konieczna dla każdego raportu, ale zgodnie z EU GBS ostatni raport podlega obowiązkowej weryfikacji zewnętrznej. W tej części raportu musi się również znaleźć oświadczenie, że Zielona Obligacja jest zgodna z EU GBS.
- Zakres i podejście do raportowania. W tej części raport określa, czy jest to raport wskazujący na alokację środków, czy raport wpływu, czyli dokonujący szacowania wpływu projektów na środowisko. Określa również, czy z różnych powodów biznesowych, prawnych, ochrony

⁴¹ ICMA (2019): *Handbook Harmonized Framework for Impact Reporting*.
W kwietniu 2020 r. ten podręcznik został zaktualizowany.

konkurencji itp. emitent wybiera podejście zagregowane raportowania, czy ujawnia szczegóły poszczególnych projektów.

- Szablony raportowania. Raport określa, jaka część środków z emisji została już wydatkowana na sfinansowanie projektów, jaka część została do wydania, oraz podział wydanych kwot według działalności, celów środowiskowych oraz lokalizacji (według krajów). Raport powinien również wskazywać, czy projekty wpływają na osiągnięcie celów środowiskowych bezpośrednio czy w sposób pośredni.
- Raportowanie wpływu. Emitent powinien co najmniej raz, na zakończenie alokacji, przedstawić informacje jak sfinansowane projekty wpłynęły na środowisko. Tutaj powinien odwołać się do metod i wskaźników ilościowych wskazanych w Ramach. Ponieważ emitent może korzystać z wielu metod i przyjmować różne założenia, aby oszacować efekt środowiskowy związany z przeprowadzonymi projektami, raport powinien w sposób przejrzysty opisywać te metodologię i założenia.

Proponowane w dokumentach unijnych szablony raportowania powinny być traktowane jako przykładowe, a emitenci mogą ich używać w dowolny sposób.

2.7 Strategia sprzedaży

Na podstawie różnych cech obligacji, skal emisji, rodzaju emitenta i warunków rynkowych, organizator emisji wspólnie z emitentem opracowują strategię sprzedaży obejmującą ceny, marketing i plany dystrybucji.

Jeśli emitent ma utrwaloną pozycję na rynku i zatwierdzony wieloletni program emisji, w ramach których może lokować Zielone Obligacje, to strategia będzie odmienna niż w przypadku lokalnej emisji prywatnej przeprowadzanej po raz pierwszy. Stąd, mając historie już wyemitowanych obligacji tego samego emitenta z podobnym terminem zapadalności i stopą bazową powiększoną o premię za ryzyko, zwykle łatwiej jest uplasować nową emisję i nie wymaga ona tyle wysiłku z dotarciem do inwestorów.

Jak wskazaliśmy wyżej, skala emisji Zielonych Obligacji jest jedną z zasadniczych cech istotnych dla wyboru sposobu sprzedaży. Należy również pamiętać, że nawet duże emisje mają swoje uwarunkowania lokalne i przyciągają zwykle raczej lokalnych czy regionalnych inwestorów niż tych, którzy operują globalnie. Natomiast, co do zasady Zielona Obligacja jest wyceniana zgodnie z tymi samymi kryteriami, co zwykła obligacja.

Emitent może plasować emisje na rynku lokalnym i we własnej walucie. Ma to swoje zalety, takie jak niższe koszty dotarcia do inwestorów, brak ryzyka kursowego czy ewentualnych kosztów obniżania tego ryzyka przez np. swapy walutowe i niższe koszty marketingowe w porównaniu z emisjami na rynkach międzynarodowych i w walutach obcych. Te zalety, w szczególności związane z kosztami i ryzykiem walutowym, mogą być szczególnie istotne dla małych emitentów. W przypadku samorządów emisja obligacji w innej walucie niż polski złoty nie jest możliwa.

Z drugiej strony polski rynek obligacji, w tym Obligacji Zielonych, jest słabo rozwinięty, mało płynny i stąd ostateczny koszt pozyskania kapitału może być wyższy w kraju niż na rynkach zagranicznych. Znajomość rynku, w tym nastawienie potencjalnych inwestorów, krajowych i zagranicznych i ich apetyt na ryzyko, stanowią ważną, a nawet kluczową wiedzę przy podejmowaniu decyzji o plasowaniu emisji.

Z marketingowego punktu widzenia emisja Zielonych Obligacji, biorąc pod uwagę zmiany na rynku w ostatnich latach i popyt na tego typu instrumenty, ma unikalne cechy. „Zieloność” obligacji powinna stanowić zasadniczy element marketingowy i odróżniający taką emisję od innych. Bowiem część inwestorów z preferencjami dla zielonych instrumentów poszukuje okazji inwestycyjnych zgodnych z takimi ich strategicznymi wyborami.

2.8 Przygotowanie emisji Zielonych Obligacji od strony prawnej

Przeprowadzenia emisji Zielonych Obligacji, jak każdej innej emisji wymaga przygotowania odpowiednich dokumentów i spełnienia wymagań prawnych

w zależności od rodzaju emisji. W warunkach polskich głównymi aktami prawnymi, które regulują takie emisje, są: ustawa o obligacjach⁴², ustawa o obrocie instrumentami finansowymi⁴³ wraz z aktami wykonawczymi.

Emitenci korporacyjni podlegają regulacjom kodeksu spółek handlowych, a z sektora publicznego, np. samorzady regulacjom ustawy o finansach publicznych i ustaw ustrojowych gmin, powiatów i samorządów wojewódzkich. W tym ostatnim przypadku przy emisji obligacji wymagana jest uchwała odpowiedniej rady samorządu i opinia Regionalnej Izby Obrachunkowej oraz wskazanie celu emisji.

Od 2019 r. i wejścia w życie obligatoryjnej dematerializacji i obowiązku zgłaszania obligacji do bazy danych o emisjach niepublicznych KDPW⁴⁴ emitent musi w praktyce wynająć agenta emisji, a więc bank lub biuro maklerskie, który w jego imieniu przygotowuje od strony prawnej dokumentację i przeprowadzają emitenta przez proces emisji. Proces emisji Zielonych Obligacji pod tym względem, a więc przygotowania dokumentacji prawnej nie różni się od emisji zwykłej obligacji. Zwykle dokumentacja ta jest przedmiotem *due diligence* przez doradcę prawnego. Przy emisji Zielonych Obligacji inwestorzy oczekują, że emitent przed emisją przedstawi Ramy Zielonych Obligacji.

2.9 Wybór doradcy, weryfikatora i organizatora emisji

W praktyce z punktu widzenia emitenta najważniejsza różnica przygotowania emisji Zielonych Obligacji w stosunku do emisji zwykłych obligacji polega na przygotowaniu Ram Zielonych Obligacji, pozytywnej weryfikacji zgodności Ram z przyjętymi standardami (choć nie jest to konieczne dla małych emisji)

⁴² Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jednolity Dz.U. z 2020 r. poz. 1208)

⁴³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538).

⁴⁴ Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2018 r. poz. 2243)

oraz dotarcie i uplasowanie zielonych instrumentów również wśród inwestorów, którzy szukają takich okazji inwestycyjnych.

W każdym z tych procesów (przygotowanie Ram, weryfikacja, plasowanie na rynku) emitent w praktyce korzysta z zewnętrznych wyspecjalizowanych doradców czy firm usługowych. Mimo że cały proces „zazieleniania” obligacji nie wydaje się skomplikowany, to zewnętrzna pomoc szczególnie przy pierwszych emisjach jest regułą.

Jeśli chodzi o wybór doradcy, który wspólnie z emitentem przygotowuje Ramy Zielonych Obligacji emitent ma pełnię swobodnego wyboru. Jak w przypadku każdego młodego rynku, również na rozwijającym się rynku Zielonych Obligacji w Polsce nie ma jeszcze w pełni ukształtowanej strony podażowej tych usług i praktycznie zweryfikowanych podmiotów. Funkcjonujące od lata na rynku silne podmioty oferujące usługi konsultingowe mogą proponować takie usługi, choć należy oczekiwać, że pojawią się wyspecjalizowane podmioty. Te duże firmy konsultingowe, podobnie jak niektóre międzynarodowe banki rozwojowe, takie jak np. EBRD, przy dużych wielosetmilionowych emisjach mogą być pierwszym wyborem emitentów. Przy małych emisjach pula doradców, choć nie jest duża, to nie ogranicza się i z pewnością nie będzie ograniczała się do wyżej wskazanych podmiotów, a emitenci mogą kontraktować takie usługi doradcze po niższych stawkach niż u dużych firmach konsultingowych.

Przy wyborze doradcy emitent może określić swoje potrzeby wąsko i zatrudnić go wyłącznie do przygotowania Ram. Praktycznie takie podejście jest rzadko spotykane. Emitenci często wymagają, aby doradca przeprowadził go również przez weryfikację tych Ram, a więc pomógł wybrać firmę, która sporządzi Drugą Opinię Zewnętrzną i dopiero po pozytywnej weryfikacji Ram przez takiego weryfikatora uznaje, że doradca wypełnił swoje zadanie. Ponieważ zarówno GBP ICMA, jak i EU GBS przewidują, że emitent, co najmniej raz do roku, raportuje, na jakie projekty przeznaczają przychody z emisji, doradca z tego pierwszego etapu jest zwykle wybierany do sporządzania tych raportów rocznych dla inwestorów. Wynika to z tego, że zna specyfikę emitenta, jego planowane projekty i przygotowaną dokumentację. Należy również wskazać, że emitent nie powinien być w sytuacji konfliktu interesów. Doradca nie może być jednocześnie firmą, która jest następnie weryfikatorem i sporządza Drugą Opinię Zewnętrzną.

W okresie przed emisją emitent korzysta zwykle z usług doradcy, aby przygotować Ramy Zielonych Obligacji. Wybór doradcy nie podlega żadnym ograniczeniom. Aby uzyskać Drugą Opinię Zewnętrzną oceniającą Ramy, emitent kontraktuje niezależnego weryfikatora. Lista uznanych przez rynek i inwestorów weryfikatorów jest ograniczona. Emitent musi wybierać firmę z tej listy.

O ile wybór doradcy pozostaje w gestii emitenta, o tyle wybór weryfikatora, który sporządzi Drugą Opinię Zewnętrzną nie jest już zupełnie swobodny. Nie wynika to wprost np. z GBP ICMA czy obecnie z EU GBS (choć docelowo wg EU GBS weryfikatorzy będą podlegali certyfikacji). Już obecnie rynek, a więc inwestorzy, akceptują opinie firm, które uznają za wiarygodne, podobnie jak firmy ratingowe. Należy wskazać, że również te ostatnie firmy oferują usługi typu Druga Opinia Zewnętrzna. Niektóre firmy wskazują, jak proces weryfikacji przebiega, na czym polega i jaki może być końcowy rezultat. Listy firm-weryfikatorów Ram Zielonych Obligacji, które takie opinie przygotowują, są dostępne na stronach internetowych np. ICMA.

Jedną z największych firm, która przygotowuje takie opinie, jest CICERO. CICERO wprowadził swoją metodologię oceny Ram nazywaną Odcienie Zieloności⁴⁵. W rezultacie projekty opisane w Ramach mogą uzyskać jedną z trzech ocen zieloności: jasną, średnią i głęboką, w zależności od oceny wpływu na środowisko i klimat oraz czasu wpływu projektu na środowisko. Mogą też uzyskać ocenę negatywną, czyli brązową. Dla przykładu farmy fotowoltaiczne zwykle uzyskują ocenę „deep green”, a zrównoważony transport kolejowy „medium green”. Takie podejście sprzyja przejrzystości, a CICERO podkreśla, że swoją kluczową rolę widzi w łączeniu wiedzy o wpływie technologii na zmiany klimatyczne z rynkami finansowymi.

Również główne (największe) agencje ratingowe rozwinęły swoje własne metodologie oceny emisji Zielonych Obligacji, zwykle na podstawie metod scoringowych.

Dla przykładu rozwinięta przez S&P⁴⁶ ekologiczna ocena obligacji opiera się na trzech kryteriach:

⁴⁵ Por. *CICERO Shades of Green*, www.cicero.green

⁴⁶ Por. S&P, *A green Bond Evaluation Tool*

- przejrzystość z wagą 15%,
- sposób zarządzania z wagą na poziomie 25% oraz
- wpływ na środowisko lub wpływ na adaptację (poziom odporności) ważonym na poziomie 60%.

S&P ocenia każdą kategorię, a następnie łączy otrzymane wyniki w ostateczną Zieloną Ocenę w skali 0–100.

Podobnie Moody's⁴⁷ rozwinął własną metodologię scoringową, która bierze pod uwagę pięć obszarów (organizacja, wykorzystanie środków z emisji, ujawnianie wykorzystania środków z emisji, zarządzanie środkami, raportowanie) i przyznaje jedną z pięciu ocen Zielonej Obligacji: od GB1 – świetna do GB5 – słaba.

Organizator emisji jest tradycyjnie agentem emitenta. Może również pełnić funkcję gwaranta. Te funkcje najczęściej wypełniają banki inwestycyjne. W przypadku Zielonych Obligacji dodatkowe zadanie polega na dotarciu do inwestorów zainteresowanych takimi instrumentami. Z praktyki wynika, że banki inwestycyjne, które działają w imieniu emitenta, odgrywają również tę dodatkową rolę. Rzecz jasna, jeśli taki gwarant czy organizator emisji jest przez emitenta wynajmowany, co jest regułą przy średnich i dużych emisjach.

3. EMISJA ZIELONYCH OBLIGACJI

3.1 *Road show* i budowanie książki popytu

Warunki emisji określają wszystkie jej szczegóły, w tym świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy. Ogłoszenie emisji Zielonych Obligacji powoduje, że liderzy czy organizatorzy emisji mogą organizować spotkania w ramach *road show* dla grup inwestorów, głównie instytucjonalnych. Po okresie marketingowym, menedżerowie robią publiczne ogłoszenie o zbliżającej się transakcji, a następnie zapraszają inwestorów do składania zamówień. Rozpoczyna to budowanie książki emisji. Celem tego etapu jest określenie apetytu inwe-

⁴⁷ Por. *Moody's Green Bonds Assessment*.

storów na obligacje przy różnych cenach i określenie ostatecznej ceny pozwalającej wypełnić założenia emisji, w szczególności zebrać potrzebny do realizacji zamierzeń kapitał. Parametry, takie jak wielkość emisji i termin zapadalności, mogą ulec zmianie w wyniku otrzymanych informacji zwrotnych od inwestorów podczas takiej kampanii marketingowej. Przed uruchomieniem sprzedaży grupa organizatorów emisji może zostać powiększona o podmioty, które mają dobrą pozycję lokacyjną wśród wyspecjalizowanych grup inwestorów.

Oferta może być publiczna i w takim przypadku wymaga wypełnienia dodatkowych obowiązków przez emitenta i jego doradców. W celu przeprowadzenia emisji w trybie publicznym konieczne jest sporządzenie prospektu emisyjnego obligacji. Prospekt emisyjny podlega szczegółowym unormowaniom⁴⁸. Alternatywą dla oferty publicznej jest emisja obligacji w drodze oferty prywatnej. W takim przypadku jeden lub kilku inwestorów, za pośrednictwem wiodącego banku zarządzającego, zgadza się na warunki transakcji z emitentem. Może to nastąpić z inicjatywy dowolnej zaangażowanej strony. Proces ten, choć potencjalnie wygodny i wydajny, ogranicza rozgłos, co może być aspiracją emitenta, zwłaszcza w związku z emisją inauguracyjnej Zielonej Obligacji.

W przypadku polskiego rynku bardzo ważną regulacją, oprócz Ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, jest Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Ustawa ta reguluje:

- zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych, prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży tych papierów warto-

⁴⁸ W szczególności zawartym w Ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz przepisach rozporządzenia 809/2004 Wspólnoty Europejskiej z 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji Dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołanie, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym.

ściowych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, w zakresie nieuregulowanym przepisami unijnego rozporządzenia 2017/1129⁴⁹;

- obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi;
- skutki uzyskania statusu spółki publicznej oraz szczególne prawa i obowiązki związane z posiadaniem i obrotem akcjami takich spółek.

Z początkiem lipca 2019 r. weszły w życie znaczące zmiany w przepisach dotyczących emisji obligacji korporacyjnych. Nowe przepisy mają na celu w szczególności zwiększenie bezpieczeństwa inwestorów. Przed tą zmianą emisje obligacji mogły być przeprowadzane w parę dni, często bez profesjonalnej pomocy prawnej. Po wejściu w życie nowych przepisów proces emisji jest dłuższy oraz bardziej skomplikowany. Wiąże się to z faktem obligatoryjnego zaangażowania zewnętrznego podmiotu, tzw. agenta emisji, który jest całkowicie nową instytucją. Emitenci mają obowiązek rejestracji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) wszystkich obligacji korporacyjnych i dłużnych papierów wartościowych, a także korzystania z pośrednictwa agenta emisji (np. banku czy domu maklerskiego). Nie ma możliwości łączenia roli agenta emisji ze statusem emitenta lub sprzedającego (oferującego). Agent jest odpowiedzialny za weryfikację, czy emitent spełnia wszystkie wymogi wynikające z przepisów prawa, a papiery wartościowe – warunków rejestracji. W przypadku pozytywnej opinii agenta obligacje są rejestrowane w KDPW. Nadzór nad obligacjami prywatnymi jest też dodatkowo sprawowany przez KNF jako podmiot mający dostęp do rejestru KDPW.

Po oficjalnym otwarciu księgi popytu odpowiednie zespoły sprzedaży, które ją prowadzą, kontaktują się ze swoimi klientami i potencjalnymi inwestorami w celu zbadania ich zainteresowania udziałem w transakcji. Dopóki księga zamówień jest otwarta, organizator emisji dostarcza emitentowi aktualne informacje na temat kształtowania się potencjalnego popytu oraz formułuje rekomendacje i

⁴⁹ W sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE.

wytyczne dotyczące strategii i wyceny obligacji. Cena obligacji zwykle koreluje ujemnie z ogólną liczbą zamówień. Uczestnicy rynku mogą w trakcie procesu tworzenia księgi otrzymywać aktualizacje o kształtowaniu się popytu.

3.2 Ustalanie ceny emisji

Po zakończeniu procesu budowania księgi popytu emitent decyduje, zgodnie z ogłoszonymi warunkami emisji i zgłoszonym popytem, o liczbie przypisanych każdemu inwestorowi obligacji i cenie emisji. Ponieważ ostateczna cena jest ustalona w momencie sprzedaży, aktualne warunki rynkowe są w niej uwzględniane. W przypadku popytu niższego niż podaź obligacji, emitent może skorzystać z instytucji gwaranta emisji, który obejmuje obligacje na które nie zgłoszono popytu, i zamyka emisję.

O ile emitent nie ustalił krótszego terminu, powinien dokonać przydziału obligacji w terminie wynikającym z przepisów prawa, licząc od dnia skierowania ostatniej propozycji nabycia obligacji (w Polsce 6 tygodni)⁵⁰. W przypadku, gdy został określony w warunkach emisji i został osiągnięty minimalny próg emisji (tj. zostały złożone zapisy na obligacje w liczbie określonej w warunkach emisji, której osiągnięcie stanowi o dojściu emisji do skutku), emitent dokona przydziału obligacji. W przypadku, gdy nie został osiągnięty próg emisji, emisja obligacji nie dojdzie do skutku.

W przypadku nieosiągnięcia progu emisji emitent jest zobowiązany do powiadomienia o niedojszcju emisji do skutku i wezwać jednocześnie do odbioru wpłaconych kwot na poczet ceny emisyjnej obligacji⁵¹. W przypadku osiągnięcia progu

⁵⁰ W Polsce, w przypadku emisji obligacji termin na przyjęcie propozycji nabycia wynosi 3 tygodnie od dnia jej otrzymania, chyba że emitent określi inny termin; termin składania kolejnych propozycji nabycia obligacji danej emisji nie może być dłuższy niż 6 tygodni od dnia złożenia pierwszej propozycji; termin dokonania przydziału obligacji wynosi 6 tygodni od dnia złożenia ostatniej propozycji nabycia, chyba że emitent określi w propozycji nabycia krótszy termin (ustawa o obligacjach).

⁵¹ W Polsce, zgodnie z ustawą o obligacjach, emitent może określić w propozycji nabycia minimalną liczbę obligacji, których subskrybowanie jest wymagane, by emisja doszła do skutku, zwaną „progiem emisji”, a gdy emitent jest spółką, próg ten określa także w uchwale o emisji obligacji. Jeżeli w terminie wyznaczonym do zapisywania się na obligacje nie zostanie subskrybowana co najmniej taka liczba obligacji, która spowoduje osiągnięcie progu emisji, uważa się, że emisja nie doszła do skutku.

emisji emitent dokonuje przydziału obligacji na rzecz podmiotów, które subskrybowały i opłaciły (złożyły zapis) na obligacje. Jeżeli suma obligacji, na które subskrybenci złożyli zapisy, nie jest większa niż maksymalna liczba emitowanych obligacji, wówczas emitent dokonuje przydziału obligacji na rzecz danego subskrybenta w liczbie, na którą złożył zapis. Jeśli natomiast suma obligacji, na które subskrybenci złożyli zapisy, jest wyższa niż maksymalna liczba emitowanych obligacji, wówczas emitent powinien dokonać przydziału obligacji na rzecz poszczególnych subskrybentów, zgodnie z postanowieniami zawartymi w propozycji nabycia obligacji.

3.3 Doradcy w procesie emisji

Zgodnie z przedstawionym powyżej opisem emisji, oprócz samego emitenta czyli podmiotu, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe, na etapie emisji pojawiają się lub mogą się pojawić:

- oferujący – podmiot prawny lub osoba fizyczna, która publicznie oferuje papiery wartościowe,
- gwarant emisji – najczęściej bank lub firma inwestycyjna (lub konsorcjum takich podmiotów), który zawiera z emitentem lub oferującym umowę o gwarancję emisji, w której zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej,
- agent emisji – firma inwestycyjna uprawniona do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bank powierniczy, odpowiadający za weryfikację spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji i oferowania papierów wartościowych i weryfikację spełniania przez obligację warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych,
- sponsor emisji – podmiot prowadzący rejestr osób, które nabyły instrumenty finansowe, a nie posiadają bądź nie wskazały rachunku, na którym instrumenty te mają zostać zapisane – jeżeli wśród nabywców są takie osoby,
- agent płatniczy i kalkulujący – pośrednik w płatności świadczeń z obligacji odpowiedzialny także za sporządzaniu tabel odsetkowych na kolejne okresy odsetkowe oraz wyliczanie wysokości odsetek,

- animator rynku – wspierający płynność obrotu danym instrumentem finansowym na rynku zorganizowanym.

Lista ta nie jest pełna i w konkretnym przypadku zależy od regulacji na rynku finansowym, rodzaju obligacji, jej upublicznienia czy miejsca notowania. Oczywiście w przypadku Zielonych Obligacji dochodzą doradcy i weryfikatorzy środowiskowi, o których mowa w rozdziale 2.4.

4. ETAP PO EMISJI ZIELONYCH OBLIGACJI

4.1 Zarządzanie środkami z emisji

Po uplasowaniu z sukcesem emisji emitent, jak wskazano wyżej, zarządza pozyskanymi środkami w sposób zgodny z zasadami opisanymi w swoich Ramach Zielonych Obligacji.

Środki są zwykle lokowane na wyznaczonym rachunku lub subkoncie. Rachunek ten zarządzany jest zgodnie z zasadami prowadzenia innych rachunków, a więc zarządzania jego płynnością i zarządzania niewydatkowanymi środkami opisanymi w Ramach. Jak wskazano w rozdziale „Etap przed emisją Zielonych Obligacji”, w podrozdziale poświęconym ustanowieniu struktury i procesu zarządzania środkami z emisji, dyspozycje związane z uruchamianiem środków na finansowanie projektów czy wydatków obrotowych dopuszczonych do finansowania ze środków emisji Zielonych Obligacji mogą podlegać dodatkowej procedurze. Jeśli jest powołany przez emitenta Komitet Zielonych Obligacji, to w jego kompetencjach jest zatwierdzanie wydatków i jest to warunek konieczny, aby uruchomić płatność z rachunku, na którym znajdują się środki pozyskane z emisji.

4.2 Rynek wtórny i notowania Zielonych Obligacji

Emitent po zakończonej z sukcesem emisji Zielonych Obligacji może monitorować zmienność wycen tego instrumentu przez rynek. Oczywiście pod warunkiem, że obligacja jest notowana na giełdzie i ma wystarczającą płynność.

Jak wskazano wyżej, część z emisji Zielonych Obligacji, szczególnie o niskich wartościach, jest plasowana poza rynkiem regulowanym i również może dalej podlegać obrotowi na rynku wtórnym.

Część z giełd ma segmenty dedykowane Zielonym Obligacjom, na przykład takie giełdy jak LuxSE (Giełda Papierów Wartościowych w Luksemburgu), Euronext Paris czy London Stock Exchange.

Dotychczasowe obserwacje wskazują, że szybko rosnący rynek Zielonych Obligacji ma nieco niższą płynność niż rynek tradycyjnych obligacji, co może wynikać również z tego, że inwestorzy na tym rynku mają długoterminowe podejście i nie obracają tymi instrumentami tak często jak tradycyjnymi.

4.3 Raporty dla inwestorów

Emitent w Ramach Zielonych Obligacji wskazuje, na jakie cele przeznaczy uzyskane z emisji środki. Na etapie przed emisją może nie podawać jakie konkretne projekty sfinansuje ani jakie są szacowane efekty środowiskowe tych projektów. Zgodnie z zasadami GBP ICMA musi co najmniej corocznie, lub do wyczerpania środków z emisji i przedstawienia raportu końcowego, przygotować i upublicznić raport dla inwestorów.

Emitent co najmniej raz w roku przygotowuje raport dla inwestorów, w którym prezentuje sfinansowane ze środków pochodzących z emisji Zielonych Obligacji projekty. Raport końcowy po wykupie obligacji lub po wyczerpaniu środków musi zawierać szacunki wpływu projektów na środowisko i/lub klimat.

Raport ten ma na celu dostarczenie inwestorom i innym interesariuszom rynku informacji o działalności emitenta pod kątem zobowiązań przyjętych w Ramach Zielonych Obligacji.

Raport dla inwestorów zawiera następujące informacje w rozbiciu na projekty (lub grupy podobnych projektów):

- nazwa i krótki opis projektu,
- wartość projektu i koszt projektu pokryty ze środków z emisji,
- zaawansowanie projektu,
- rodzaj wpływu (np. adaptacja do zmian klimatu, ograniczenie emisji,
- oszczędność energii, zwiększenie zasobów poddanych recyklingowi),
- szacowana wielkość wpływu,
- inne informacje, które wynikają ze specyfiki projektu, np. jego lokalizacja, przewidziany czas zakończenia inwestycji, trwałość projektu itp.

ICMA opracował we współpracy z bankami rozwojowymi dobrowolne wytyczne metodologiczne szacowania wpływu dla niektórych typów projektów, mające na celu ujednoczenie podejścia przez emitentów⁵². Wytyczne te (wraz z odpowiednimi szablonami) są dostępne na stronach internetowych ICMA. Opracowanie to obejmuje następujące obszary: efektywność energetyczną, energię odnawialną, projekty wodno-kanalizacyjne, gospodarkę odpadami, czysty transport, zielone budynki i bioróżnorodność.

Ze względu na poufność umów lub ochronę pozycji konkurencyjnej emitenta, raport dla inwestorów może zawierać ograniczoną ilość szczegółów. Zaleca się wówczas, aby udostępniać informacje ogólne lub dotyczące zagregowanego portfela projektów inwestycyjnych.

Poza informacjami i szacunkami dotyczącymi finansowanych projektów i ich wpływu na środowisko raporty dla inwestorów zwykle zawierają również dodatkowe informacje takie jak:

- wielkość emisji i inne najważniejsze informacje o emisji,
- rodzaj inwestorów, którzy objęli emisję najczęściej w rozbiciu na typy,
- opis procesu związanego z emisją, przygotowaniem Ram, uzyskaniem Drugiej Opinii Zewnętrznej,
- potwierdzenia, że emitent postępuje zgodnie z zasadami przyjętymi w *Ramach*, w tym związanych z zarządzaniem i alokacją środków, metodą przyjętą do szacowania wpływu projektów na środowisko.

⁵² ICMA, *Handbook Harmonized Framework for Impact Reporting*, kwiecień 2020.

- raport dla inwestorów może być przygotowany samodzielnie przez emitentów lub przez zewnętrznego konsultanta we współpracy z emitentem. W praktyce często jest to ten sam podmiot, który przygotowywał wcześniej Ramy Zielonych Obligacji dla emitenta.

4.4 Ocena zewnętrzna raportów dla inwestorów

Do momentu emisji Zielonych Obligacji emitent, co do zasady, posiada jeden zewnętrzny dokument potwierdzający, że przygotował proces zgodny z zasadami czy standardami emisji Zielonych Obligacji. Tym dokumentem jest Druga Opinia Zewnętrzna sporządzona przez weryfikatora.

Zasady GBP ICMA i EU GBS wymagają publikowania corocznego raportu. Również ten raport podlega zewnętrznej weryfikacji, ponieważ zawiera ważne z punktu widzenia inwestora, informacje takie jak cel przeznaczenia środków z emisji, zgodność wydatkowania z zapisami Ram, zarządzania i alokacja środków itd.

Raport ten, zwany Trzecią Opinią Zewnętrzną ma potwierdzić zgodność raportu rocznego emitenta dla inwestorów z zapisami zawartymi w Ramach Zielonych Obligacji oraz spójność, rzetelność i kompletność raportu dla inwestorów. Może również zawierać sugestie dla emitenta dotyczące następnych raportów rocznych. Ten raport zawierając zewnętrzną ocenę ma w dużej mierze charakter audytu i stąd wykonują go często firmy specjalizujące się w tego typu usługach.

5. ZALETY, WADY I POTENCJAŁ ZIELONYCH OBLIGACJI

Potrzeby finansowe związane z ograniczeniem zmian klimatu są bardzo wysokie. OECD szacuje, że aby spełnić ustalenia z umowy paryskiej do 2030 r., roczne wydatki na infrastrukturę powinny sięgać 6 900 mld US \$. Bez kapitału prywatnego nie ma możliwości, aby sprostać takim wyzwaniom. Stąd spodziewany rozwój również rynku Zielonych Obligacji, które mają finansować część z tych wyzwań.

Poniższe zestawienie pokazuje wybrane dobre i złe strony emisji Zielonych Obligacji z punktu widzenia emitentów

Dobre	Złe
<p>Poprawa dywersyfikacji tradycyjnej bazy inwestorów emitenta, a tym samym rozszerzenie źródeł finansowania i potencjalne ograniczenie wahań popytu na obligacje</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Możliwość silnego popytu ze strony inwestorów prowadzący do nadsubskrypcji oraz do zwiększenia wielkości emisji</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Większy udział inwestorów typu „kupuj i trzymaj”, co może prowadzić do obniżenia zmienności wyceny obligacji na rynku wtórnym</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Korzyści reputacyjne emitenta</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Zwiększona wiarygodność strategii zrównoważonego rozwoju emitenta prowadząca do wzmocnienia dialogu z inwestorami</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Śledzenie wykorzystania wpływów i raportowanie może prowadzić do poprawy wewnętrznych struktur zarządzania, poprzez lepszą komunikację i dzielenie się wiedzą między stroną odpowiedzialną za projekt a stroną zarządzającą finansami</p>	<p>Ponoszone z góry koszty „zazielenienia” obligacji od etykietowania i związanych z tym kosztów administracyjnych, po koszty certyfikacji, raportowania, weryfikacji i wymagań dotyczących monitorowania</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Ryzyko pogorszenia reputacji emitenta w przypadku, gdy „zieloność” obligacji jest kwestionowana</p> <ul style="list-style-type: none"> • <p>Inwestorzy mogą domagać się kar za „green washing”, w przypadku, gdy obligacja jest wykupiona w całości, ale emitent nie wypełnił uzgodnionych zielonych klauzul</p>

Źródło: OECD (2017), *Mobilising bond markets for a low-carbon transition*.

Wydaje się, że dla korporacji jedną z głównych korzyści bieżących, które przyciągają rosnącą liczbę emitentów na rynek, jest efekt marketingowy emisji Zielonych Obligacji. Zielona etykieta pomaga łatwo komunikować się emitentowi z inwestorami, klientami, jak i innymi uczestnikami rynku i społeczeństwem. Taka widoczność i związane z tym zyski reputacyjne mogą na przykład pozytywnie wpłynąć na popyt konsumentów na produkty lub usługi emitenta.

Emisja Zielonych Obligacji wiąże się z dodatkowymi obowiązkami emitenta oraz zaangażowania dodatkowych podmiotów zewnętrznych do przygotowania emisji bądź to do weryfikacji przygotowanych dokumentów i procedur

wewnętrznych. To z kolei wiąże się z kosztami usług zewnętrznych oraz z dykowaniem własnych zasobów do przeprowadzenia emisji i dodatkowego raportowania. Te koszty, tak wewnętrzne, jak i zewnętrzne, szczególnie przy pierwszej emisji są wyższe. Przy kolejnych emisjach koszty te spadają.

Należy jeszcze zwrócić uwagę na dynamikę rynku Zielonych Obligacji i szybki rozwój tego typu instrumentów. Najważniejsza jest jednak strona popytowa i długofalowa zmiana nastawienia inwestorów i rynku finansowego. Dzisiaj możliwości finansowania „brudnych” inwestycji się kurczą. W przyszłości zewnętrzne finansowanie takich projektów stanie się albo drogie albo niemożliwe. I odwrotnie: ryzyko inwestowania w aktywa zielone jako nieobarczone długofalowym ryzykiem stanie się łatwo dostępne. Rzecz w tym, że podmioty, które budują dzisiaj swoją historię finansową na podstawie zielonych inwestycji, będą miały łatwiejszy dostęp do rynku finansowego w przyszłości. I stąd mogą liczyć wówczas na premię za reputację i zbudowaną pozycję na tym rynku.

Specyfika emitentów niefinansowych

1. EMISJE SAMORZĄDOWE

1.1 Wyzwania i bariery samorządów

Zapobieganie zmianom klimatu jest wyzwaniem globalnym. Pojedyncze państwa czy regiony nie mają szansy rozwiązać tego problemu w pojedynkę. Realne działania służące ograniczeniu emisji CO₂ lub zapobieganiu skutkom zmian klimatu podejmowane są często na poziomie lokalnym. To wskazuje na szczególną rolę samorządów w tym zakresie.

Finansowa skala wyzwań związanych z adaptacją do zmian klimatu miast w Polsce jest szacowana na kilkadziesiąt miliardów do 2030 r.⁵³ Jednocześnie można oszacować potencjalne dodatkowe korzyści i koszty (w tym społeczne), których można by uniknąć, inwestując w adaptację i łagodzenie zmian klimatu. Przewyższają one, w przypadkach gdy były szacowanie, koszty do poniesienia. Inwestycje zrównoważone, jak już wielokrotnie wskazano, to dynamicznie rosnący segment rynków finansowych⁵⁴ (HSBC, 2019). Wciąż jednak napotyka on szereg barier w rozwoju. W przypadku samorządów najczęściej dotyczą one generalnie trudności w dostępie do prywatnego kapitału. Można wymienić szereg barier, które szczególnie w przypadku samorządów, są istotne:

Twarde	Miękkie	Rynkowe
Niska wiarygodność kredytowa	Trudności z raportowaniem	Brak znajomości tematów samorządowych przez sektor prywatny
Trudności wynikające z regulacji	Zmiana klimatu ma niski priorytet	Trudności ze sprostaniem wymogom rynków międzynarodowych

⁵³ *Strategiczny plan adaptacji dla sektorów i obszarów wrażliwych na zmiany klimatu do roku 2020*, Ministerstwo Środowiska, 2013.

⁵⁴ HSBC, *HSBC Green Bonds Report*, październik 2019.

Specyfika emitentów niefinansowych

Niewystarczające budżety publiczne na współfinansowanie	Niska wiedza i znajomość instrumentów finansowych	Zapewnienie "bankowalności" projektów
Niskie zwroty ze zrównoważonych inwestycji	Brak koordynacji pomiędzy rządem centralnym i samorządami	Brak dostępu do taniego finansowania

Źródło: Piotr Dmuchowski, *Zrównoważone finansowanie samorządów w Polsce – wyzwania i szanse*, w: *Zielone finanse w Polsce*, 2020.

W porównaniu ze wspomnianymi powyżej barierami zidentyfikowanymi dzięki przeglądowi badań międzynarodowych, w Polsce na pierwszy plan wysuwają się bariery regulacyjne i fiskalne. Są one głównie związane z limitami zadłużenia nałożonymi na samorządy w ustawie o finansach publicznych oraz restrykcjami dotyczącymi potencjalnych form finansowania (np. brak możliwości efektywnego zabezpieczenia walutowego). Obligacje przychodowe wyłączone z limitów są rozwiązaniem trudnym do wprowadzenia w większej skali, gdyż potencjalna pula adekwatnych aktywów jest ograniczona. Na problemy z poziomem zadłużenia samorządów zwracano już uwagę wcześniej, a obecnie ze względu na kryzys COVID-19 kwestia potencjalnych problemów fiskalnych samorządów może nabrać jeszcze większego znaczenia. Stąd potencjalnie istnieje potrzeba powstania nowych mechanizmów, które pomogłyby temu sektorowi w formie gwarancji lub innowacyjnych instrumentów.

1.2 Emisja obligacji przez samorządy

Emitent obligacji zwykłych może, ale nie musi, określić cel emisji. Jeżeli emitentem jest jednostka samorządu terytorialnego, związek tych jednostek lub jednostka władz regionalnych lub lokalnych, określenie celu emisji jest obowiązkowe. Nie jest to jednak żadna dolegliwość w przypadku Zielonych Obligacji, skoro standardy ich emisji jasno wskazują, że inwestor nie tylko przed emisją, ale także w okresie poemisyjnym ma mieć dostęp do informacji, na jakie cele środki z emisji są przeznaczane.

Obligacje komunalne to dobry sposób na dodatkowe środki finansowe. Na taki sposób finansowania inwestycji decyduje się wiele samorządów. Pozy-

skane w ten sposób środki mogą zostać wykorzystane jako wkład w inwestycję współfinansowaną ze środków europejskich czy spłatę zaległych zobowiązań, ale także w „zieloną” inwestycję. Obligacje komunalne są uważane za najlepszą formę zwrotnego pozyskiwania środków przez jednostki samorządu terytorialnego.

Zdolność do emitowania obligacji (zdolność obligacyjna) została przyznana jednostkom samorządu terytorialnego w pierwszej kolejności w art. 82 ust. 1 ustawy o finansach publicznych, skonkretyzowana zaś w odpowiednich przepisach ustrojowych ustaw samorządowych (ustawa o samorządzie gminnym, ustawa o samorządzie powiatowym, ustawa o samorządzie województwa) i potwierdzona w art. 2 pkt 2 ustawy o obligacjach. Emisja obligacji komunalnych odbywa się więc na podstawie ustaw: o obligacjach, o finansach publicznych oraz w zależności od szczebla samorządu: o samorządzie gminnym, powiatowym lub wojewódzkim. W procesie przygotowania emisji obligacji najistotniejszą rolę odgrywa uchwała rady gminy (powiatu lub sejmiku) w sprawie emisji. Właściwa uchwała jest niezbędna w procesie emisji, a konieczność jej uchwalenia wynika z przepisów ustawy o obligacjach, zgodnie z którą uchwała powinna określić m.in. cel emisji obligacji. Obligacje co do zasady mogą zapewniać finansowanie długoterminowe. Spłata zobowiązań przedsiębiorstw jest zazwyczaj rozłożona na kilka lat, a w przypadku samorządów okres ten bywa dłuższy.

Uchwała rady gminy, rady powiatu czy sejmiku województwa jest podstawą prawną konkretnej emisji. Jak pokazują dotychczasowe emisje obligacji komunalnych, samorządy nie emitują całej potrzebnej kwoty od razu, lecz dzielą ją na transze. Dzięki temu można lepiej dostosować cel emisji do potrzeb danej jednostki samorządu terytorialnego (emitenta), ale przede wszystkim taka emisja ułatwia spłatę zaciągniętego zobowiązania. Samorządowy emitent obowiązany jest do oznaczenia celu emisji i nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele. W praktyce powoduje to, że oznaczenie celu emisji jest bardzo ważne. Bez wątplenia ze środków pozyskanych z emisji obligacji komunalnych można sfinansować każde zadanie należące do właściwości jednostki samorządu terytorialnego. Należy jednak pamiętać, aby w sposób maksymalnie precyzyjny i dokładny formułować cel emisji, tak aby umożliwił on obligatariuszowi (nabywcy

obligacji) zorientować się, jaki rodzaj inwestycji zostanie zrealizowany ze środków pochodzących z obligacji. Analizując uchwały rad gmin, powiatów i sejmików województw, które zdecydowały się na emisję obligacji, można stwierdzić, że samorządy najczęściej określają maksymalnie dokładnie cel emisji obligacji (np. remont liceum ogólnokształcącego nr 2, rzadziej oznaczając go np. modernizacją obiektów oświatowych). Chociaż przepisy dopuszczają taką możliwość, w praktyce obligacje komunalne nie są zabezpieczane (np. gwarancją czy poręczeniem innej jednostki samorządu terytorialnego, wpisem do hipoteki), a podmiotem uwiarygodniającym emisję jest sam emitent (jednostka samorządu terytorialnego). Jednostka samorządu terytorialnego odpowiada za zobowiązania wynikające z obligacji całym swoim majątkiem. Wyjątkiem są obligacje przychodowe, w przypadku których samorządy mogą ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa. Natomiast podmiot udzielający zabezpieczenia odpowiada do wysokości tego zabezpieczenia.

Kolejnym etapem po podjęciu uchwały o emisji obligacji przez właściwą radę (sejmik) jest wybór podmiotu organizującego emisję pod względem technicznym. Najczęściej podmiotem tym będzie bank. Do jego zadań będzie należała m.in. obsługa rozliczeń finansowych związanych z emisją obligacji, depozyt albo prowadzenie rejestru obligacji zdematerializowanych. W praktyce bank będzie również nabywcą obligacji.

Opinia regionalnej izby obrachunkowej (RIO) zgodnie z art. 83 ust. 2 ustawy o finansach publicznych jest obligatoryjna, w każdym przypadku zaciągnięcia zobowiązania z kredytu, pożyczki lub poprzez emisję papierów wartościowych. Opinia regionalnej izby nie ma charakteru zgody tego organu na zaciągnięcie pożyczki czy też emisję papierów wartościowych. Jest ona swoistą oceną zdolności kredytowej danego samorządu i określa zdaniem RIO możliwości spłaty zaciągniętych zobowiązań lub wykupu papierów wartościowych. Opinia ta nie ma wpływu na ważność decyzji podejmowanych przez samorządy, jak również nie wiąże innych podmiotów, w tym banków prowadzących emisję obligacji komunalnych. W konsekwencji samorządy mogą podejmować decyzje dotyczące emisji obligacji, niezależnie nawet od negatywnej opinii regional-

nej izby obrachunkowej. Są jednak zobowiązane do przedstawienia omawianej opinii podmiotowi udzielającemu pożyczki lub kredytu bądź podać ją do wiadomości podmiotom, do których kierowana jest oferta nabycia papierów wartościowych.

Obligacje są dobrym alternatywnym rozwiązaniem w stosunku do kredytu. Taka forma finansowania ma dla samorządów wiele zalet:

- długi okres zapadalności obligacji – średnio 10 lat; w przypadku kredytu bankowego okres finansowania jest z reguły krótszy;
- elastyczność – emitent ustala podstawowe warunki zaciągnięcia zobowiązania (terminy emisji i spłaty poszczególnych transz, oprocentowanie, zabezpieczenia), co pozwala na dostosowanie do potrzeb finansowych i sytuacji budżetowej jednostki;
- rynkowa wycena długu – jeżeli obligacje znajdują się w obrocie na rynku publicznym, samorzady mają wiedzę na temat kosztu pieniądza, po którym mogą zaciągać kolejne zobowiązania;
- korzyści wizerunkowe – emisja obligacji stanowi bardziej nowoczesny, wobec kredytu bankowego, sposób finansowania; samorzady, które emitują obligacje, są postrzegane jako otwarte na nowatorskie rozwiązania finansowe;
- korzyści społeczno-polityczne – emitując obligacje, samorzady komunikują opinii publicznej podjęcie określonych zadań inwestycyjnych, przez co zyskują w opinii lokalnej społeczności;
- redukcja ryzyka finansowego związanego z zaciąganiem zobowiązania w przypadku obligacji przychodowych.

Niektóre samorzady, aby uatrakcyjnić swoją ofertę emisji obligacji, starają się o ocenę ratingową. Jest ona istotnym czynnikiem brany pod uwagę przez inwestorów. Przeprowadzana przez agencję ratingową analiza obejmuje szerszy zakres badań niż tradycyjna analiza finansowa. Emitenci posiadający ocenę ratingową są postrzegani jako podmioty transparentne, co pozwala łatwiej oszacować ryzyko inwestycyjne. W takim przypadku inwestorzy są skłonni zaakceptować niższe oprocentowanie obligacji niż w przypadku emitentów nieposiadających ratingu. W Polsce najwięcej jednostek samorządu terytorialnego posiada oceny ratingowe nadane przez agencję Fitch Ratings.

Powyższe rozważania są uniwersalne dla emisji obligacji. Ich „zazielenienie” na poziomie samorządowym wymagałoby przygotowania dodatkowych informacji zgodnie np. z GBP ICMA, czyli zbiorem wytycznych w zakresie przejrzystości, jawności i sprawozdawczości, które służą promowaniu spójności rynku Zielonych Obligacji. Jak już wielokrotnie podkreślano, GBP ICMA mają za zadanie pomóc emitentom w procesie przekształcania modeli biznesowych w bardziej zrównoważone ekologicznie poprzez realizację konkretnych projektów.

Obligacje emitowane zgodnie z GBP ICMA powinny stanowić inwestycję o jasnych walorach ekologicznych. GBP ICMA zalecają emitentom raportowanie wykorzystania środków z emisji Zielonych Obligacji, promując tym samym przejrzystość rynku. Publikowanie takich raportów ułatwia monitorowanie środków przeznaczanych na projekty zielone oraz umożliwia szacunkową ocenę ich wpływu na środowisko. Do wymienionych zalet finansowania obligacjami, samorządy, które będą podejmować się realizacji zielonych inwestycji, finansowanych Zielonymi Obligacjami, mogą liczyć na dodatkowe korzyści wizerunkowe, społeczno-polityczne, korzystniejszą wycenę, większy popyt, a przede wszystkim będą się w sposób bardziej zrównoważony środowiskowo i klimatycznie rozwijać.

2. EMISJE PRZEDSIĘBIORSTW

Pierwsza Zielona Obligacja została wyemitowana w 2007 r. przez Europejski Bank Inwestycyjny, pod nazwą Climate Awareness Bond, jako obligacja strukturyzowana z przychodami przeznaczonymi na inwestycję w energię odnawialną i projekty dotyczące efektywności energetycznej. Bank Światowy wyemitował pierwszą Zieloną Obligacją w 2008 r. na kwotę 2,3 mld SEK o terminie zapadalności wynoszącym sześć lat i była ona skierowana do grupy inwestorów skandynawskich. Wkrótce potem podobne instrumenty były oferowane przez banki komercyjne. Dostyc późno na ten rynek weszły obligacje skarbowe. W 2016 r. Polska jako pierwszy kraj wyemitowała Zielone Obligacje. Wcześniej emitowały Zielone Obligacje miasta i regiony czy spółki miejskie. Nie były to jednak podmioty z Polski. Emisje Zielonych Obligacji korporacji nie były na tym tle zbyt widoczne i nie prezentowały znaczącego udziału na rynku. Tak było w latach 2012–2016. Od tego czasu emisje korporacji znacząco się jednak zwiększyły.

Według rocznego raportu Climate Bond Initiative⁵⁵ z 2020 r. w obszarze emisji sektora prywatnego szczególnie dobrze radziły sobie przedsiębiorstwa niefinansowe, które po raz pierwszy znalazły się na szczycie rankingu tego typu emitentów. Ich emisja wzrosła w 2019 r. w porównaniu z 2018 r. ponaddwukrotnie, do 59 mld dolarów. W 2015 r. wartość takich emisji wynosiła ok 14 mld.

Emitentami korporacyjnymi Zielonych Obligacji były zróżnicowane branżowo firmy: deweloperzy, firmy budowlane, firmy energetyczne, spożywcze, kosmetyczne, usług inżynierskich, użyteczności publicznej⁵⁶. Jednymi z pierwszych znaczących emitentów Zielonych Obligacji były Toyota i Apple. Ta pierwsza finansowała technologie samochodów hybrydowych i elektrycznych. Apple przeznaczył środki z emisji na finansowanie „zazieleniania” swojej działalności, w tym obiektów, produktów i łańcucha dostaw.

Wydaje się, że ważnym bieżącym i długofalowym motywem wejścia na rynek Zielonych Obligacji przez korporacje jest budowa wizerunku firmy przyjaznej środowisku oraz poprawa reputacji. I w ten sposób firmy starają się poszerzać swój udział w rynku. Wobec zmian postaw konsumentów, szukających i doceniających produkty, których konsumpcja pozostawia niski ślad węglowy korporacje również za pomocą zielonej etykiety obligacji komunikują się bezpośrednio z rynkiem. Przyjęcie samej postawy prośrodowiskowej w firmie czy uwzględnienie w rozwoju strategicznym firmy działań proklimatycznych staje się warunkiem koniecznym w relacjach z inwestorami. Emisja Zielonych Obligacji dopełnia marketingowy przekaz, jest wykorzystywana do bezpośredniego docierania do klientów i komunikowania się emitenta z inwestorami, jak i innymi uczestnikami rynku i społeczeństwem. Taka widoczność i związane z tym zyski reputacyjne mogą pozytywnie wpłynąć na popyt konsumentów na produkty lub usługi emitenta.

Korporacje budują również swoją pozycję na szybko rosnącym rynku Zielonych Obligacji, aby uzyskać na nim ugruntowaną pozycję, co pozwoli w przyszłości korzystać z premii za pierwszeństwo, w postaci lepszych cen czy warunków dostępu do rynku.

⁵⁵ Climate Bond Initiative (2020), *Green Bonds Global State of the Market 2019*.

⁵⁶ Dominował sektor budowlany i energetyczny.

Przykłady emisji Zielonych Obligacji

1. Anglian Water Services Financing PLC – realizacja strategii przez emisję Zielonych Obligacji



Anglian Water jest firmą zajmującą się zaopatrzeniem w wodę i oczyszczaniem ścieków we wschodniej Anglii. Dodatkowo firma produkuje energię z odnawialnych źródeł energii. Dostarcza wodę do 2,6 mln nieruchomości, zajmujących powierzchnię 27 500 kilometrów kwadratowych, obsługuje ponad 6,2 mln klientów i zarządza 38 tys. km bieżących wodociągów. Firma zatrudnia ponad 4000 osób.

W 2016 r. Anglian Water zobowiązała się w swojej strategii, że do 2050 r. jej działalność będzie neutralna pod względem emisji dwutlenku węgla. W 2019 zobowiązała się

wraz z innymi firmami zaopatrującymi w wodę w Anglii, aby zostać firmą netto zeroemisyjną do 2030 r. Zagrożenia związane ze zmianami klimatu są identyfikowane i oceniane podczas przygotowywania kolejnych raportów adaptacyjnych firmy. Ocena i zarządzanie ryzykiem związanym ze zmianami klimatu jest zgodne z podejściem stosowanym do zarządzania ryzykiem przez cały biznes. Strategia Anglian Water wskazuje, że przyjęte rozwiązania przechodzenia na zeroemisyjność zmniejszają ryzyko biznesowe i są efektywne finansowo.

W dniu 10 sierpnia 2017 r. jako pierwsze brytyjskie przedsiębiorstwo użyteczności publicznej, Anglian Water Services Financing PLC wyemitował, Zielone Obligacje w wysokości 250 mln GBP, z terminem wykupu 10 sierpnia 2025 r. oraz rentownością 1,625%. Wpływy netto wyniosły 247,8 mln GBP. Gwarancje wykupu obligacji zostały wydane przez Anglian Water Services Limited, Anglian Water Services Holdings Limited, Anglian Water Services Overseas Hol-

dings Limited. Emisja została przeprowadzona zgodnie z zasadami GBP ICMA 2017. Z uzyskanych środków finansowanych jest ok. 200 projektów z następujących obszarów działania środowiskowego: (1) łagodzenie zmian klimatu, (2) adaptacja do zmian klimatu, (3) ochrona zasobów naturalnych, (4) ochrona bioróżnorodności, (5) zapobieganie zanieczyszczeniom i kontrola.

Wszystkie wydatki związane z recyklingiem wody i dostarczaniem wody podjęte przez Anglian Water kwalifikowały się do kategorii projektów zgodnych z GBP ICMA 2017. Jednak do celów sprawozdawczych i monitorowania zgodnie z przyjętymi Ramami Zielonych Obligacji Anglian Water zostały wyselekcjonowane niektóre wybrane projekty do „portfela obligacji ekologicznych”. Według raportu dla inwestorów na dzień 25 maja 2018 r. na projekty składające się na portfel Zielonych Obligacji w 2017 r. zostały przeznaczone 203 mln funtów. Projekty te spowodowały zmniejszenie emisji o 84 716 t węgla, tj. 61% poziomu bazowego z 2010.

Przykładowe projekty obejmowały takie działania jak:

Centrum recyklingu wody Broadholme. Znajduje się ono w Wellingborough, w hrabstwie Northamptonshire i obecnie obsługuje około 230 000 osób. W związku z prognozowanym wzrostem populacji w tym rejonie o około 7% w ciągu następnych 10 lat potrzebny był znaczny wzrost wydajności tego centrum. Jakość odprowadzanej wody z Broadholme ma kluczowe znaczenie dla zrównoważonego rozwoju, m.in. pobliskiej doliny, w której znajduje się ponad 40 gatunków ptaków, w tym największe kolonie czapli siwej w Northamptonshire. Kluczowym elementem rozbudowy centrum były urządzenia do usuwania amoniaku wspierające jakość oczyszczanej wody. Podstawowe dane projektu:

- wartość – 7,5 mln funtów;
- zwiększenie wydajności oczyszczania wody – 2869 m³/dzień;
- liczba dodatkowych klientów – 17 tys. osób;
- uniknięcie emisji w wysokości – 755 t CO₂.

Sieć wodociągów w Cottingham koło Corby w hrabstwie Northamptonshire. Stara sieć wodociągowa ulegała licznym uszkodzeniom. W ciągu ostatnich sze-

ściu lat było 14 awarii, które powodowały niskie ciśnienie i przerwy w dostawach wody do ponad 70 nieruchomości.

W takich przypadkach zwykle stosowano podejście polegające na odkopaniu części sieci, układaniu i wymianie rur i zasypywaniu powstałych otworów. Jest to proces wysokoemisyjny związany z wydobyciem, transportem i zasypywaniem, co zwykle jest przeprowadzane przy użyciu nowego materiału. W tym przypadku zastosowano innowacyjną metodę „bez kopania” i z zastosowaniem metody „rura w rurze”. Polega to na instalacji mniejszej „rury nośnej” wewnątrz większej, a przestrzeń między dwiema rurami jest wtedy spoinowana, a końce są uszczelnione. Metoda „bez kopania” polega na wprowadzaniu w ziemię przez otwór wprowadzający „kreta”, który przepokopuje tunel, który z kolei wykorzystywany jest do położenia nowej rury.

Jest to metoda tańsza, a oprócz korzyści finansowych techniki bezwykopowe powodują znacznie mniejsze zakłócenia ruchu samochodowego, minimalizują również własny transport i ruch w zakładzie, a także znacznie zmniejszają zużycie materiału wypełniającego. W efekcie udaje się znacznie zmniejszyć ślad węglowy. Podstawowe dane projektu:

- wartość – 707 tys. funtów;
- uniknięta emisja – 189 t CO₂.

Oczyszczalnia Cotton Valley w Milton Keynes obsługuje ponad 300 000 klientów i produkuje energię odnawialną z osadów ściekowych. W związku z przewidywanym wzrostem populacji w tym obszarze potrzebna jest zwiększona wydajność tej oczyszczalni. Wybrane rozwiązanie polega na wybudowaniu dodatkowego dużego zbiornika (wraz z urządzeniami towarzyszącymi), który będzie wykorzystywany w procesie fermentacji beztlenowej ścieków do produkcji biogazu. Podstawowe dane projektu:

- wartość – 5,6 mln funtów;
- zwiększenie wydajności uzyskania suchych osadów do poziomu 25 tys. t rocznie;
- uzyskanie sprawności energetycznej z suchego osadu 0,9 MWh/1 t;
- uniknięcie emisji w wysokości – 49,9 t CO₂.

Tabela: Pierwsza emisja Zielonych Obligacji Anglian Water – podsumowanie

Emisja	Anglian Water Services Financing PLC	Uwagi
Wielkość	250mln GBP	Dalsze emisje w latach 2017–2019 osiągnęły wartość 563 mln GBP
Data emisji	10.08.2017	
Zapadalność	10.08.2025	Inne emisje miały podobne zapadalności
Branża	Zaopatrzenie w wodę i oczyszczanie ścieków	Finansowane projekty obejmowały również OZE
Typy inwestycji finansowanych	<ul style="list-style-type: none"> – złagodzić wpływ zmiany klimatu poprzez redukcję emisji gazów cieplarnianych, zastosowanie energooszczędnych urządzeń i ochronę zasobów wodnych – dostosować się do długoterminowych skutków zmian klimatu, takich jak ryzyko powodzi – Projekty zrównoważonej gospodarki wodnej o zmniejszonym wpływie na klimat – Projekty zrównoważonego recyklingu wody o zmniejszonym wpływie na klimat 	Szczegółowe wymagania dotyczące typów projektów opisane są w Guidelines Anglian Water Green Bond
Druga Opinia Zewnętrzna	DNV GL	
Organizator emisji	BNPP, HSBC, ING, JP Morgan	
Rating	A3 / A- / A	
Inwestorzy		Brak danych
Efekt CO2	160.736 t CO2	

Źródło: Anglian Water Services Limited Green Bond Annual Report 2017–2018.

2. Swindon Common Farm Solar C.I.C. – model współpracy samorządu z mieszkańcami

Swindon jest średniej wielkości miastem w Wielkiej Brytanii, położonym w południowej Anglii. W 2011 r. miasto liczyło 185 609 mieszkańców. Jest ośrodkiem przemysłowym i handlowym z ważnym węzłem transportowym.

Korzystając ze schematu Innovative Finance ISA, Rada gminy Swindon zorganizowała program będący kombinacją inwestycji sektora publicznego i społeczności lokalnej. Polegał on na tym, że Swindon Borough Council zapewniła 3 mln GBP inwestycji w farmę słoneczną, a pozostałe fundusze na sfinansowanie farmy fotowoltaicznej pozyskano od inwestorów prywatnych. Wiosną 2016 r. inwestorzy, w tym wielu mieszkańców Swindon, współfinansowali farmę słoneczną o mocy 4,8 MW, inwestując 1 783 000 funtów wraz z 3 000 000 funtów rady gminy Swindon.

Farma ta o nazwie Chapel Farm została potem wielokrotnie nagradzana jako przykład współpracy lokalnej rady z sektorem prywatnym w celu zapewnienia mieszkańcom środków do inwestowania w lokalną społeczność i jej infrastrukturę. Farma jest usytuowana na dawnym składowisku odpadów w Swindon, które jest własnością Rady Swindon Borough. Projekt został uruchomiony w 2017 r. Swindon Common Farm Solar C.I.C. (obecnie działający pod nazwą: Swindon Common Farm Solar Community Interest Plc), będący spółką miasta, jest operatorem i formalnym podmiotem odpowiedzialnym wobec inwestorów.

Współfinansowanie farmy zostało przeprowadzone poprzez emisję obligacji, z której środki zostały przeznaczone na fotowoltaikę z wykorzystaniem schematu Innovative Finance ISA. Pozwolił on inwestorom uniknąć podatku od dochodów kapitałowych. Aby z tego schematu skorzystać, inwestycja musiała być typu *peer-to-peer* (inwestor bezpośrednio finansuje pożyczkobiorcę). Zwolnienie z podatku jest ograniczone i obecnie wynosi 20 tys. funtów.

Ten innowacyjny program finansowy umożliwił, głównie lokalnym mieszkańcom, uzyskanie solidnego zysku, wolnego od podatku zwrotu z inwestycji w wysokości 6% przez 20 lat. Jednocześnie współfinansowali oni projekt zielonej energii. Rada gminy Swindon będzie mogła również wykorzystać część zysków z tego programu na sfinansowanie innych, ważnych lokalnych projektów. Oferta ISA była

tak popularna, że została zamknięta trzy tygodnie przed planowanym terminem. Należy dodać, że inwestycje typu ISA nie są objęte ochroną publiczną Financial Services Compensation Scheme – FSCS w przypadku bankructwa projektu.

Organizacja finansowania tego projektu była zorganizowana przez firmę Abundance Investment. Abundance Investment Ltd jest autoryzowana i regulowana przez Financial Conduct Authority. Nie jest to jednak typowy pośrednik finansowy. Abundance rozpoczęła działalność w 2012 r. Misją firmy była pomoc obywatelom w pozyskiwaniu funduszy na inwestycje, na których im naprawdę zależy. Od tego czasu firma wprowadza innowacyjne rozwiązania i znajduje nowe sposoby pozwalające drobnym inwestorom osiągać ich cele finansowe, jednocześnie zapewniając, aby te projekty wywierały pozytywny wpływ na środowisko czy społeczeństwo. W przypadku projektu Swindon najmniejsza oferta inwestycyjna wynosiła 5 funtów. A więc każdy, kto posiadał nawet skromne oszczędności, mógł inwestować w ten projekt.

Farma słoneczna Chapel Farm wytwarza energię elektryczną. Uzyskuje przychody z taryfy gwarantowanej i taryfy eksportowej, tworząc długoterminowy dochód dla Rady Swindon Borough i drobnych inwestorów. Rada Swindon Borough ma wizję rozwoju gospodarki niskoemisyjnej do 2030 r. i ten projekt wpisuje się w tę wizję. Obligacja słoneczna Swindon zapewni drobnym inwestorom średnią roczną stopę zwrotu wynoszącą 6% przez okres 20 lat, i ostatecznie przyniesie im dochód z inwestycji w wysokości 566 523 funtów.

3. PORR AG – pełne przygotowanie korporacji do zielonego finansowania



Zrównoważony rozwój w PORR

PORR AG jest austriacką firmą budowlaną działającą głównie w Austrii, Niemczech, Polsce, w Czechach i Szwajcarii. PORR oferuje usługi budowlane, usługi inżynieryjne i budowy infrastruktury oraz usługi projektowe. PORR był założony w 1869 r. i ma siedzibę w Wiedniu. Akcje Porr są notowane na giełdzie wiedeńskiej. PORR otrzymuje wysokie

ratingi zrównoważonego działania: MSCI ESG Rating – AA, CDP Climate Rating – B, ale nie posiada ratingów głównych agencji ratingowych.

Strategia zrównoważonego rozwoju PORR⁵⁷ z 2019 r. opiera się na trzech filarach: ekonomicznym, środowiskowym i społecznym, oraz pięciu zasadach jako podstawie wspólnej kultury korporacyjnej: niezawodność, działalność „ramię w ramię”, uznanie, pasja, pionierski duch.

PORR utrzymuje swoje podejście do celów środowiskowych przyjętych w strategii, a w ostatnim raporcie rocznym⁵⁸ za 2019 r. wskazuje na następujące trzy priorytety w tym obszarze:

Energia i emisje

- redukcja emisji gazów cieplarnianych 7,5% do 2020 r. w stosunku do 2014
- system zarządzania energią zgodnie z obowiązującą strategią klimatyczną
- współpraca z interesariuszami w sprawie działań na rzecz klimatu

Zarządzanie odpadami

- zmniejszenie ilości odpadów
- wzrost ponownego wykorzystania i recyklingu konstrukcji,
- zmniejszenie zanieczyszczonych frakcji odpadów

Woda

- rozwój metod oszczędzania zasobów

Ramy Zielonego Finansowania PORR

W 2018 r. PORR AG opracował Ramy Zielonego Finansowania PORR⁵⁹. Mają one posłużyć do emitowania Zielonych Obligacji, finansowania działalności poprzez zielone weksle i zielone pożyczki. Przychody czy wpływy z tych działań

⁵⁷ PORR, 2019, *Our strategy for greater sustainability*.

⁵⁸ PORR, 2020, *Sustainability Report, 365 responsibility*.

⁵⁹ PORR AG *Green Finance Framework – 2018*.

mają być przeznaczone na finansowanie i/lub refinansowanie, w całości lub w części, obecnych lub przyszłych projektów mających pozytywny wpływ na środowisko, w tym np. mają ułatwiać recykling odpadów budowlanych i rozbiorczych. Te Ramy zostały poddane weryfikacji przez firmę Sustainalytics w formie Drugiej Opinii Zewnętrznej⁶⁰ pod kątem ich zgodności z:

- Zasadami Zielonych Obligacji 2018 (GBP ICMA 2018),
- Zasadami Zielonych Pożyczek 2018 (GLP ICMA 2018).

W przygotowanej opinii Sustainalytics jest zdania, że Ramy Zielonego Finansowania PORR są wiarygodne i dostosowane do czterech podstawowych składowych Zasad Zielonych Obligacji 2018, tj. wykorzystanie środków; ocena i wybór projektów; zarządzanie środkami z emisji i raportowanie.

Sustainalytics podkreślał, że w swojej strategii zrównoważonego rozwoju PORR wyznaczył cele środowiskowe, a mianowicie ograniczenie zużycie energii pierwotnej i emisji gazów cieplarnianych o co najmniej 1,5% rocznie. Biorąc pod uwagę ślad węglowy i energetyczną intensywność sektora, Sustainalytics wskazuje, że zakres i głębokość celów klimatycznych PORR są zgodne z działaniami podejmowanymi przez inne wiodące europejskie korporacje z branży budowlanej. Konkludując, Sustainalytics wyraża opinię, że PORR wykazuje silne zaangażowanie i wysiłki na rzecz osadzenia praktyki zrównoważonego rozwoju w swoich podstawowych działaniach. Biorąc pod uwagę osiągnięcia firmy w zakresie zrównoważonego rozwoju, jej cele dostosowane do aktualnych trendów branżowych, a także rozwijających się inicjatyw w zakresie zrównoważonego rozwoju, takich jak recykling asfaltu, Sustainalytics uważa, że PORR jest dobrze przygotowana do emisji Zielonych Obligacji, sięgania po zielone weksle i zielone pożyczki, a te formy finansowania pomogą firmie w realizacji strategii zrównoważonego rozwoju.

Wykorzystanie środków pochodzących z emisji

Wskazane w Ramach kategorie wykorzystania środków z emisji obligacji czy z zielonych weksli i zielonych pożyczek są zgodne z tymi wskazanymi w GBP

⁶⁰ Sustainalytics, *Second-Party Opinion: PORR Green Finance Framework*.

ICMA i GBL ICMA. Kategorie te to:

- zielone budynki oraz
- zapobieganie powstawania zanieczyszczeń i ich kontrola.

Sustainalytics uważa, że zielone finansowanie przyczyni się do zwiększonego recyklingu materiałów i redukcji emisji gazów cieplarnianych, a także osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju ONZ 7, 9, 11 i 12 (7 – Zapewnić wszystkim dostęp do źródeł stabilnej, zrównoważonej i nowoczesnej energii po przystępnej cenie; 9 – Budować stabilną infrastrukturę, promować zrównoważone uprzemysłowienie oraz wspierać innowacyjność; 11 – Uczynić miasta i osiedla ludzkie bezpiecznymi, stabilnymi, zrównoważonymi oraz sprzyjającymi włączeniu społecznemu; 12 – Zapewnić wzorce zrównoważonej konsumpcji i produkcji).

PORR podejmuje indywidualne inwestycje mające na celu poprawę efektywności środowiskowej swoich obiektów w kategorii Zielone Budynki, w tym poprzez systemy odzysku i odprowadzania wody deszczowej, pompy ciepła, magazynowanie energii, efektywne oświetlenie, monitorowanie energii, środki w zakresie efektywności energetycznej, energia odnawialna, koszty wytwarzania oraz badań i rozwoju w celu opracowania bardziej zrównoważonych materiałów budowlanych.

Wewnętrzny proces ocen i wyboru projektów

W PORR funkcjonuje Komitet Zielonych Finansów, w którego skład wchodzi członkowie odpowiedzialni za Społeczną Odpowiedzialność Biznesu, ryzyko, księgowość, relacje inwestorskie. Komitet odpowiada za selekcję i ocenę projektów, zapewnienie, że projekt odpowiada zasadom zrównoważonego rozwoju.

Zarządzanie środkami z emisji

PORR posiada systemy śledzenia wykorzystania zielonych przychodów za pomocą swojego systemu księgowego. Nieprzydzielone środki zostaną alokowa-

ne w portfelu płynności skarbowej PORR (w gotówce lub jej ekwiwalencie, np. funduszu rynku pieniężnego).

Raportowanie

Firma zobowiązuje się do corocznego ogłaszania alokacji zielonych środków finansowych z podziałem na kategorie, na istniejące i nowe projekty oraz wskazania kwoty nieprzydzielonej. Raporty będą dostępne na stronach internetowych w ujęciu rocznym aż do wyczerpania tych środków.

Ocena szczegółowa

Sustainalytics zwraca uwagę na następujące środki i aspekty, które przyczyniają się do łagodzenia ryzyk środowiskowych i społecznych związanych z wykorzystaniem środków z emisji:

- Przepisy dotyczące przeprowadzania ocen oddziaływania na środowisko oraz zdrowia pracowników, wymagające akceptowania ocen oddziaływania na środowisko. Oceny te obejmują takie obszary jak unieszkodliwiania odpadów, wpływ na ludzi, florę, faunę i powietrze, wodę, klimat i jakość gleby. Przepisy te są podobne w krajach działalności PORR (Austria, Niemcy, Polska, Czechy).
- Wszystkie operacje PORR posiadają międzynarodowe certyfikaty w zakresie ochrony środowiska oraz zdrowia, takie jak ISO 14001: 2015 – System zarządzania środowiskowego i OHSAS 18001: 2007 – system zarządzania bezpieczeństwem i higieną pracy. Posiadanie zewnętrznych certyfikatów daje dodatkowe zapewnienie, że operacje są zgodne z rygorystycznymi wymogami w zakresie ochrony środowiska i zdrowia społecznego oraz procesy i procedury bezpieczeństwa.
- Regularne szkolenia z zakresu BHP.
- Deklaracja, że środki z emisji Zielonych Obligacji zostaną przeznaczone na sfinansowanie zakupu, budowy i lub renowację budynków komercyjnych certyfikowanych zgodnie z LEED, BREEAM i DGNB Green Building⁶¹.

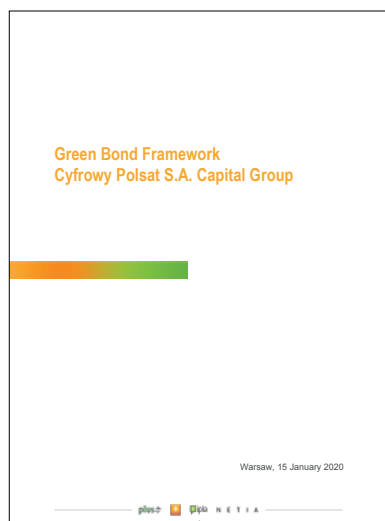
⁶¹ Międzynarodowych systemów certyfikacji budynków.

- Firma ma silny nadzór zarządczy nad procesami związanymi z budowaniem i gospodarką odpadami.

Po uzyskaniu pozytywnej opinii

PORR po 2019 r., kiedy uzyskał pozytywną opinię od Sustainalitics, wyemitował nową obligację hybrydową w wysokości 150 mln euro, która została przydzielona austriackim i międzynarodowym inwestorom instytucjonalnym. Emisja była znacznie nadsubskrybowana, a oprocentowanie zostało ustalone na poziomie 5,375% na dolnej granicy przedziału cenowego. Nowa obligacja hybrydowa ma nieograniczony termin zapadalności z możliwością wcześniejszego wykupu przez emitenta po pięciu latach. Nie jest to jednak Zielona Obligacja, a emisja została przeprowadzona w podobnym trybie jak poprzednie emisje PORR w 2017 r. czy 2014 r. Należy podkreślić, że uzyskana Druga Opinia Zewnętrzna nadal jest ważna i PORR może sięgać po zielone pożyczki czy weksle albo emitować Zielone Obligacje na podstawie Ram z 2018 r. i powoływać się na pozytywną opinię Sustainalitics.

4. Cyfrowy Polsat S.A. – pierwsza emisja Zielonych Obligacji korporacyjnych w Polsce



Grupa Cyfrowy Polsat S.A. jest od wielu lat dobrze rozpoznawalną korporacją w Polsce z obszaru telekomunikacji, nowych technologii i mediów. W skład tej grupy wchodzi m.in. takie podmioty jak Polkomtel, Netia, Interia i Cyfrowy Polsat. Cyfrowy Polsat S.A. jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od 6 maja 2008 r.

Emisja

Emisję Zielonych Obligacji Cyfrowy Polsat S.A. przeprowadzono w styczniu 2020 r. Również w styczniu 2020 r. zostały oprar-

cowane Ramy Zielonych Obligacji Grupy Cyfrowy Polsat S.A., czyli Green Bond Framework Cyfrowy Polsat S.A. Capital Group. Ramy te uzyskały pozytywną Drugą Opinię Zewnętrzną od firmy Sustanalitics⁶².

Celem emisji było „refinansowanie poniesionych przez Emitenta i spółki zależne Emitenta w latach 2017–2019 kosztów związanych z ich poprawą efektywności energetycznej i obniżeniem wykorzystania ilości komponentów elektro- nicznych, a w efekcie redukcją śladu węglowego”⁶³.

Organizatorem emisji był Dom Maklerski Trigon, a współorganizatorami BNP Paribas, Santander oraz Erste Securitiz Polska. Emisja została zamknięta 31 stycznia 2020 r., a obligacje zostały zapisane po raz pierwszy na rachunkach papierów wartościowych inwestorów w dniu 14 lutego 2020 r. W ramach przeprowadzonej subskrypcji obligacje przydzielono 69 podmiotom. Oferta publiczna obligacji została skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych. Obligacje zostaną wykupione przez Emitenta w dniu 12 lutego 2027 r. lub w dniu przedterminowego wykupu. Obligacje nie zostały zabezpieczone.

Obligacje są notowane na Catalyst (alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez GPW). Samym obligacjom nie został przyznany żaden rating. Natomiast Grupa Cyfrowy Polsat S.A. w momencie emisji Zielonych Obligacji miała następujące ratingi:

- Ba1, stabilny przyznany przez agencję ratingową Moody’s Investors Service;
- BB+, pozytywny przyznany przez agencję ratingową S&P Global Ratings⁶⁴.

Ramy Zielonego Finansowania Grupy Cyfrowy Polsat

Sustanalitics potwierdził, że Ramy spełniają wymagania Międzynarodowego Stowarzyszenia Rynku Kapitałowego związane z emisją Zielonych Obligacji 2018, czyli są zgodne z GBP ICMA 2018.

⁶² Sustanalitics, *Second-Party Opinion, Cyfrowy Polsat Group Green Bond Framework*.

⁶³ Por. <https://grupapolsat.pl/pl/relacje-inwestorskie/obligacje>

⁶⁴ Por. Cyfrowy Polsat, *Nota Informacyjna obligacje serii C o łącznej wartości nominalnej do 1.000.000.000 PLN*.

Ramy Zielonych Obligacji Grupy Cyfrowy Polsat S.A. podkreślają, że emisja Zielonych obligacji jest spójna ze strategią firmy. Wskazują na to np. poniższe cytaty z Ram:

„Jako największa grupa TMT w Polsce jesteśmy świadomi wpływu, jaki nasza działalność i działalność wywierają na społeczności lokalne, społeczeństwo i środowisko. Zdajemy sobie również sprawę z potencjału, jaki posiadamy, aby kształcić i promować zrównoważone podejście do produkcji i konsumpcji. Dlatego też jesteśmy zobowiązani do oferowania naszym klientom najnowocześniejszych połączeń i usług cyfrowych oraz rozwiązań technologicznych w sposób, który przyczynia się do zrównoważonego rozwoju społecznego i środowiskowego. (...) Nasza strategia koncentruje się na dostarczaniu treści, łączności i usług cyfrowych dla wszystkich na całym świecie. Wierzymy, że dzisiejsze przejście na bardziej zaawansowane, wydajne i ekologiczne technologie przyniesie jutro namacalne korzyści społeczne i środowiskowe”. Należy dodać, że Grupa przyjęła cele środowiskowe jeszcze w 2014 r.

Wykorzystanie środków pochodzących z emisji

Ramy przewidują wykorzystania środków na następujące kategorie:

(i) efektywność energetyczna, (ii) energia odnawialna, (iii) produkty, technologie i procesy produkcji wydajne ekologicznie i/lub dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym, (iv) zapobieganie zanieczyszczeniom i ich kontrola oraz (v) zielone budynki.

Przykładowo kategoria „efektywność energetyczna” obejmować może następujące inwestycje w sieci komórkowe⁶⁵:

- przebrojenie pasma częstotliwości 900 MHz z 2/3G na 4G LTE Advanced; rozbudowa, a tam gdzie to konieczne, modernizacja i modernizacja sieci komórkowej w oparciu o najnowsze technologie komunikacyjne, co ostatecznie doprowadzi do wyłączenia starych energochłonnych technologii, takich jak 2G i/lub 3G;

⁶⁵ Green Bond Framework Cyfrowy Polsat S.A. Capital Group, str.5.

- konsolidacja i/lub optymalizacja witryn technicznych lub innej infrastruktury sieciowej w celu dalszego zmniejszenia naszego ogólnego fizycznego zasięgu sieci;
- inwestycje mające na celu zwiększenie przepustowości sieci przesyłowej, a tym samym przyczynienie się do zwiększenia wydajności sieci; wdrażanie systemów *free cooling*, optymalizacja chłodzenia, modernizacja mocy, inteligentne zarządzanie, inteligentne oświetlenie czy optymalizacja magazynowania energii;
- wdrożenie automatyzacji procesów utrzymania sieci.

Natomiast do kategorii zielone budynki zaliczone mogą być następujące działania:

Rozwój, zakup, leasing i/lub renowacja nieruchomości, które posiadają lub otrzymają certyfikację na etapie projektowania, certyfikację pokonstrucyjną i/lub certyfikację użytkowania w dowolnym z następujących programów certyfikacji budynków na określonym lub wyższym poziomie:

- BREEAM „Excellent”
- LEED „Gold”
- uznane normy krajowe i/lub międzynarodowe o równoważnym zakresie i poziomie.

Ocena i wybór projektów

W celu wyboru projektów do finansowania ze środków z emisji Zielonych Obligacji w ramach Grupy Cyfrowy Polsat został powołany specjalny Komitet Zielonych Obligacji. Jest on odpowiedzialny za proces wyboru i oceny projektów, a w jego skład wchodzi przedstawiciele różnych departamentów firm, takich jak administracja, technologia, produkcja, kontrola, finanse i relacje inwestorskie.

Zarządzanie środkami pochodzącymi z emisji

Dział Finansowy Grupy Cyfrowy Polsat będzie zarządzał przychodami z emisji i monitorował alokacje za pomocą wewnętrznego systemu księgowości i zarządzania finansami. Grupa będzie korzystać również z wewnętrznych sys-

temów budżetowania, kontroli i/lub księgowości w celu określenia kosztów kwalifikowalnych Zielonych Projektów.

Raportowanie

Zgodnie z Ramami Grupa Cyfrowy Polsat będzie informować o alokacji środków i wpływu na środowisko. Raportowanie będzie obejmować:

- listę zagregowanych danych o zakwalifikowanych projektach i przydzielonych kwotach finansowanych z emisji Zielonych Obligacji,
- środki z emisji obligacji alokowane według jednej z pięciu kategorii kwalifikowalności.

W zakresie raportowania wpływu Grupa zamierza przedstawić dane dotyczące oddziaływania na środowisko przez zakwalifikowane projekty, przedstawiając różne wskaźniki, takie jak:

- oczekiwana oszczędność energii,
- szacunkowe uniknięte/zredukowane emisje gazów cieplarnianych,
- wytworzona lub zakupiona energia odnawialna oraz rodzaje i poziomy certyfikacji nieruchomości.

Raport również obejmować ma studia przypadków, które podkreślają pozytywny jakościowy wpływ na środowisko i społeczeństwo. Sustainalytics w swojej opinii zwrócił uwagę, że w momencie emisji Grupa nie ma ustalonych celów ilościowych związanych z oddziaływaniem na środowisko i zachęca Grupę do ich rozwijania w przyszłości.

Tabela: Pierwsza emisja Zielonych Obligacji korporacyjnych w Polsce – Cyfrowy Polsat S.A.

Emisja	Cyfrowy Polsat S.A.	Uwagi
Wielkość	1 mld PLN	
Data emisji	14 lutego 2020 r.	
Zapadalność	12 lutego 2027 r.	

Branża	Media, telekomunikacja	
Typy inwestycji finansowanych lub refinansowanych	(i) Efektywność energetyczna, (ii) Energia odnawialna, (iii) Produkty, technologie i procesy produkcji wydajne ekologicznie i/lub dostosowane do gospodarki o obiegu zamkniętym, (iv) Zapobieganie zanieczyszczeniom i ich kontrola oraz (v) Zielone budynki	Szczegółowe wymagania dotyczące typów projektów opisane są w Ramach
Druga Opinia Zewnętrzna	Sustanalitics	
Organizator i współorganizatorzy emisji	DM Trigon i Santander, PNB Paribas, Erste Securities Polska	
Rating	Moody's Ba1, Standard & Poors BB+	
Oprocentowanie	Zmienne w oparciu o WIBOR 6M	

Źródło: <https://grupapolsat.pl/en/investor-relations>.

5. Kommuninvest – emisja Zielonych Obligacji stowarzyszenia gmin i hrabstw szwedzkich



Powstały w 1986 r. Kommuninvest jest dobrowolnym stowarzyszeniem gmin i hrabstw w Szwecji. Należy do niego większość samorządów. Obecnie 277 gmin i 11 hrabstw (powiatów) to członkowie Kommuninvest (z 310 samorządów funkcjonujących w tym kraju). Celem działania Kommuninvest jest m.in. zapewnienie finansowania działań swoich członków.

Inauguracyjna emisja Zielonych Obligacji Kommuninvest nominowana w dolarach amerykańskich została zamknięta w marcu 2016 r. Transakcja o symbolu RegS /144A miała wartość 600 mln USD. W październiku 2016 r. pierwsza emisja Zielonych Obligacji w SEK o wartości 5 mld SEK została przeprowadzona i objęta przez inwestorów. Wcześniej, w styczniu 2016 r. przyjęto Ramy Zielonych Obligacji Kommuninvest, po czym uzyskano ocenę zewnętrzną tych Ram – Drugą Opinię Zewnętrzną, którą przedstawił Cicero.

Tak jak inne obligacje Kommuninvest są one gwarantowane przez członków Kommuninvest Cooperative Society i uzyskały najwyższy rating, potrójne A od agencji ratingowych.

Banki centralne i instytucje oficjalne objęły 37% wartości emisji, zarządzający aktywami 29%, banki 19%, fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe 12%, a 3% trafiło do pozostałych inwestorów. Podział geograficzny inwestorów był bardzo dobrze zróżnicowany globalnie, z 30% udziałem inwestorów amerykańskich, 26% inwestorów skandynawskich, 24% inwestorów z Bliskiego Wschodu i Afryki, 13% pozostałych inwestorów europejskich oraz 7% z udziałem inwestorów azjatyckich.

Środki z emisji Zielonych Obligacji Kommuninvest zostały wykorzystane na udzielanie pożyczek do sfinansowania miejskich projektów inwestycyjnych, które są zgodne z ośmioma kategoriami projektów opisanymi w Ramach Zielonych Obligacji Kommuninvest.

Zielona pożyczka może zostać zatwierdzona i udzielona na sfinansowanie projektów inwestycyjnych szwedzkich władz lokalnych promujących przejście do bardziej zrównoważonego społeczeństwa. Kwalifikujące się kategorie projektów to m.in.:

- Energia odnawialna: wytwarzanie i dostarczanie energii odnawialnej – takiej jak wiatr, fala, energia słoneczna, wodna, geotermalna, bioenergia i biogaz z odpadów – lub konwersji od paliw kopalnych na energię odnawialną.
- Efektywność energetyczna: Efektywność energetyczna w systemach energetycznych – takich jak ogrzewanie miejskie /chłodzenie, odzysk i magazynowanie energii oraz inteligentne sieci.

- Zielone budynki. Mogą to być:
 - Nowe budynki o zużyciu energii co najmniej o 25% na metr kwadratowy niższe rocznie niż wymagane przez obowiązujące przepisy (szwedzkie przepisy budowlane) i najlepiej minimalny certyfikat: 1) złoty LEED, 2) BREEAM bardzo dobry, 3) Budynek ekologiczny (Miljöbyggnad srebrny), 4) Svanen, 5) Zielony budynek UE lub 6) Feby-12 (budynek minienergetyczny).
 - Środki efektywności energetycznej w istniejących budynkach, a więc działania wiodące do co najmniej 25% mniejszego zużycia energii.
 - Istotna renowacja budynków prowadząca do zmniejszenia zużycia energii na metr kwadratowy rocznie o co najmniej 35% lub zgodnie z obowiązującymi przepisami dotyczącymi nowych budynków (Szwedzkie przepisy budowlane – BBR 21).

W momencie pierwszej emisji Zielonych Obligacji Kommuninvest miał już na swoich księgach zgromadzone zielone pożyczki o wartości 1,1 mld USD. Było to 25 inwestycyjnych projektów w 18 gminach. Przeważały projekty OZE – 67% i zielone budynki 27%.

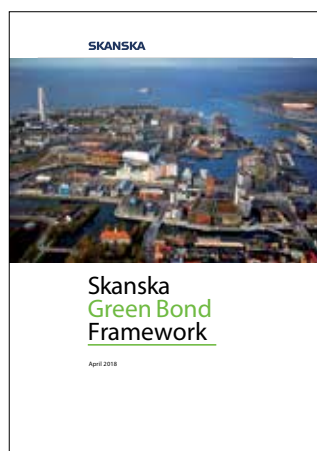
Tabela: Pierwsza emisja Zielonych Obligacji Kommuninvest - podsumowanie

Emisja	Kommuninvest	Uwagi
Wielkość	USD 600 mln	Zamówienia sięgały 900 mln USD; Dalsze emisje były zarówno w USD, jak i SEK
Data emisji	22.03.2016	Inne emisje miały podobne zapadalności
Zapadalność	23.04.2019	
Branża	samorząd	
Typy inwestycji finansowanych	OZE, zielone budynki, transport publiczny, gospodarka odpadami, efektywność energetyczna, zarządzanie wodą, adaptacja do zmian klimatu	Szczegółowe wymagania dotyczące typów projektów opisane są w Ramach

Przykłady emisji Zielonych Obligacji

Druga Opinia Zewnętrzna	Cicero	
Organizator emisji	BofA Merrill Lynch, CA CIB i SEB	Następne emisje miały organizatorów, głównie szwedzkich
Rating	Aaa Moody's, AAA S&P	
Inwestorzy	USA 30%; kraje nordyckie 26%; pozostałe kraje Europy 13%; bliski wschód i Afryka 24%, Azja 7% Banki centralne i oficjalne instytucje 37%; zarządzający aktywami 29%, banki 19%, fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe 12%, inni 3%	Następne emisje w SEK były obejmowane w znacznie większym stopniu przez szwedzkich inwestorów
Efekt CO2 (wg typów projektów)	OZE: 375 tys. t, Zielone budynki 2 tys. t, Efektywność energetyczna 21,5 tys. t,	

Źródło: GlZ (2018), *Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies*.



6. Skanska AB – lider zrównoważonego rozwoju w budownictwie

Skanska to jedna z głównych na świecie grup dewelopersko-budowlanych, skoncentrowana na wybranych rynkach macierzystych w krajach skandynawskich (głównie w Szwecji i Norwegii), innych krajach europejskich (m.in. w Polsce) i Ameryce Północnej (głównie w Stanach Zjednoczonych). W 2017 r. Grupa zatrudniała 40 760 pracowników. Skanska była pierwszą firmą w branży, która wdrożyła standardy ISO 14000 na całym świecie, a wszystkie jej jednost-

ki biznesowe otrzymały certyfikat ISO 14001 od 2000 r. Financial Times określił w 2014 r. Skanska jako „najbardziej ekologicznego wykonawcę na świecie”⁶⁶.

Program zrównoważonego rozwoju Skanska obejmuje pięć głównych obszarów: bezpieczeństwo, etykę, ekologię, inwestycje społeczne oraz różnorodność i integrację. W 2017 r. Skanska zatwierdziła nową zieloną strategię. Ta strategia koncentruje się na ekologii, niskoemisyjnych lub zeroemisyjnych rozwiązaniach, które wspierają ambicje redukcji emisji dwutlenku węgla wielu klientów i społeczeństwa. Akcje Skanska AB są notowane na NASDAQ Stockholm. Na koniec pierwszego kwartału 2018 r. zadłużenie główne Skanska wyniosło 3,6 mld SEK, z czego około 70% stanowiło finansowanie zielone, w tym Zielone Obligacje.

Ramy Zielonych Obligacji Skanska

Skanska przedstawiła Green Bonds Framework Skanska w kwietniu 2018 r.⁶⁷. Cicero⁶⁸ wydało pozytywną opinię Ramom, przyznając im ocenę „Medium Green”, która oznacza, że finansowane projekty i rozwiązania stanowią pożądane kroki w kierunku długoterminowej wizji, np. zeroemisyjności, ale jej nie zapewniają. Oczywiście opracowane Ramy uwzględniły Zasady Zielonych Obligacji ICMA. SEB był doradcą Skanska przy opracowaniu Green Bond Framework Skanska.

Emisja

Obligacje wyemitowane pod koniec maja 2018 r. zostały podzielone na dwie równe transze po 500 mln SEK każda z okresem zapadalności odpowiednio 2,5 i 5 lat. Emisja Zielonych Obligacji z maja 2018 r. była kolejną taką emisją Skanska, po naszej pierwszej emisji w kwietniu 2014 r. Transakcja wzbudziła duże zainteresowanie inwestorów, przyciągając oferty na ponad 3 mld SEK. Inwestorami w Zielone Obligacje byli: Alfred Berg Kapitalförvaltning, Carnegie Fonder, Kammarkollegiet, Nordea Investment Management, Storebrand/SPP Asset Management, Swedbank Robur i Öhman fonder. Obligacje są notowane na rynku obligacji zrównoważonych Nasdaq.

⁶⁶ Andy Sharman, *How Skanska aims to become the world's greenest construction company*, *Financial Times*, 23 marca 2014.

⁶⁷ Skanska, *Green Bond Framework*, kwiecień 2018.

⁶⁸ Cicero, *'Second Opinion' on Skanska's Green Bond Framework*, marzec 2018.

Selekcja projektów

Projekty kwalifikujące się oznaczają wybraną pulę projektów finansowanych w całości lub w części, które promują przejście na niskoemisyjny i odporny na zmianę klimatu wzrost zgodnie z Ramami Skanska. Kwalifikujące się projekty mają na celu łagodzenie zmian klimatu i obejmują zrównoważone budownictwo, które spełnia następujące kryteria:

- Certyfikowane nieruchomości komercyjne i/lub nieruchomości komercyjne w budowie muszą posiadać certyfikat, zgodnie z
 - LEED (minimalny certyfikat „złoty”) lub
 - BREEAM International (minimalny certyfikat „bardzo dobry”),
 - DGNB (minimalny certyfikat „złoty”), Dania
- Nieruchomości mieszkalne w budowie muszą posiadać certyfikaty zgodne z
 - Nordic Label (Svanen)
 - DGNB (minimalny certyfikat „złoty”), Dania

Początkowo obligacje miały sfinansować cztery projekty komercyjne, z których każdy miał uzyskać najwyższy poziom – Platinum – międzynarodowego zielonego certyfikatu LEED (*Leadership in Energy & Environmental Design*). Zgodnie z raportem rocznym z 2019 r.⁶⁹, trzy komercyjne projekty były finansowane ze środków z emisji Zielonych Obligacji. Miały one certyfikat Platinum lub Gold wg LEED. Były to: 2+U, Seattle, USA; Epic, Malmö, Szwecja; oraz Centrum Południe 2, Warszawa, Polska.

Proces wyboru projektów i rola Komitetu ds. Zielonych Obligacji

Skanska Financial Services wybiera kwalifikujące się projekty wraz z odpowiednimi deweloperami. Portfel kwalifikujących się projektów jest przeglądany i aktualizowany co pół roku lub w razie potrzeby, gdy emitowana jest nowa obligacja.

Komitet składający się z przedstawicieli kierownictwa Grupy Skanska, Skanska AB Dział Green & Community Investment, jednostek deweloperskich i Skanska

⁶⁹ Skanska, *Annual and Sustainability Report 2019*, str. 11.

Financial Services co pół roku lub w razie potrzeby zmiany w portfelu projektów przegląda wybrane kwalifikujące się projekty, aby zapewnić, że wybrane projekty spełniają kryteria kwalifikowalności na podstawie Ram. Jeśli projekty są zgodne, Komitet ds. Zielonych Obligacji, któremu przewodniczy SVP Skanska AB Green & Community Investment, wyda zgodę na wpisanie ich na listę projektów finansowanych ze środków z Zielonych Obligacji.

Zgodnie z Ramami Skanska zaangażuje niezależnego weryfikatora do oceny wyboru zakwalifikowanych aktywów pod kątem ich zgodności z Ramami Zielonych Obligacji Skanska.

Raportowanie wpływu

Skanska będzie corocznie raportować o oddziaływaniu swoich aktywów na środowisko. Raportowanie wpływu zostanie przeanalizowane i zatwierdzone przez Komitet Zielonych Obligacji.

Ten raportowany wpływ jest wpływem szacunkowym w związku z tym, że Skanska jest deweloperem i w momencie zbycia projektu nie ma możliwości śledzenia rzeczywistych efektów. Według Ram szacunki zostaną przeprowadzone zgodnie z prawem i według wiarygodnych standardów i procesów.

Tabela:

Emisja Zielonych Obligacji korporacyjnych Skanska 2018

Emisja	Skanska AB	Uwagi
Wielkość	1 mld SEK	
Data emisji	Maj 2018 r.	Pierwsza emisja Zielonych Obligacji Skanska odbyła się w kwietniu 2014r.
Tenory	2,5 i 5 lat	Zapadalności po 500 mln SEK dla każdej transzy
Branża	Budownictwo	

Przykłady emisji Zielonych Obligacji

Typy inwestycji finansowanych lub refinansowanych	(i) Certyfikowane nieruchomości komercyjne i/lub nieruchomości komercyjne w budowie (ii) Certyfikowane nieruchomości mieszkalne w budowie	Szczegółowe wymagania dotyczące typów projektów opisane są w Ramach
Druga Opinia Zewnętrzna	Cicero	
Organizator emisji	Svenska Handelsbanken i Swedbank	
Rating	Nie posiada ratingu	

Źródło: <https://group.skanska.com/investors/>

7. Polskie Zielone Obligacje skarbowe

Polska (a dokładniej – Skarb Państwa) była pierwszym na świecie emitentem Zielonych Obligacji skarbowych i zainaugurowała powstanie prężnie rozwijającego się rynku dla tego typu „zielonych” instrumentów. Pierwsza emisja polskich Zielonych Obligacji skarbowych została przeprowadzona 20 grudnia 2016 r. i do tej pory doszło łącznie do czterech emisji.

Pierwsza emisja zakończyła się bardzo dużym sukcesem i z uwagi na znaczące zainteresowanie inwestorów (ponaddwukrotnie przekraczające wartość emisji) ostatecznie doszło do podwyższenia łącznej wartości wyemitowanych obligacji z 500 mln euro do 750 mln euro. Okres zapadalności wyniósł 5 lat przy rocznym kuponie 0,5% i rentowności 0,634%. Portfolio inwestorów było bardzo zróżnicowane zarówno pod kątem geograficznym, jak i instytucjonalnym, przy czym najwięcej inwestorów pochodziło z obszaru Niemiec i Austrii. Zielone Obligacje są notowane na giełdzie papierów wartościowych w Luksemburgu na specjalnej platformie Luxembourg Green Exchange⁷⁰.

⁷⁰ <http://pubdocs.worldbank.org/en/893761541540770521/BS-5-R-Zima-Sovereign-Green-Bonds-in-Poland.pdf>

Kolejne emisje Zielonych Obligacji skarbowych (jedna emisja w lutym 2018 r. i dwie w lutym 2019 r.) charakteryzowały się dłuższym okresem zapadalności wynoszącym od 8 do 30 lat i co do zasady wyższą wartością poszczególnych emisji (maksymalnie do 1,5 mld euro).

Środki z emisji Zielonych Obligacji skarbowych zostały wykorzystane na projekty związane ze zrównoważonym rolnictwem, niskoemisyjnym transportem czy odnawialnymi źródłami energii. Przeznaczeniem środków pozyskanych z emisji było również sfinansowanie realizacji kluczowych celów środowiskowych opisanych m.in. w „Krajowym Planie Działania w zakresie energii ze źródeł odnawialnych” czy w „Krajowym Programie Zwiększania Lesistości”. Metoda wydatkowania środków była spójna z rolą Skarbu Państwa w stymulowaniu rozwoju rynku zielonego finansowania i polegała przede wszystkim na udzielaniu finansowania pośredniego lub wsparciu w formie dotacji, a nie bezpośrednim finansowaniu projektów środowiskowych.

Przed pierwszą emisją Skarb Państwa przedstawił stosowne Green Bond Framework zgodne z ICMA Green Bond Principles wydanymi w czerwcu 2016 r. Dokument ten określał odpowiednio zasady wykorzystania środków, proces oceny i selekcji projektów, sposób zarządzania środkami (ze wskazaniem, że środki z emisji mają być gromadzone na specjalnie wyodrębnionym rachunku) i metody raportowania.

Polski Green Bond Framework został 5 grudnia 2016 r. pozytywnie zaopiniowany w ramach tzw. *second-party opinion* czyli Drugiej opinii zewnętrznej przez Sustainalytics⁷¹ jako „przyczyniający się do osiągnięcia polskich i europejskich celów w zakresie ograniczenia emisji gazów cieplarnianych”. Ponadto w czerwcu 2018 r. Agencja ratingowa Moody’s Investors Service przyznała polskim Zielonym Obligacjom (tj. emisji z 2016 r. i 2018 r.) drugą najwyższą możliwą ocenę na poziomie GB2 (*very good*)⁷².

⁷¹ Sustainalytics, *Second-party opinion on State Treasury of the Republic of Poland represented by the Minister of Development and Finance Green Bond Framework*, 5 grudnia 2016 r., źródło: https://www.sustainalytics.com/sites/default/files/green_bond_opinion_poland.pdf

	Pierwsza emisja (2016 r.)	Druga emisja (2018 r.)	Trzecia emisja (2019 r.)	Czwarta emisja (2019 r.)
Emitent	Skarb Państwa			
Branża	Sektor rządowy			
Wielkość	750 mln euro	1 mld euro	1.5 mld euro	500 mln euro
Data emisji	20 grudnia 2016 r.	7 lutego 2018 r.	28 lutego 2019 r.	
Zapadalność (tenor)	5 lat	8 lat	10 lat	30 lat
Typy inwestycji (re)finansowanych	Projekty związane ze zrównoważonym rolnictwem, niskoemisyjnym transportem czy odnawialnymi źródłami energii			
Second-party opinion	Sustainalytics			
Rating	Moody's Investors Service		brak	



8. Zielone listy zastawne – PKO BH

PKO Bank Hipoteczny S.A. („PKO BH”) specjalizuje się w emisji listów zastawnych, które mają stanowić główne źródło środków pozwalających na oferowanie produktów kredytowych w zakresie finansowania nieruchomości. Listy zastawne są rodzajem obligacji zabezpieczonych wierzytelnościami z kredytów hipotecznych, co sprawia, że są instrumentem wiążącym się z niskim ryzykiem dla inwestorów. Biorąc pod uwagę sumę aktywów (27,3 mld PLN) oraz wielkość portfela kredytów hipotecznych (25,8 mld PLN) PKO BH był w 2019 r. największym spośród ist-

⁷² https://www.moody's.com/research/Moodys-Investors-Service-Assigns-GB2-Very-Good-Green-Bond-Assessments--PR_383587

niejących w Polsce banków hipotecznych.

Pierwsza w Polsce emisja zielonych listów zastawnych została sfinalizowana przez PKO BH 10 czerwca 2019 r., a 2 grudnia 2019 r. doszło do kolejnej emisji. Każdorazowo łączna wartość obligacji wyniosła 250 mln PLN przy pięcioletniej zapadalności instrumentu. Listy zastawne są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz na rynku regulowanym BondSpot.

W czerwcu 2019 r. opublikowany został Green Covered Bond Framework⁷³, który przygotowano na podstawie o ICMA Green Bond Principles w wydaniu z 2018 r. 4 czerwca 2019 r. pozytywną Drugą opinię zewnętrzną (tzw. *second-party opinion*) na temat Green Covered Bond Framework wydał niezależny doradca Sustainalytics⁷⁴. W celu opracowania metodologii doboru finansowanych projektów, która byłaby zgodna z opracowanymi przez Climate Bonds Initiative wytycznymi „Residential Property Climate Bonds – Low Carbon Buildings”, PKO BH zaangażował dodatkowo doradcę Drees & Sommer. Dzięki temu możliwe było otrzymanie certyfikacji Climate Bonds Initiative przyznawanej obligacjom spełniającym najwyższe standardy w zakresie pozytywnego wpływu na środowisko.

Struktura emisji zielonych listów zastawnych była zbliżona do standardowej emisji tego typu papierów, przy czym środki pozyskane z emisji miały posłużyć na finansowanie oraz refinansowanie inwestycji w energooszczędne budownictwo mieszkaniowe. Przyjęto przy tym rygorystyczne kryteria, których spełnienie warunkuje możliwość wykorzystania środków z emisji. Zgodnie z nimi, możliwe jest (re)finansowanie wyłącznie nowych lub istniejących inwestycji charakteryzujących się niskim zużyciem energii albo modernizacji budynków celem zwiększenia efektywności energetycznej i obniżenia emisji.

PKO BH otrzymał nagrodę Environmental Finance Bond Awards 2020 w kategorii „Green Bond of the Year 2019”.

⁷³ https://www.pkobh.pl/media_files/990a4a78-d1b4-4c85-b02f-8c51024e1204.pdf

⁷⁴ https://www.pkobh.pl/media_files/8e9ea805-381d-4af2-a8e7-41c18758972d.pdf

Przykłady emisji Zielonych Obligacji

	Pierwsza emisja (czerwiec 2019 r.)	Druga emisja (grudzień 2019 r.)
Emitent	PKO Bank Hipoteczny S.A.	
Branża	instytucje finansowe	
Wielkość	250 mln euro	
Data emisji	10 czerwca 2019 r.	2 grudnia 2019 r.
Zapadalność (tenor)	ok. 5 lat	
Typy inwestycji (re)finansowanych	energooszczędne i niskoemisyjne budownictwo mieszkaniowe	
Second-party opinion	Sustainalytics	Sustainalytics
Rating	Moody's Investors Service	Moody's Investors Service

BIBLIOGRAFIA

Agence France Trésor (2018) Oat Verte - Rapport d'allocation et de Performance 2017

Anglian Water Green Bond Framework, Lipiec 2017

The ASEAN Capital Markets Forum,
ASEAN Green Bond Standards,
(<https://www.theacmf.org/initiatives/sustainable-finance/asean-green-bond-standards>, dostęp: 14.08.2020)

Bank for International Settlements (2019):
"The BIS's support of green finance",
Annual Report 2018/19, June, p 33

Bank of France (2018): "Responsible investment charter of the Banque de France"

BloombergNEF, New Energy Outlook 2019,
(dostęp: <https://about.bnef.com/new-energy-outlook/>)

Carney, M (2015): "Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability",
speech given at Lloyd's of London, 29 September

Catalyst (2011), Przewodnik dla Inwestorów - Obligacje na rynku Catalyst

Chiang J., Growing the US Green Bond Market: The Barriers and Challenges,
California State Treasurer, Sacramento 2017

CICERO, Shades of Green, www.cicero.green

Clifford Chance (2016), Green bonds - is green the new black?

Climate Bonds Initiative, (2019), Growing green bond markets: The development of taxonomies to identify green assets, March 2019

Climate Bond Initiative (2018): Green bond pricing in the primary market

Climate Bonds Initiative (2020),
Green bond pricing in the primary market: July - December 2019

Climate Bonds Initiative (2020), 2019 Green Bonds Market Summary
Dikau, S and U Volz (2019): "Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance",
University of London Department of Economics, Working Paper, no 222

Dmuchowski P. (2020), Zrównoważone finansowanie samorządów w Polsce – wyzwania i szanse, w: Zielone finanse w Polsce (red. L. Kotecki), 2020

Ehlers, T and F Packer (2017): "Green bond finance and certification",
BIS Quarterly Review, September, pp 89–104

Elsenhuber, U and A Skenderasi (2019): "ESG investing: how public investors can implement sustainable investing", mimeo.
Forthcoming in Proceedings of the 2018 Public Investors Conference

European Central Bank (2019): "Climate change and financial stability",
Financial Stability Review, May

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance,
Report on EU Green Bond Standard. Overview, 2019

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance,
Usability Guide, EU Green Bond Standard, Marzec 2020

Ingo Fender, Mike McMorrow, Vahe Sahakyan and Omar Zulaica, (2019).,
Green bonds: the reserve management perspective, BIS Quarterly Review,
September 2019

Flammer C. , Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy,
NBER Working Paper No. 25950, June 2019

GIZ, SEB (2018), Green Bonds – Ecosystem, Issuance, Process and Case Studies

Green and Sustainable Finance Cluster Germany (sierpień 2018),
Shaping the future – green and sustainable finance in Germany

Green Bond Framework. Cyfrowy Polsat S.A.
Capital Group, 15 stycznia 2020 r.

Green Investment Bank (2017), Green Investment Handbook.

HSBC (2019), HSBC Green Bonds Report

ICMA (June 2018) Green Bond Principles –
Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds

ICMA (2018) Niewiążące wytyczne dotyczące procesu
emisji Zielonych Obligacji 2018

ICMA (2019), Green Project Mapping, June 2019

ICMA, Handbook Harmonized Framework
for Impact Reporting, April 2020

ICMA, Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds
External Reviews,
czerwiec 2020 r.

IFC (2016), Mobilizing Private Climate Finance –
Green Bonds and Beyond,
EM Compasss, Note 25, December 2016

IFC (2018), Climate Investment Opportunities
in Cities – An IFC Analysis

IFC (2020) Emerging Market Green Bonds Report 2019

ING Bank Śląski – Biuro Analiz Makroekonomicznych (11.03.2020),
Green ING Monitor, Emisje długu zrównoważonego:
boom przed nami

Institute for Climate Economics, Green Bonds: Improving their contribution
to the low-carbon and climate resilient transition, Paris 2018

Institut für Ökonomie und Ökumene, Green bonds – What is inside
the black box with the green label?, Bonn 2015

Kamiński A. (2018), Ograniczenia restrukturyzacji
długu w samorządach.
Warszawa:Finanse Komunalne

Laskowska A., Conditions for the development
of the green bond market development,
„FINANSE Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN” 2018, 1(11)

Laskowska Anna, Zielone obligacje w Polsce – teoria i praktyka, w:
Zielone Finanse w Polsce, (red. L. Kotecki) 2020

Latin American Association of Development Financing Institutions, Green Bond Market: Who are Its Protagonists?, Economic Studies and Information Program, Peru 2019. Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association, Loan Syndications & Trading Association, Green Loan Principles, Maj 2020 (<https://www.lsta.org/content/green-loan-principles/>, dostęp: 14.08.2020)

mBank S.A. Group Green Bond Framework May 2020

Ministerstwo Finansów, Green Bond Framework, 2016 Ministry of Finance, Republic of Poland (2017), Green bond report on the use of proceeds

Ministry of Finance: Republic of Poland, Sovereign Green Bonds in Poland, Warsaw 2018

Ministry of Finance, Republic of Indonesia (February 2019), Green Sukuk Issuance - Allocation and Impact Report

Monnin, P (2018): "Integrating climate risks into credit risk assessment: current methodologies and the case of central banks corporate bond purchases", Council on Economic Policies, Discussion Note 2018/4

Moody's (2017) Green Bonds Assessment (GBA)

Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing and Bloomberg (2019) Sustainable Signals: Growth and Opportunity in Asset Management, (dostęp: https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/2415532_Sustainable_Signals_Asset_Manager_2019_L.pdf)

PRI, UNEP FI, UNCTD, UNGC, (2015), Private Sector Investment and Sustainable Development, Report

OECD/ICMA/CBI/GFC (2016), Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options, input report prepared for G20 GFSG

OECD (2017), Investing in Climate, Investing in Growth; Bloomberg, New Energy Finance (2015)

OECD/ICMA/CBI/GFC (2016), Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options, input report prepared for G20 GFSG.

PKO Bank Hipoteczny SA, Green Covered Bond Framework, Czerwiec 2019
PORR AG Green Finance Framework, 2018

S&P (2019) A Green Bond Evaluation Tool

Schoenmaker D., Schramade W., Principles of Sustainable Finance, Oxford University Press, Oxford 2019

SEG, (2014) Emisja obligacji - możliwość dywersyfikacji sposobu finansowania rozwoju firmy

Skanska Green Bond Framework, April 2018

Sustainalytics, (2016), Second-Party Opinion of Sustainalytics, State Treasury of The Republic of Poland Represented by the Minister of Development and Finance Green Bond Framework, Grudzień 2016

United Nations Sustainable Stock Exchanges (2019), How exchanges can embed sustainability within their operations – A blueprint to advance action

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538)

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jednolity Dz. U. z 2020 r. poz. 1208)

Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. z 2018 r. poz. 2243)

World Bank, What are green bonds? World Bank Group, Washington 2015

World Bank (2018) Green Bond proceeds management & reporting

Zerbib, O. D., "Is There a Green Bond Premium? The yield differential between green and conventional bonds", 2018

Zerbib, O. D., "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds", Journal of Banking and Finance, vol 98, pp 39–60., 2019

WYKAZ SKRÓTÓW

ABS (Asset-Backed Securities)	papiery wartościowe zabezpieczone aktywami
ACMF (ASEAN Capital Markets Forum)	Forum Rynków Kapitałowych ASEAN
ASEAN (Association of South-East Asian Nations)	Stowarzyszenie Narodów Azji Południowo-Wschodniej
ASEAN GBS (ASEAN Green Bonds Standards)	ASEAN Standard Zielonych Obligacji
CBI (Climate Bonds Initiative)	Inicjatywa Obligacji Klimatycznych
CBS (Climate Bonds Standard)	Standard Obligacji Klimatycznych
EBI (European Investment Bank)	
EBRD (European Bank of Reconstruction and Development)	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR)

ESG (Environment, Social, Governance)	czynniki, wymiar środowiskowy, społeczny i ładu korporacyjnego (np. w inwestowaniu)
ESMA (European Securities and Markets Authority)	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
EU GBS	Unijny Standard Zielonych Obligacji
EZŁ	Europejskim Zielonym Ładzie
GBP (Green Bond Principles)	Zasady Zielonych Obligacji
GLP (Green Loan Principles)	Zasady Zielonych Pożyczek
ICMA (International Capital Market Association)	Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego
MBS (Mortgage-Backed Securities)	papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką
MOP	Międzynarodowa Organizacja Pracy
OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development)	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
OTC (Over-The-Counter)	rynek pozagiełdowy
RIO	Regionalna Izba Obrachunkowa
SRI (Socially Responsible Investment)	inwestycja odpowiedzialna społecznie
TCS (Technical Screening Criteria)	Techniczne Kryteria Kontroli (Taksonomii UE)
TEG (Technical Expert Group on Sustainable Finance)	Grupa Ekspertów Technicznych UE powołana w sprawie zrównoważonego finansowania
UE	Unia Europejska
UNFCCC (United Nations Framework Convention on Climate Change)	Ramowa Konwencja Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu

SŁOWNICZEK

Zielona Obligacja – obligacja, środki z emisji której w całości finansują aktywa (finansowe lub materialne) lub projekty inwestycyjne korzystne dla środowiska i zgodne z zasadami określonymi przez prywatne organizacje rynku kapitałowego (np. ICMA) lub organizacje ponadnarodowe (np. UE).

Emitent Zielonych Obligacji lub **Emitent** – podmiot, który emituje Zieloną Obligację. Może to być bank komercyjny, bank rozwojowy, państwo, agencja rządowa, miasto, region, korporacja itp.

Weryfikator – niezależny od emitenta podmiot, który sprawdza, czy dokumentacja emitenta przygotowana przed emisją lub raporty emitenta po emisji spełniają kryteria określone w EU GBS, GBP ICMA lub w innych zasadach emisji Zielonych Obligacji. Weryfikator jest wynajmowany przez emitenta. Listy weryfikatorów rekomendowanych przez organizacje rynkowe są dostępne na ich stronach internetowych.

Weryfikacja – proces, podczas którego emitent angażuje weryfikatora, aby zapewnić uczestników rynku, że wypełnia standardy Zielonych Obligacji. Weryfikacja może być zalecana przez organizację promującą zasady Zielonych Obligacji, ale również może być obowiązkową częścią zasad. Weryfikacja może być przeprowadzana przed i po emisji. Najczęściej weryfikacja dotyczy Ram Zielonych Obligacji oraz raportów rocznych i końcowych dla inwestorów.

Raport roczny – raport emitenta dla inwestorów publikowany co roku zawierający informacje dotyczące zarządzania środkami i wykorzystania tych środków w odniesieniu do opisanych procesów w Ramach Zielonych Obligacji. Raport jest publicznie dostępny dla uczestników rynku.

Raport końcowy – raport emitenta dla inwestorów publikowany po wykupie obligacji, lub po wyczerpaniu środków z emisji uzyskanych z emisji zawierający informacje dotyczące zarządzania środkami i wykorzystania tych środków w odniesieniu do opisanych procesów w Ramach Zielonych Obligacji oraz wpływ sfinansowanych projektów na środowisko i/lub klimat. Raport jest publicznie dostępny dla uczestników rynku.

Doradca – podmiot zewnętrzny, który wspiera emitenta w procesie emisji Zielonych Obligacji.

Organizator, gwarant, agent – tradycyjne podmioty angażowane przez emitenta do przeprowadzenia emisji zgodnie z wymogami prawa oraz zwyczajami na rynku kapitałowym. Zwykle nie wypełniają one roli Doradcy.

Ramy Zielonych Obligacji – dokument przygotowany przez emitenta lub przez doradcę na rzecz emitenta, przed emisją zawierający elementy mające zapewnić uczestników rynku o zgodności planowanej emisji z zasadami Zielonych Obligacji.

Komitet Zielonych Obligacji – podmiot nieformalny zwykle określony w Ramach Zielonych Obligacji składający się albo z przedstawicieli wewnętrznych komórek emitenta lub ekspertów zewnętrznych, który ma kompetencje wyboru i/lub zatwierdzania finansowania projektów ze środków z emisji.

Druga Opinia Zewnętrzna – raport przygotowany przez weryfikatora na zlecenie emitenta oceniający zgodność Ram Zielonych Obligacji ze standardami Zielonych Obligacji.

Trzecia Opinia Zewnętrzna – raport przygotowany przez weryfikatora na zlecenie emitenta oceniający zgodność raportu dla inwestorów z Ramami Zielonych Obligacji oraz jego spójność, rzetelność i kompletność.

Niniejsza publikacja, „Zielone Obligacje w Polsce – przewodnik dla emitenta” – ma na celu przybliżenie, „odczarowanie” Zielonej Obligacji. Jest ona niesłusznie postrzegana jako instrument dłużny, którego emisja wiąże się z kosztownym procesem przygotowawczym i koniecznością skomplikowanego raportowania wykorzystania przychodów. Tymczasem dodatkowe koszty nie są zbyt wysokie, a co więcej, mogą się opłacać. Podobnie zresztą jak większa przejrzystość, wymuszona raportami dla inwestorów. Publikacja przedstawia cały proces emisji od etapu planowania emisji i wyboru projektu lub projektów do sfinansowania przychodami z emisji po końcowy raport dla inwestorów z określeniem wpływu środowiskowego. Pokazuje uwarunkowania prawne, regulacyjne oraz ekonomiczne oraz przedstawia wady i zalety, koszty i korzyści różnych rozwiązań przyjmowanych w procesie emisji. Publikacja w końcu prezentuje specyficzne uwarunkowania dla przedsiębiorcy rozważającego emisję zielonych obligacji oraz dla jednostki samorządu terytorialnego. Dodatkowo zawiera kilka bardzo ciekawych, różnorodnych przykładów emisji Zielonych Obligacji, które dodatkowo przybliżą zarówno cele emisyjne, jak i pokażą, że nawet niewielkie zielone emisje mogą być atrakcyjne dla emitenta, jak i inwestora. „Zielone Obligacje w Polsce – przewodnik dla emitenta” jest pierwszym tak kompleksowym opracowaniem, pokazującym jak wyemitować Zieloną Obligację na polskim rynku kapitałowym.

