

Efekt cieplarniany jest faktem. Walka z nim trwa na wielu polach. Obszar finansów jest jednym z nich. Porozumienie Paryskie z 2015 roku było najważniejszym katalizatorem zmian w obszarze finansów. W ostatnich latach wiele zmian zostało zainicjowanych i przeprowadzonych oddolnie. Instytucje finansowe zarówno komercyjne jak i publiczne, poprzez wdrażanie zielonych standardów, tworzenie organizacji (np. NGFS – *Central Banks and Supervisors Network for Greening Financial System*), czy akceptowanie rozwiązań przyjętych przez grupy robocze skupione wokół finansowych organizacji ponadnarodowych (przykładem może być *Taks Force on Climate-Related Financial Disclosures TCFD*, działająca pod auspicjami Rady Stabilności Finansowej) - nie tylko wspierają działania proekologiczne, ale same też tworzą nowe standardy i wymagania dla funkcjonowania rynków finansowych. Wiele z rozwiązań „wypracowanych oddolnie“ staje się z czasem obowiązującymi uregulowaniami prawnymi, a nie tylko dobrowolnymi inicjatywami, w których uczestnicy i uczestniczki rynków finansowych mogą/lub nie wziąć udział.

Ale, czy rynki finansowe są już *zielone*, czy może dopiero się *lekko zielenią*? W pełni zielone jeszcze nie są..., ale są coraz zieleńsze i mają coraz więcej standardów, które stopniowo zmieniają się w regulacje, albo mają odzwierciedlenie w ratingach kredytowych, czy indeksach. Obrany kierunek zmian wydaje się być jasny i oczywisty<sup>1</sup>, ale czy wszystkie *krajowe* rynki zmieniają się w równym tempie? Kto jest liderem, a kto maruderem? Co robią banki centralne? Pytania się mnożą i na wszystkie nie da się w krótkim tekście

---

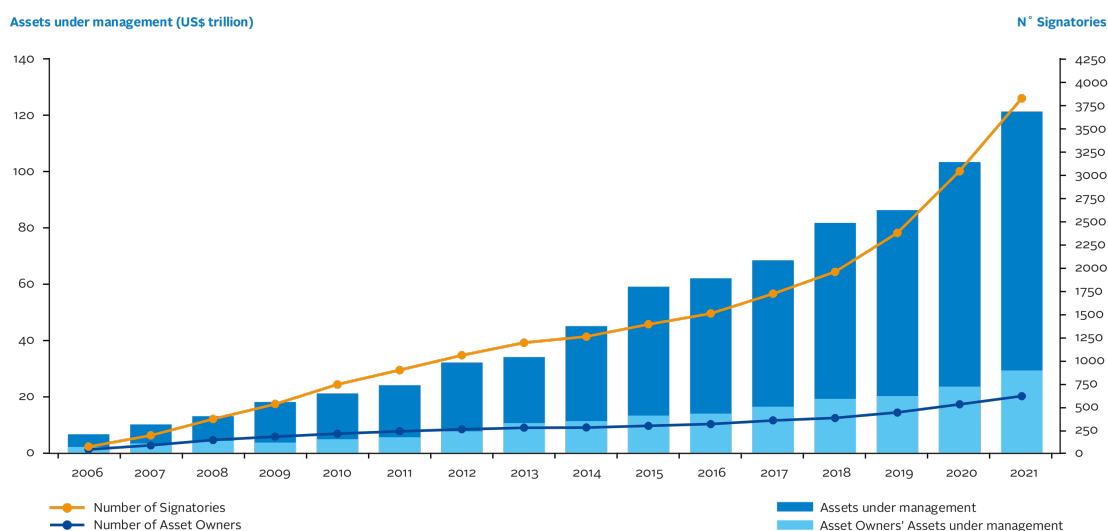
<sup>1</sup> Warto tu odnotować, że wśród ogólnego konsensusu co do kierunku zmian instytucje finansowe podejmują też decyzje o nie wdrażaniu zielonych standardów, a wręcz o wyjściu z już zaakceptowanych projektów, czego przykładem może być decyzja grupy Vanguard o opuszczeniu grupy *Net Zero Assete Management initiative*, w dążeniu do niezależności inwestycyjnej realizującej cele klientów funduszu. <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/vanguard-quits-net-zero-climate-alliance-2022-12-07/>, Ross Kerber: *Vanguard quits net zero climate effort citing the need for independence*, Reuters, 7.12.2022, dostęp [21.04.2023]

odpowiedzieć. Ale warto choć zarysować drogę, na której jesteśmy i zobaczyć dokąd zmierzamy.

### *Kroki milowe*

Dla rynków finansowych, pierwszą globalnie istotną inicjatywą łączącą dążenia polityczne i cele sektora finansowego w jeden wspólny projekt, była przedstawiona w 2005 roku przez Koffi Annana idea stworzenia wspólnie przez sektor prywatny i ONZ, zasad odpowiedzialnego inwestowania. Po roku prac, 27 kwietnia 2006 roku Kofi Annan ogłosił na nowojorskiej giełdzie 6 zasad – które weszły do kanonu inwestorów pod nazwą PRI – *Principle for Responsible Investment*<sup>2</sup>. Celem ich było i jest uwzględnianie kwestii środowiska, społecznych i ładu korporacyjnego (znany powszechnie jako *ESG: enviromental, social i corporate governance*) w procesie inwestycyjnym.

Wykres. 1. Sygnotariusze i ich aktywa (AUM) – wzrost w latach 2006-2021



Źródło: What is PRI?, UN, <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>, dostęp [11.03.2023]<sup>3</sup>

Kryzys 2008 roku i jego następstwa wpłynęły na wolniejsze niż zakładano angażowanie się uczestników rynków finansowych w inicjatywy,

<sup>2</sup> What is PRI?, UN, <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>, dostęp [12.10.2022]

<sup>3</sup> pod linkiem znajdują się również dane o pierwszych sygnotariuszach, danych i metodologii

czy projekty wspierające zieloną transformację. Jak jednak pokazują dane o sygnotariuszach *PRI* – wykres 1 – było to spowolnienie czasowe.

Dlatego kolejny krok milowy dokonał się dopiero w grudniu 2015 roku, kiedy to nie tylko 196 stron<sup>4</sup> (195 państw i Unię Europejską) podpisało Porozumienie Paryskie<sup>5</sup>, ale również ówczesny przewodniczący Rady Stabilności Finansowej Marc Carney (i jednocześnie szef Banku Anglii) ogłosił utworzenie grupy roboczej, która rozpocząć miała prace nad ujawnieniami finansowymi odnoszącymi się do ryzyka zmiany klimatu - Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)<sup>6</sup>. Na czele grupy stanął Mike Bloomberg, a w skład grupy weszło 32 członków reprezentujących zarówno firmy, jak i sektor finansowy. Celem tej grupy roboczej stało się opracowanie standardów sprawozdań finansowych adresujących ryzyko zmiany klimatu. Standardy te miały pomóc w identyfikacji i kwantyfikacji ryzyka zmiany klimatu najpierw na poziomie firm, w konsekwencji w średni terminie na poziomie banków, a w długim terminie być wsparciem dla oszacowania poziomu ryzyka zmiany klimatu każdego kraju. Przy czym proces opracowywania standardów przebiegał pod hasłem: zmiana klimatu wpływa na ryzyko firmy, ale i jest jej szansą<sup>7</sup>. Po 18 miesiącach prac, licznych konsultacjach z liderami firm i instytucji finansowych – w czerwcu 2017 roku, grupa robocza przedstawiła pierwsze rekomendacje, które z założenia miały być przeznaczone do szerokiego wykorzystania we wszystkich jurysdykcjach i

---

<sup>4</sup> *What is the Paris Agreement?*, UN Climate Change, <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>, [dostęp 22.04.2023]

<sup>5</sup> pełny tekst *Porozumienia Paryskiego* można znaleźć pod linkiem: [https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf), [dostęp 22.04.2023]

<sup>6</sup> *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, <https://www.bloomberg.org/environment/driving-sustainable-finance/task-force-on-climate-related-financial-disclosures/>, Bloomberg Philanthropies, dostęp [12.03.2023]

<sup>7</sup> Spojrzenie na zmiany klimatyczne jako na zagrożenie, ale i szansę było już znany wcześniejszym podejściem Mika Bloomburga do wyzwań z tym związanych na rynkach finansowych – przedstawił je w książce, której był współautorem: Michael Bloomberg, Carl Pope: *Climate of Hope*: St. Martin Press, New York, 2017, s. 3.

każdego typu organizacji finansowej (m.in. banków, ubezpieczycieli, asset managerów)<sup>8</sup>.

Schemat 1. Główne elementy rekomendowanych ujawnień finansowych odnoszących się do zmiany klimatu.



Źródło: Core elements of recommended Climate-Related Financial Disclosures, Figure 2, s. V ,14, w TCFD: *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Fincl Report*, June, 2017.

A zatem cztery główne obszary rekomendacji zaproponowanych przez TCFD to:

- Ład korporacyjny – *Governance* – odnoszący się do związanych z klimatem ryzyk i możliwości
- Strategia – *Strategy* - istniejący i potencjalny wpływ związanych ze zmianą klimatu ryzyk i możliwości, oddziałujący na działalność biznesową firmy, jej strategię i planowanie finansowe
- Zarządzanie Ryzykiem – *Risk Management* – jako proces wykorzystywany przez organizacje do identyfikacji, oszacowania i zarządzania ryzykiem związanym ze zmianą klimatu

---

<sup>8</sup> TCFD: *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Final Report*, June, 2017 <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>, iii-iv, [dostęp 10.03.2023].

- Miary i Cele – *Metrics and Targets* – miary i cele wykorzystywane do oceny i zarządzania odnośnymi ryzykami i szansami wynikającymi ze zmn klimatycznych

Od czerwca 2017 roku wymienione powyżej obszary rekomendacji ulegają uszczegółowieniu w opraciu o przygotowane przez Grupę dodatkowe dokumenty wspomagające ich praktyczne zastosowanie<sup>9</sup> dzięki czemu stają się globalnym standardem. Świadczy o tym podsumowanie pięcioletniej implementacji opracowanych przez Grupę standardów. Bazując na przeprowadzonych przez TCFD badaniach w latach bilansowych 2017- 2021 to<sup>10</sup>:

- w roku bilansowym 2021 ponad 70% firm dokonało ujawnień finansowych dotyczących informacji związanych ze zmianą klimatu w sprawozdaniach rocznych, raportach skonsolidowanych, czy dokumentach wynikających z obowiązków informacyjnych, w porównaniu do 45% w roku bilansowym 2017.
- w 2021 roku liczba firm, inwestorów i innych uczestników rynków wykorzystujących rekomendacje/standardy TCFD wzrosła pięciokrotnie w porównaniu do 2017 roku<sup>11</sup>

W w/w badaniach – istotną z punktu widzenia rozumienia dynamiki zmiany rynku jest informacja o wykorzystaniu tych informacji w procesie decyzyjnym na rynkach finansowych. Zgodnie z danymi Grupy 86% ujawnień wykorzystywanych jest w procesie inwestycyjnym, 19% w procesie kredytowym, 5% przy wycenie polis ubezpieczeniowych, 7% przy tworzeniu ratingów kredytowych i 2% w innych działalnościach (w ankiecie respondenci

---

<sup>9</sup> Wymienione dokumenty, określane wspólnie jako *Workshop in a Box*, można pobrać pod adresem: <https://www.fsb-tcf.org/publications/>.

<sup>10</sup> *Progress Relative to Milestones*, w: Status Report 2022, TCFD, October 2022, s. 54, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf>, dostęp [21.04.2023]

<sup>11</sup> Warto w tym punkcie zaznaczyć, że choć sama ilość uczestników rynku jest ważna, to szczególnie istotny jest fakt, że te standardy są implementowane przez główne banki centralne, np. Bank Anglii, czy ECB.

mogli wybierać więcej niż jedną odpowiedź, stąd suma wynosi ponad 100%)<sup>12</sup>. Tak silne wykorzystanie informacji właśnie w procesie inwestycyjnym nie jest zaskoczeniem. Zarządzający aktywami i właściciele aktywów finansowych są grupą, która jako pierwsza – poprzez budowanie portfeli inwestycyjnych w oparciu o zielone i społecznie odpowiedzialne aktywa – wspierała finansowo zieloną zmianę. Przykładem może być Generation Investment Management – fundusz założony w 2004 roku przez Alę Gora (byłego wiceprezydenta USA) i Davida Blooma (byłego CEO w Goldman Sachs Asset Management), który od początku – jako pionier tego segmentu inwestycji – buduje portfele w oparciu o aktywa zgodne z ideą ESG, a przyjęta strategia zyskuje mu wciąż nowych klientów, dzięki którym na koniec marca 2023 roku zarządzał aktywami o wartości 42 miliardów USD (fundusze akcyjne)<sup>13</sup>. Firmy zarządzające aktywami stanowią najaktywniejszą grupę promującą nowe standardy inwestycyjne.

Kolejną - ważną inicjatywą tej grupy uczestników rynków finansowych było stworzenie kanonu dziewięciu zasad operacyjnych, wykorzystywanych w zarządzaniu nastawionym na oddziaływanie na środowisko i społeczność – *Operating Principles for Impact Management*. Zasady te wzmacniają przejrzystość procesu inwestycyjnego nastawionego na wpływ, odnosząc się do takich elementów procesu jak: strategia, budownictwo rynku pierwotnego i strukturyzacja, zarządzanie portfelowe, oczekiwany wpływ i strategie wyjścia, niezależna weryfikacja procesu<sup>14</sup>. Generalnie jednym z niezwykle istotnych elementów budowania nowego podejścia do inwestowania, w którym z jednego kluczowego elementu – jakim jest stopa zwrotu – przechodzimy na dwa kluczowe elementy – a więc stopa zwrotu i wpływ danej inwestycji na wskazany w statucie obszar – które z punktu widzenia rezultatów są równie

---

<sup>12</sup> Figure B8 *Use of Climate Related Disclosure in Decision Making Process by Industry*, Status Report 2022, TCFD, October 2022, s. 64, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf>, dostęp [21.04.2023]

<sup>13</sup> *Our firm*, Generation Investment Management: <https://www.generationim.com/our-firm/>, [dostęp 24.04.2023].

<sup>14</sup> *Operating Principles for Impact Management*, International Financial Corporation The World Bank Group, 2019 (updated June 2021), p. 2., <https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2021-06/Impact%20Principles%20Brochure%20Revised.pdf>, [dostęp 24.04.2023]

istotne. Ale takie podejście – wymaga też pewnego rodzaju standaryzacji, która pozwoliłaby oceniać jakość i efektywność zarządzania w elemencie poza finansowym (w części określanej jako wpływ (*impact management*<sup>15</sup>), a nie stopa zwrotu z inwestycji). Dążenie do standaryzacji – w tak trudno mierzalnym i niejednorodnym efekcie – dokonało i dokonuje się poprzez tworzenie i rozwijanie standardów, ich przyjmowanie i niezależną weryfikację. Przykładem kolejnych standardów – odnoszących się do innych segmentów rynku finansowego – np. ubezpieczycieli i banków są odpowiednio: *Zasady Zrównoważonej Działalności Ubezpieczeniowej (Principles for Sustainable Insurance*<sup>16</sup>) i *Zasady Odpowiedzialnej Bankowości (Principle for Responsible Banking*<sup>17</sup>). Zasady odnoszące się do działalności ubezpieczeniowej powstały w 2012 roku dzięki współpracy sektora ubezpieczeń i ONZ, zaś zasady dotyczące bankowości – stworzone w 2019 roku są efektem partnerskiej współpracy banków założycieli i ONZ. Temat jest oczywiście bardzo szeroki, ale w obu standardach niezwykle istotne jest włączenie do procesu decyzyjnego czynników ESG. W przypadku ubezpieczycieli pierwsza Zasada brzmi: *Będziemy wbudowywać w nasz proces podejmowania decyzji zagadnienia środowiska, społeczne i ładu korporacyjnego w naszej działalności ubezpieczeniowej*<sup>18</sup>, zaś w przypadku banków pierwsza Zasada jest jeszcze bardziej rozbudowana: *Będziemy tak dostosowywać naszą strategię biznesową, aby była zgodna z potrzebami, ale i tworzyła wartość dodaną dla potrzeb osób indywidualnych i celów społecznych, zgodnie z tym jak jest to ujęte w Celach Zrównoważonego Rozwoju (Sustainable and Development*

---

<sup>15</sup> Standardem definicji - *impact investment* – jest definicja podawana przez Global Impact Investing Network – *są to inwestycje dokonywane z zamiarem wygenerowania pozytywnego, mierzalnego społecznego i środowiskowego wpływu na równi z osiągnięciem finansowej stopy zwrotu. Inwestycje nastawione na wpływ mogą być dokonywane zarówno na rynkach wschodzących jak i na rynkach rozwiniętych, a ich celem inwestycyjnym może być stopa zwrotu w przedziale od tej poniżej rynku do stopy zwrotu równej z rynkiem, w zależności od celów strategicznych inwestorów*, <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>, [dostęp 24.04.2023].

<sup>16</sup> *Principles for Sustainable Insurance*, <https://www.unepfi.org/insurance/insurance/the-principles/> [dostęp 24.04.2023].

<sup>17</sup> *Principles for Responsible Banking*, <https://www.unepfi.org/publications/principles-for-responsible-banking-guidance-document/>, [dostęp 24.04.2023].

<sup>18</sup> *Principle for Sustainable Insurance*., UN, <https://www.unepfi.org/insurance/insurance/the-principles/> [dostęp 25.04.2023]

Goals<sup>19</sup>), Porozumieniu Paryskim i innych odpowiednich narodowych i regionalnych uregulowaniach<sup>20</sup>. Akceptacja zasad (zarówno przez ubezpieczycieli, jak i banki) prowadzi do ich implementacji w strategii i w politykę tych uczestników rynku. W efekcie strona *buy side*, może dokonywać wyboru pomiędzy spółkami, które wspierają wartości ESG i tymi, które tego nie robią. Jest to o tyle łatwe, że uczestnictwo firm można zweryfikować dzięki dostępnym on-line listom sygnatariuszy w/w zasad. Dzięki temu narzędziu wiemy, że na dzień – 4 maja 2023 roku – wśród polskich instytucji finansowych zgodność ze standardami deklaruje jedynie Grupa PZU i mBank<sup>21</sup>.

Proces przekształcania finansów w coraz bardziej zielone finanse dokonuje się również przy zaangażowaniu banków centralnych i organów nadzoru. W 2017 roku, podczas spotkania z cyklu One Planet Summit w Paryżu, powołały one do życia<sup>22</sup> organizację – *The Network for Greening Financial System* (NGFS). I choć udział w tej organizacji jest dobrowolny to od grudnia 2017 roku do 13czerwca 2023 roku liczba członków wzrosła z 8 do 127 (i 20 obserwatorów)<sup>23</sup> - Polskę (nietykowo) reprezentuje jedynie Komisja Nadzoru Finansowego, jako członek NGFS.

NGFS postawiła sobie między innymi za cel wymianę wiedzy i doświadczeń, propagowanie najlepszych standardów zarządzania ryzykiem klimatycznym w sektorze finansowym, a także wspieranie i zachęcanie sektora finansowego do aktywnego uczestnictwa w procesie transformacji gospodarek narodowych w stronę gospodarki zrównoważonej. Banki centralne i organy nadzoru nie tylko działają wspólnie by wspierać proekologiczną transformację,

---

<sup>19</sup> *What are the Sustainable and Development Goals?*, UN, <https://www.undp.org/sustainable-development-goals>, dostęp [25.04.2023]

<sup>20</sup> *Creating the future of banking*, <https://www.unepfi.org/banking/more-about-the-principles/>, dostęp [25.04.2023]

<sup>21</sup> *Our Membership*, UN Environment Program. Financial Initiative; <https://www.unepfi.org/members/>, [dostęp 04.05.2023]

<sup>22</sup> Do grupy założycielskiej należało osiem instytucji: Banco de Mexico, Bank of England Banque de France i Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, Finansinspektionen (The Swedish FSA), Monetary Authority of Singapore i the People's Bank of China - <https://www.ngfs.net/en/communique-de-presse/joint-statement-founding-members-central-banks-and-supervisors-network-greening-financial-system-one-0>.

<sup>23</sup> Członkostwo w NGFS: <https://www.ngfs.net/en/about-us/membership> dostęp [12.07.2023].



ale również by mitygować wpływ ryzyka zmiany klimatu na stabilność finansową systemu. Już w 2018 roku, w swoim pierwszym raporcie - *First Progress Report* - NGFS określiła zmiany klimatyczne jako źródło ryzyka finansowego<sup>24</sup>. Z punktu widzenia banków centralnych zmiana klimatu jest jednym ze źródeł zmiany strukturalnej i właśnie z tego powodu wchodzi w obszar mandatu, jaki mają banki centralne, regulatorzy i nadzór rynków finansowych<sup>25</sup>. Zmiany klimatyczne powodują ryzyko fizyczne i ryzyko tranzycji, które wpływają na poziom dobrobytu gospodarstw domowych, stronę popytową, ale także na zmianę po stronie podażowej (zmieniają się firmy dostarczające dobra i usługi, gdyż rośnie prawdopodobieństwo upadku firm „konsumujących“ duże ilości dwutlenku węgla)<sup>26</sup>. Rola mandatu banków centralnych jest istotna w kontekście „mobilizacji głównego nurtu finansów dla wsparcia procesu przejścia do gospodarki zrównoważonej“, ale również w najgorszym scenariuszu, gdy banki centralne będą musiały interweniować na rynku finansowym jako „klimatyczny wybawca ostatniej instancji (*climat rescuers of last resor*), kupując „carbon-intensive“ aktywa, czy też aktywa firm dotkniętych ryzykiem fizycznym spowodowanym zmianami klimatycznymi<sup>27</sup>.

Jednak działalność operacyjna instytucji skupionych w NGFS programowo powinna skupiać się wokół realizacji rekomendacji ogłoszonych w kwietniu 2019 roku w raporcie: *A call for action. Climate Change as a source of financial risk*. W raporcie tym grupa NGFS opublikowała sześć rekomendacji – określonych przez członków grupy - jako najlepsze praktyki,

---

<sup>24</sup> *First Progress Report*, NGFS, October 2018, s. 5-6.

<https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/818366-ngfs-first-progress-report-20181011.pdf>, s.3 i 5-6, dostęp [14.03.2023].

<sup>25</sup> *A call for action. Climate Change as a source of financial risk*, April 2019, NGFS, [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf), s. 12.

<sup>26</sup> NGFS, *First Progress Report*, October 2018, s. 5-6.

<https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/818366-ngfs-first-progress-report-20181011.pdf>, s. 6, s. 14, dostęp [14.03.2023].

<sup>27</sup> P. Bolton, M. Despres, L. A. Pereira da Silva, F. Samama, R. Svartzman: *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, January 2020, Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>, s. 9 dostęp [19.03.2023].

które powinny ułatwić instytucjom z sektora finansowego (w tym bankom centralnym) osiągnięcie celów zapisanych w Porozumieniu Paryskim<sup>28</sup>, a są to:

1. uwzględnianie ryzyk związanych z klimatem w procesie monitorowania stabilności finansowej i w nadzorze mikroostrożnościowym
2. uwzględnianie czynników zrównoważonego rozwoju w procesie zarządzania portfelami własnymi (banków centralnych)
3. zmniejszanie luki w danych
4. zwiększanie świadomości i potencjału intelektualnego, a także zachęcanie do wsparcia technicznego i wymiany wiedzy,
5. osiągnięcie silnych i jednolitych na poziomie międzynarodowym ujawnień odnoszących się do zmiany klimatu i środowiska
6. wspieranie rozwoju międzynarodowej taksonomii aktywności gospodarczej

Wszystkie powyższe rekomendacje są ważne dla funkcjonowania systemu finansowego, ale z punktu widzenia nadchodzącej zmiany na rynkach finansowych szczególnie istotna wydaje się być rekomendacja druga – w której NGFS zachęca banki centralne do służenia przykładem poprzez prezentowanie własnych strategii i inwestycji w zrównoważone aktywa (w szczególności poprzez zmianę profilu inwestycji własnych funduszy emerytalnych i jeżeli to możliwe, również aktywów rezerwowych)<sup>29</sup>. Rekomendacje - piąta (dotycząca ujawnień finansowych) i szóstą (odnosząca się do taxonomii), też są istotne z punktu widzenia rozwoju rynku i kształtowania się globalnie jednolitego „języka“ zielonych finansów, ale jak sama grupa NGFS zaznacza, te dwie rekomendacje odnoszą się do całego środowiska finansowego, a pierwsze cztery adresowane są bezpośrednio do banków centralnych.

---

<sup>28</sup> *A call for action. Climate Change as a source of financial risk*, April 2019, NGFS, [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf), s. 20-35.

<sup>29</sup> *A call for action. Climate Change as a source of financial risk*, April 2019, NGFS, [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf), s. 28.

## *Portfel własny banku centralnego – jako przykład zielonego procesu inwestycyjnego*

Skupione wokół NGFS instytucje widzą banki centralne jako liderów zmiany – również w kreowaniu nowych standardów inwestycyjnych. Ale w dyskusji o roli banków centralnych w promowaniu zielonej zmiany są też głosy krytyczne. Autorzy opracowania *Financial Market and Green Innovation* (lipiec 2022) dowodzą, że w ramach obecnie posiadanego mandatu banki centralne nie mogą efektywnie wspierać zielonej zmiany, ponieważ nie angażują się efektywnie w zwiększenie innowacyjnych technologicznie spółek – co jest przez autorki i autorów uznawane za kluczowe, zaś inwestycje w obligacje nie przyspieszą oczekiwanej zmiany technologicznej (czyli takiej, która zgodnie z celami Porozumienia Paryskiego będzie powodowała obniżenie emisji gazów cieplarnianych o 7,6% rocznie, aż do roku 2030)<sup>30</sup>. Uważają również, że banki centralne działając w oparciu o zasadę neutralności rynkowej nie są w stanie efektywnie wspierać zielonej zmiany<sup>31</sup>. Ale determinacja banków centralnych, by wspomagać proces zmiany jest coraz silniejsza, a programy zakupu zielonych aktywów są już przez nie wdrażane (jako jedno z kilku narzędzi).

Niezwykle ważnym przykładem – pokazującym złożoność zielonego procesu inwestycyjnego – jest przedstawienie przez Eurosystem ujawnień finansowych związanych z klimatem, a odnoszących się do portfela obligacji korporacyjnych, kupowanych w ramach prowadzonej przez ECB polityki pieniężnej (dotyczą one programów CSPP (*Corporate Sector Purchase Programm*) i PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*))<sup>32</sup>. Już jesienią

---

<sup>30</sup> P. Aghion, L. Boneva, J. Breckenfelder, L. Laeven, C. Olovsson, A. Popov, E. Rancoita: *Financial Market and Green Innovation*, ECB, Working Paper Series, Discussion Paper, No 2686, July 2022, s. 4, 8, 41- 42, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2686~c5be9e9591.en.pdf>, dostęp [03.05.2023].

<sup>31</sup> śledząc dyskurs w temacie neutralności rynkowej banków centralnych, warto zapoznać się z poglądami Isabel Schabel: *From market neutrality to market efficiency*, ECB, Speech, June 2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html>, dostęp [03.05.2023].

<sup>32</sup> *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, s. 4-5, dostęp [27.04.2023].

2022 roku ECB ogłosił zasady, które mają doprowadzić do „dekarbonizacji“ portfeli obligacji korporacyjnych. Zasady te – znalazły swoje odzwierciedlenie i uszczegółowienie w opublikowanych ujawnieniach – i to właśnie one z rynkowego punktu widzenia stanowią najciekawszą część procesu dostosowywania portfeli.

Należy również wspomnieć, że Eurosystem dokonał ujawnień na bazie rekomendacji TCFD<sup>33</sup>, a zatem zawierają one informację dotyczące:

- ładu korporacyjnego
- strategii
- zarządzania ryzykiem
- miar i celów

Ład korporacyjny odnosi się do podmiotów i procesu podejmowania decyzji, a także częstotliwości rewizji kluczowych założeń<sup>34</sup>, zaś strategia wynika z coraz ściślejszego powiązania zmian klimatycznych, ze stabilnością cen (podstawowym mandatem ECB) – co jest efektem procesu przechodzenia od gospodarki opartej na emisji gazów cieplarnianych do gospodarki neutralnej klimatycznie<sup>35</sup>. Ale zmiany klimatyczne wpływają również na wartość aktywów korporacyjnych w zarządzanych portfelach. Strategią ograniczania ryzyk związanych z klimatem w bilansie jest stopniowa redukcja aktywów „wysokoemisyjnych“ (punktem odniesienia jest emisja dwutlenku węgla), tak by wypełnić założenia strategii klimatycznej ECB, być zgodnym z celami Porozumienia Paryskiego i celami neutralności klimatycznej przyjętymi przez UE. Operacyjne wdrożenie tej strategii będzie dokonywane w oparciu o strategię tiltingu<sup>36</sup>, czyli preferowania, czy też przeważania pewnego typu

---

<sup>33</sup> Skorzystano również z rekomendacji Partnership for Carbon Accounting Financials i NGFS, zobacz w: *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, s. 5, [27.04.2023]

<sup>34</sup> *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, s. 7-8, [27.04.2023].

<sup>35</sup> *Tamże*, s. 8-9.

<sup>36</sup> W raporcie mamy zapis „by tilting the reinvestment purchases of corporate sector assets towards issuers with a better climate performance henceforth collectively referred to as the “tilting framework””: *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, s. 7-8, [27.04.2023], s. 10.

aktywów<sup>37</sup>. I właśnie z rynkowego punktu widzenia, ten element ujawnień jest najbardziej inspirujący. Szczególnie, że opiera się na ocenie osiągnięć klimatycznych emitenta (*issuer climate performance*), na których opiera się system limitów ryzyka (przy czym na emitentów o niskim poziomie dokonań klimatycznych nakładane są dodatkowo limity maksymalnej zapadalności instrumentów dłużnych)<sup>38</sup>.

### *Zarządzanie Ryzykiem*

A zatem ocena ryzyka klimatycznego emitenta staje się jednym z kluczowych elementów oceny ryzyka rynkowego. Cykl zarządzania ryzykiem został uzupełniony o ryzyka, których przyczyną są zmiany klimatyczne (poprzez uwzględnianie ryzyka przejścia i ryzyka fizycznego), a także poprzez wykorzystanie podejścia forward-looking (gdyż podejście czysto statystyczne bazujące na danych historycznych nie adresuje tego typu ryzyka). W odniesieniu do portfeli obligacji korporacyjnych zastosowano też podejście typu bottom-up, w którym każdemu emitentowi przyznawana jest liczba punktów, w zależności od ryzyka jakie generuje dla klimatu. Eurosystem ocenia wrażliwość portfeli korporacyjnych na ryzyko klimatyczne wykorzystując ratingi kredytowe agencji ratingowych, własne narzędzie scoringowe (*in-house climate scoring tool*) i poziom śladu węglowego.

### *Klimatyczny system punktowy (climate scores)*

Punkty są liczone dla każdego emitenta oddzielnie i zawierają się w przedziale od zera (minimum) do pięciu (maksimum). Są efektem oceny ryzyka przejścia emitenta, które jest wypadkową oceny następujących elementów:<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Przybliżenie tego pojęcia znajdziemy w artykule Rick Ferry: *Tilt or not to tilt your portfolio design*, Forbes, 17 July, 2014, <https://www.forbes.com/sites/rickferri/2014/07/17/to-tilt-or-not-to-tilt/>, [05.05.2023].

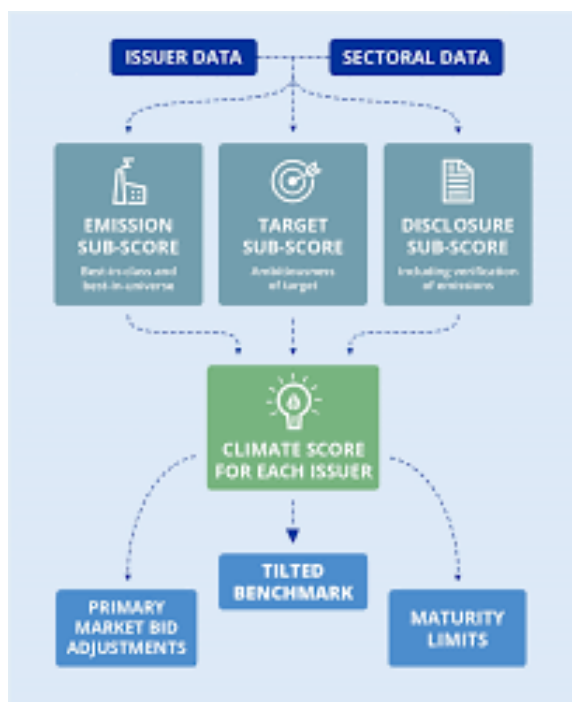
<sup>38</sup> *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, [27.04.2023], s. 10.

<sup>39</sup> *Tamże*, s. 12-13.

- oceny historycznej emisji dwutlenku węgla przez emitenta (*backward-looking carbon emission*)
- oceny jakości ujawnień finansowych dotyczących klimatu (szczególnie wysoko oceniane są te, które są zweryfikowane przez третią stronę,
- celów emisyjnych emitenta – najwyżej oceniana jest ambitna ścieżka dekarbonizacji, prowadząca do realizacji celów zawartych w Porozumieniu Paryskim

Otrzymane punkty wpływają następnie na wagi, jakie są przyznawane poszczególnym emitentom, co stanowi podstawę do tworzenia benchmarków i zmiany limitów. W podejściu „tilting portfolio“ – zakładamy, że z czasem w portfelu będzie zwiększany udział emitentów z lepszą punktacją klimatyczną.

Schemat 2: Zestawienie czynników i rezultatów zastosowania punktacji klimatycznej



Źródło: Figure 4. Overview of the factors and outputs of the climate scoring tool, *Climate related financial disclosures of the Eurosystem’s corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, s. 14.

Ta część oceny ryzyka (drugą jest klimatyczny stress-testing mający na celu ocenę wpływu ryzyka klimatycznego na profil ryzyka finansowego w bilansach

Eurosystemu<sup>40</sup>) jest praktycznym *case study*, przebudowy istniejących portfeli korporacyjnych instrumentów dłużnych. Wraz z zawartymi w czwartej części ujawnień – miarami i celami – pokazuje metodologię oceny ryzyka klimatycznego aktywów korporacyjnych.

### *Miary i Cele*

Do pomiaru ryzyka klimatycznego wykorzystywane są cztery miary<sup>41</sup>:

- średnia ważona intensywności (emisji) dwutlenku węgla (*WACI – weighted average carbon intensity*),
- intensywność (emisji) dwutlenku węgla (*carbon intensity*<sup>42</sup>)
- całkowita emisja dwutlenku węgla (*total carbon emission*)
- ślad węglowy (*carbon footprint*)

Ewolucja miary w portfelach korporacyjnych wskazuje na stopniowe, ale stałe „zielenienie się” inwestycji (rosnąca wartość emisji całkowitej w portfelach jest efektem zwiększenia wartości tych portfeli w czasie ze 173,1 mld euro w 2018 roku do 385,2 mld euro w 2022 roku). Ale jak autorzy raportu zaznaczają wiele zależy też od samych emitentów, jedynie 42% z kwalifikujących się do zakupu grup emitentów miało cele ograniczenia emisji dwutlenku węgla (ale ich udział w portfelu stanowił 59% na koniec 2022 roku, s. 25). A zatem – postawione sobie przez inwestorów cele – na przykład pełna dekarbonizacja portfela – uzależnione są też od działań emitentów. Na przykład SEC dopiero w marcu 2022 roku rozpoczął dyskusję nad propozycją wprowadzenia ustandaryzowanych ujawnień dotyczących klimatu dla inwestorów<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup> *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, [27.04.2023]. s. 14.

<sup>41</sup> *Tamże*, s. 18, a wzory wskaźników podane są w Aneksie, Tabeli A1, s. 28 [27.04.2023].

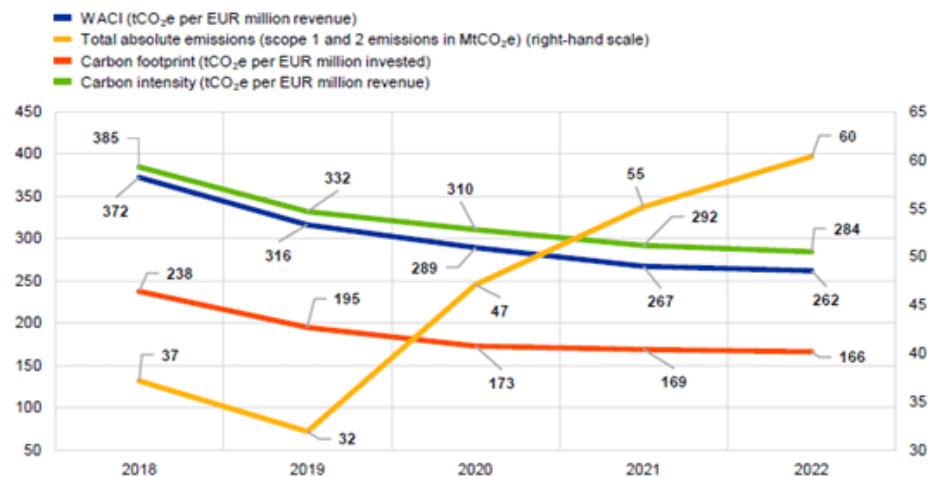
<sup>42</sup> S&P Global podaje następującą definicję wskaźnika carbon intensity: „Carbon Intensity is the measure of how much CO2 and the CO2 equivalent of other greenhouse gases are emitted per unit of production, and it is how organizations can assess the total footprint and impact of their operations“.,w *Measuring carbon intensity: The first step to emissions reduction and net-zero goals*, S&P Global, 12 October 2022, <https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/blogs/energy-transition/101222-carbon-intensity-net-zero-goals-emissions-reduction>, [7.05.2023].

<sup>43</sup> *SEC Proposes Rule to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors*, SEC, Press Release, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>, [dostęp 7.05.2023]

## Wykres 2. Ewolucja miar klimatycznych w portfelach sektora korporacyjnego w Eurosystemie, w latach 2018-2022

### Evolution of climate-related metrics on the Eurosystem's corporate sector portfolios from 2018 to 2022

(left-hand scale: tCO<sub>2</sub>e/EUR million, right-hand scale: mega tCO<sub>2</sub>e)



Źródło: *Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023, s. 21

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate\\_related\\_financial\\_disclosures\\_eurosystem\\_corporate\\_sector\\_holdings\\_monetary\\_policy\\_purposes2023~9eae8df8d9.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_related_financial_disclosures_eurosystem_corporate_sector_holdings_monetary_policy_purposes2023~9eae8df8d9.en.pdf)

Przykład rozwiązań przyjętych przez Eurosystem z jednej strony pokazuje drogę, jaką mogą iść nie tylko banki centralne, ale i inne instytucje posiadające portfele, czy zarządzające portfelami instrumentów korporacyjnych, ale też otwiera pytania o to: jak zarządzać innymi klasami aktywów. Co... z obligacjami rządowymi? Jakie ratingi wykorzystywać? Jakie przyjąć benchmarki? I czy rzeczywiście stopy zwrotu z zielonych aktywów są wyższe od tych klasycznych (przykład grupy Vanguard jest tu istotnym case study)? Wypracowane przez różne środowiska standardy są bardzo istotne, ale czy da się je przekuć w cele operacyjne i satysfakcjonujące stopy zwrotu? Próba odpowiedzi na te pytania znajdzie się w drugiej części materiału: *Rynki finansowe i wyzwania przyszłości*.



### *Źródła:*

*A call for action. Climate Change as a source of financial risk*, NGFS, April 2019, [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf),

*Climate related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holding for monetary purposes*, ECB, Eurosystem, March 2023

*Measuring carbon intensity: The first step to emissions reduction and net-zero goals*, S&P Global, 12 October 2022, <https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/blogs/energy-transition/101222-carbon-intensity-net-zero-goals-emissions-reduction>

*SEC Proposes Rule to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors*, SEC, Press Release, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>,

P. Aghion, L. Boneva, J. Breckenfelder, L. Laeven, C. Olovsson, A. Popov, E. Rancoita: *Financial Markets and Green Innovation*, ECB, Working Paper Series, Discussion Paper, No 2686, July 2022,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2686~c5be9e9591.en.pdf>

M. Bloomberg, C. Pope: *Climate of Hope*: St. Martin Press, New York, 2017

P. Bolton, M. Despres, L. A. Pereira da Silva, F. Samama, R. Svartzman: *The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, January 2020, Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>,

R. Ferry: *Tilt or not to tilt your portfolio design*, Forbes, 17 July, 2014, <https://www.forbes.com/sites/rickferri/2014/07/17/to-tilt-or-not-to-tilt/>,

R. Kerber: *Vanguard quits net zero climate effort citing the need for independence*, Reuters, 7.12.2022, <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/vanguard-quits-net-zero-climate-alliance-2022-12-07/>

I. Schabel: *From market neutrality to market efficiency*, ECB, Speech, June 2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html>

### *Raporty:*

*First Progress Report*, NGFS, October 2018, <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/818366-ngfs-first-progress-report-20181011.pdf>

*Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Final Report*, TCFD, June, 2017 <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>

*Status Report 2022*, TCFD, October 2022, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf>,

*Informacje:*

*Membership*, NGFS <https://www.ngfs.net/en/about-us/membership>

*Operating Principles for Impact Management*, International Financial Corporation The World Bank Group, 2019 (updated June 2021),

<https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2021-06/Impact%20Principles%20Brochure%20Revised.pdf>

*Our Firm*, Generation Investment Management: <https://www.generationim.com/our-firm/>

*Our Membership*, UN Environment Program. Financial Initiative; <https://www.unepfi.org/members/>,

*Principles for Responsible Banking*, UN, <https://www.unepfi.org/publications/principles-for-responsible-banking-guidance-document/>,

*Principles for Sustainable Insurance*, UN, <https://www.unepfi.org/insurance/insurance/the-principles>

*What are the Sustainable and Development Goals?*, UN, <https://www.undp.org/sustainable-development-goals>,

*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, <https://www.bloomberg.org/environment/driving-sustainable-finance/task-force-on-climate-related-financial-disclosures/>, Bloomberg Philanthropies

*What is the Paris Agreement?*, UN Climate Change, <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

*What is the PRI?*, UN, <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>