

Mówiąc o *zielonej zmianie* – odnosimy do niej pojęcie „zielone finanse“. Ale w dyskusjach, w prasie, w komentarzach pojawiają się też terminy takie jak finanse zrównoważone, czy finanse klimatyczne. Omawianie zielonych aktywów i zielonych rynków finansowych wymaga doprecyzowania definicji. Jest to ważne ze względu na rozumienie istoty powstania i funkcjonowania „zielonych aktywów“, którą najkrócej można określić jako rodzaj zmiany, która wymaga dedykowanego finansowania.

Obszar zielonych finansów, można analizować z różnych punktów widzenia. W poniższym tekście punktem odniesienia będą uczestnicy rynków finansowych (również Ci potencjalni) i dylematy, które przed nimi stoją.

Sam termin zielone finanse jest używany szeroko w potocznym języku finansów, często wymiennie z terminem finanse zrównoważone. Było ku temu kilka powodów – przede wszystkim to, iż pierwsze inicjatywy rządowe, czy też agencji rządowych – były nakierowane na działania wspomagające transformację dedykowaną ochronie środowiska. Do takich inicjatyw można zaliczyć stworzenie przez rząd brytyjski w 2012 roku Zielonego Banku Inwestycyjnego (UK Green Investment Bank<sup>1</sup>), opublikowanie w Chinach – również w 2012 roku - *Wytycznych Zielonego Kredytowania (Green Credit Guidelines)* – przez Chińską Komisję Regulacyjną ds Banków<sup>2</sup>, w 2016 opublikowano tam kolejny dokument tym razem odnoszący się do zmiany systemu finansowego: *Wytyczne Tworzenia Zielonego Systemu Finansowego (Guidelines for Establishing Green Financial System)*<sup>3</sup>, zaś a w 2018 roku Chińskie Stowarzyszenie Zarządzających Aktywami opublikowało *Wytyczne Dotyczące Zielonych Inwestycji*

---

<sup>1</sup> O historii, celach i sukcesie powstania i sprzedaży w ręce prywatne UK Green Investment Bank warto przeczytać w dokumencie rządowym *Future of UK Green Investment Bank PLC*. Tu nadmienimy jedynie, że instytucja ta powstała nie tylko z myślą o finansowaniu przedsięwzięć zgodny z „zieloną polityką rządu“, ale również po to, by pokazać, że taki inwestycje mogą być nie mniej rentowne niż wszystkie inne. Zobacz w: *Future of UK Green Investment Bank PLC. Policy Statement*, Department for Business Innovation & Skills, November 2015, s. 4-7, <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a75a7c7ed915d6faf2b4ab1/BIS-15-630-future-of-the-uk-green-investment-bank.pdf>, dostęp [12.05.2025]

<sup>2</sup> *China's Green Credit Guidelines*: <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/chinas-green-credit-guidelines>, dostęp [12.05.2025]

<sup>3</sup> Dokument ten był dokumentem wspólnym takich instytucji jak: Ludowego Banku Chin, Ministerstwa Finansów, Komisji ds Rozwoju Narodowego i Reform, Ministerstwa Ochrony Środowiska, Chińskiej Komisji ds Regulacji Bankowych, Chińskiej Komisji ds Regulacji Papierów Wartościowych i Chińskiej Komisji ds Regulacji Ubezpieczeń, co miało na celu zaangażowanie wszystkich interesariuszy mających wpływ na jego regulacje. *Guidelines for Establishing the Green Financial System*, Ludowy Bank Chin, <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3133045/index.html>, dostęp [12.05.2025]

(*Green Investment Guidelines*), w których to zdefiniowano główne zasady i standardy metodologii, strategii, regulacji, benchmarków i wyceny zielonych inwestycji<sup>4</sup>. Same zielone inwestycje zostały w dokumencie zdefiniowane w następująco<sup>5</sup>: „Artykuł 3. Zielone inwestycje oznaczają działanie polegające na inwestowaniu w przedsiębiorstwa lub projekty, które mogą generować korzyści dla środowiska i zmniejszać koszty oraz ryzyko dla środowiska poprzez przyjęcie systematycznej strategii zielonych inwestycji, której celem jest promowanie efektywności środowiskowej przedsiębiorstw, rozwijanie zielonych gałęzi przemysłu i zmniejszanie ryzyka dla środowiska. Zakres zielonych inwestycji powinien koncentrować się na ochronie środowiska, niskim poziomie emisji dwutlenku węgla i recyklingu, w tym między innymi na poprawie efektywności energetycznej, ograniczaniu emisji, czystej i odnawialnej energii, ochronie i odnowie środowiska oraz gospodarce o obiegu zamkniętym“<sup>6</sup>.

Natomiast w 2020 roku Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei opublikował przełomowa publikację: *The Green Swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*<sup>7</sup>, w której w szczególności opisano istotę, specyfikę i znaczenie zmiany klimatu. *Zielona zmiana* określana jest tam właśnie mianem „zielonego łabędzia“, a autorzy podkreślają, iż stabilność klimatyczna i finansowa są powiązanymi ze sobą dobrami publicznymi<sup>8</sup>. A zatem zmiana, która się dokonuje ma zakres systemowy i wydaje się, że w jej końcowym etapie, to „zielone finanse“ będą dominowały w systemie bankowym i na rynkach finansowych, co wpisuje się w potrzeby najważniejszych wyzwań politycznych i gospodarczych naszego stulecia<sup>9</sup>.

---

<sup>4</sup> China's Green Investments Guidelines, <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/chinas-green-investment-guidelines> dostęp [12.05.2025]

<sup>5</sup> *Wytyczne Dotyczące Zielonych Inwestycji*, Chiński Stowarzyszenie Zarządzania Aktywami, 10 XI 2018, <https://mp.weixin.qq.com/s?biz=MzA5OTIwODIyMw==&mid=2651816701&idx=2&sn=7344747e28e73a51241a6d2be3ff97c2&chksm=8b7eff8dbc09769bad7e23e9b00109eeae92e85341c7911ca3b525a71f7b731a39ecef20f63&mpshare=1&scene=1&srcid=1110uqfAlo9hMG82rh5lmT4v#rd>, tłumaczenie z chińskiego, Google Translator, [dostęp 15.05.2024].

<sup>6</sup> Zdefiniowanie zielonych finansów nie jest procesem oczywistym. Na przykład Magdalena Ziolo dokonując przeglądu definicji poszczególnych rodzajów finansów zrównoważonych - podaje siedm definicji zielonych finansów funkcjonujących w literaturze przedmiotu, które nieco odmiennie – w zależności od nacisku na przedmiot, proces, czy zakres je definiują. Jest to o tyle istotne, że definicja (czy też definicje różnego typu finansów – ma swoje odbicie w produkcji finansowym i procesie monitorowania jego „zieloności“. W szczególności zobacz w: Magdalena Ziolo: *Finanse Zrównoważone*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa-Szczecin, 2020, s. 35-37.

<sup>7</sup> Patrick Bolton, Morgan Despres, Luis Awazu Pereira da Silva, Frederic Samama, Romain Svartzman: *The Green Swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, BIS, Januray 2020, <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>, dotęp [18.04.2024], s. 3.

<sup>8</sup> Patrick Bolton, Morgan Despres, Luis Awazu Pereira da Silva, Frederic Samama, Romain Svartzman: *The Green Swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, BIS, Januray 2020, <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>, dotęp [18.04.2024], s. 2.

<sup>9</sup> Jak napisano w dokumencie UNEP: „*cicha rewolucja* już ma miejsce, gdyż decydenci polityczni i regulatorzy finansowi adresują potrzebę stworzenia mocnego i zrównoważonego systemu finansowego na miarę potrzeb 21-go

Było to opracowanie, które wpłynęło na internacjonalizację problemów i wyzwań zielonych finansów w skali globalnej. Było też kolejnym krokiem w procesie standaryzacji podejścia do nowego segmentu finansów.

Również pierwsze emisje obligacji otrzymały nazwę „zielonych obligacji“ – co wpłynęło na język używany w odniesieniu do tego typu aktywów. Tworzący się od 2007<sup>10</sup> roku obszar zrównoważonych rynków finansów przeszedł już okres formacyjny, a także jest coraz bliżej zakończenia okresu standaryzacji definicji<sup>11</sup>, instrumentów i metod oceny ryzyka. Proces tworzenia i standaryzacji definicji – zarówno na poziomie koncepcji i praktyki rynkowej, a także odpowiadającej jej taksonomii działalności gospodarczej<sup>12</sup> jest fundamentem realizacji celów zawartych w porozumieniach i umowach międzynarodowych, których najbardziej syntetycznym wyrazem jest dążenie do osiągnięcia zeroemisyjności poszczególnych gospodarek. Aby osiągnąć zamierzone cele konieczne jest dostarczenie finansowania projektów, przedsięwzięć, czy po prostu tych procesów, które prowadzą do zamierzonych celów. A na to co finansujemy (i czy rzeczywiście finansujemy/inwestujemy w „zieloną zmianę“) wskazują przyjęte definicje.

Zakres definicyjny odzwierciedlający koncepcję celów ESG ( i ich podziału) w sposób uproszczony przedstawia schemat nr 1. Najszerszym pojęciem jest termin *finanse zrównoważone*, zawierający w sobie zmianę jaka ma się dokonać w obszarze środowiska, społecznym, ekonomicznym i procesów zarządzania, a najwęższym *finanse niskoemisyjne* (low-carbon).

---

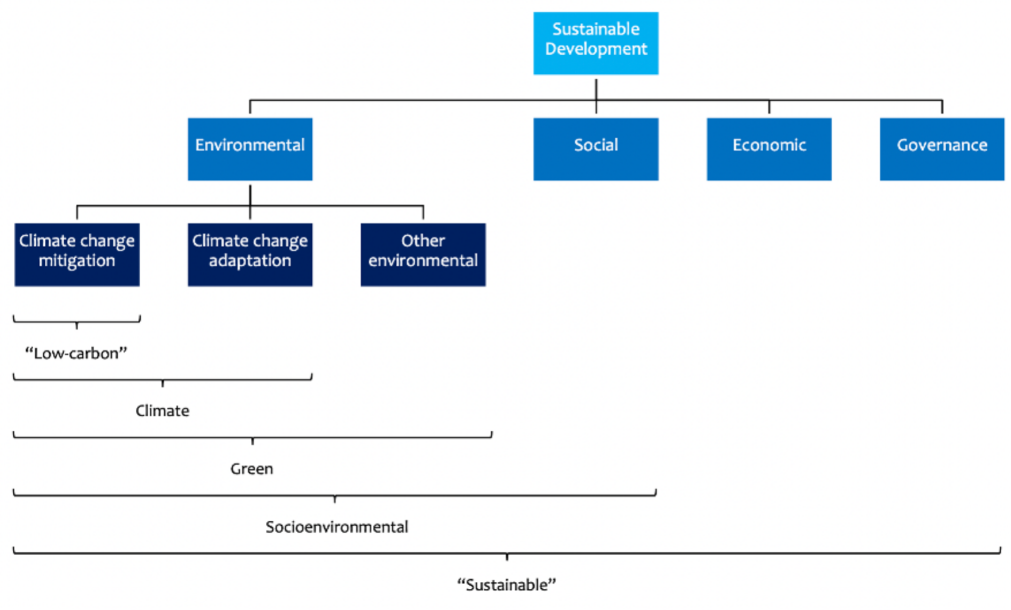
wieku“: UNEP, *The Financial System we Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development*, October, 2015, s.i., [https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/The\\_Financial\\_System\\_We\\_Need\\_Aligning\\_the\\_Financial\\_System\\_with\\_Sustainable\\_Development.pdf](https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/The_Financial_System_We_Need_Aligning_the_Financial_System_with_Sustainable_Development.pdf), [dostęp 21.04.2024]

<sup>10</sup> Za początki tego rynku można uznać pierwszą emisję zielonych obligacji, dokonaną w 2007 roku przez Europejski Bank Inwestycyjny. O historii tej i kolejnych emisji EBI warto przeczytać w: *From niche to mainstream*, Serena Sertore, EIB, 19 July 2022, <https://www.eib.org/en/press/all/2022-308-15-years-of-eib-green-bonds-leading-sustainable-investment-from-niche-to-mainstream>, dostęp [24.11.2024]

<sup>11</sup> W 2016 roku Green Finance Study Group przy G20 analizująca bariery rozwoju rynku zielonych finansów, brak jednolitych definicji (a co za tym idzie brak jasności co do tego, jakie aktywności składają się na zielone finanse) uznała jako jedną z pięci najistotniejszych barier dla rozwoju tego rynku: *G20 Green Finance Synthesis Report*, G20 Green Finance Study Group, 15 July 2016, s. 10-11, <https://g20.utoronto.ca/2016/green-finance-synthesis.pdf>, dostęp [24.11.2024]

<sup>12</sup> Problemy definicyjne na obszarze Unii Europejskiej zostały zaadresowane w regulacji z 2020 (EU Taxonomy Regulation) ujednocniającej taksonomię (system klasyfikacji działalności gospodarczych) na jej obszarze. O szczegółach i zastosowaniu warto przeczytać: *EU Taxonomy for sustainable activities*, ECB, [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en) dostęp [24.11.2024]

Schemat 1. Zrównoważone finanse – uproszczony schemat stosowanej terminologii



Źródło: UNEP, *Definitions and Concept. Background Note*, s. 11, <https://www.unep.org/resources/report/definitions-and-concepts-background-note-inquiry-working-paper-1613> dostęp [4.02.2024]

Rozróżnienie definicyjne jest bardzo istotne, gdyż przekłada się na zobowiązanie odzwierciedlone w aktywach, w procesie ich certyfikacji i w konsekwencji na dostępne uniwersum inwestycyjne. Ale jest również istotne ze względu – na wcale nie tak niszowe – zjawisko *greenwashingu* (*zielonego kłamstwa*)<sup>13</sup>.

A zatem – cele do osiągnięcia – określiły nowe obszary finansowania, a w rezultacie strategię inwestycyjną. Przykładem dobrze ilustrującym ten proces jest wypowiedź Aldo Romaniego, którego team pracował nad pierwszą emisją pierwszych zielonych obligacji (5 lipca 2007 roku): *Idea jest bardzo prosta. Z jednej strony zebrane środki alokujesz do konkretnego projektu, którego realizacja ma pozytywny wpływ na walkę ze zmianami klimatycznymi, a z drugiej strony pozwalasz inwestorowi monitorować to co robisz*<sup>14</sup> - w definicjach kluczowe są więc cele realizowanych projektów.

<sup>13</sup> Syntetyczny opis zjawiska *greenwashingu* znajdziemy w podsumowaniu Ernst & Young: *Greenwashing: czyli krzywe zwierciadło zielonego ładu*, 18 maj 2023, [https://www.ey.com/pl\\_pl/forensic-integrity-services/greenwashing-czyli-krzywe-zwierciadlo-zielonego-ladu](https://www.ey.com/pl_pl/forensic-integrity-services/greenwashing-czyli-krzywe-zwierciadlo-zielonego-ladu), dostęp [22.04.2024]

<sup>14</sup> *From niche to mainstream*, Serena Sertore, EIB, 19 July 2022, <https://www.eib.org/en/press/all/2022-308-15-years-of-eib-green-bonds-leading-sustainable-investment-from-niche-to-mainstream>, dostęp [24.11.2024]

Przyjętą przez UNEP klasyfikacja, która dzieli finanse zrównoważone na: społeczno-środowiskowe, zielone finanse, finanse klimatyczne i środki finansujące niskoemisyjność (a relacje między kategoriami ilustruje schemat 1). – wskazuje kierunki inwestycyjne. W praktyce rynkowej – mającej odzwierciedlenie w wolumenie wyemitowanych i „tradycyjnych“ aktywów – dominują przede wszystkim obligacje i udziały w kapitale spółek – często egzekwowane na bazie podejścia określanego jako *corporate engagement & shareholder action*. Ze względu na rozległość tematu (a szczupłość opracowania), nie będziemy analizować aktywności kredytowej banków, która również jest istotną częścią finansowania *zielonej zmiany*<sup>15</sup>.

Tabela 1. Poziom globalnych inwestycji w aktywa zrównoważone, 2016-2022 (mld \$)

<b>Region</b>	<b>2016</b>	<b>2018</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>
Europa	12,040	14,075	12,017	14,054
Kanada	1,086	1,699	2,423	2,358
Australia & Nowa Zelandia	516	734	906	1,220
Japonia	474	2,180	2,874	4,289
<b>Sub-total (mld \$)</b>	<b>14,115</b>	<b>18,688</b>	<b>18,220</b>	<b>21,921</b>
zmiana w %		32%	-3%	20%
Stany Zjednoczone	8,723	11,995	17,081	8,400
<b>Total (mld \$)</b>	<b>22,838</b>	<b>30,683</b>	<b>35,301</b>	<b>30,321</b>
zmiana w %		34%	15%	n/a

Źródło: Figure 1. Snapshot of global sustainable investing assets, 2016-2022, *Global Sustainable Investment Review 2022*, s. 11, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>, dostęp [19.05.2025]

O stale rosnącej istotności zielonych rynków finansowych świadczy wielkość inwestycji w aktywa zrównoważone w stosunku do całości zarządzanych aktywów. Organizacja Global Sustainable Investment Allianz (GSIA) podaje na bazie zebranych przez siebie danych<sup>16</sup>, że w 2022 roku relacja zrównoważonych aktywów inwestycyjnych w stosunku do aktywów zarządzanych ogółem we wskazanych

<sup>15</sup> W naszym opracowaniu nie zajmujemy się kredytami udzielanymi przez banki, będącymi jednym z filarów zielonych finansów. O roli i wyzwaniach sektora finansowego – czym a pisze: M. Ziolo: *Finanse Zrównoważone*, PWE, Warszawa-Szczecin, 2020, s. 121-147, a także kwestie te podnosi raport PWC: *Zielone finanse po polsku*. Trzecia edycja, Styczeń 2024, <https://www.pwc.pl/pl/pdf-nf/zielone-finanse-po-polsku-edycja-3.pdf>, [dostęp 24.05.2025]

<sup>16</sup> O metodologii stosowanej przez Global Sustainable Investment Allianz przeczytaj w raporcie *Global Sustainable Investment Review 2022*, s. 8, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>, dostęp [19.05.2025]

regionach była następująca: Europa 38%, Stany Zjednoczone 13%, Kanada 47%, Australia i Nowa Zelandia 43%, Japonia 34%<sup>17</sup>. W 2022 roku całkowitą wartość aktywów zrównoważonych GSIA oszacował na 30,3 biliona USD<sup>18</sup>.

Najogólniej wyróżnia się trzy typy produktów finansowych: instrumenty udziałowe (np. które przeszły określony rodzaj selekcji pod względem kryteriów ESG lub są wynikiem podejścia *targeted engagement*<sup>19</sup> (celowego zaangażowania), wykorzystania środków (*use of proceeds* – nakierowanych na realizację konkretnych zadań), czy instrumenty związane ze zrównoważonym rozwojem (*sustainability-link product* – których dochodowość związana jest z określeniem konkretnego – skwatyfikowalnego celu – np. poziom emisyjności – a jego nie osiągnięcie, ma określone z góry konsekwencje finansowe (np. wyższy koszt finansowania)).

## INSTRUMENTY UDZIAŁOWE

J. P. Morgan Asset Management jako najczęściej wykorzystywane podejścia/strategie inwestowania w zrównoważone aktywa podaje następujące podejścia<sup>20</sup>:

- ✓ ESG Integration (Integracja czynników ESG)
- ✓ Exclusionary strategies (Strategie wykluczające)
- ✓ Positive tilt (Pozytywne odchylenie)
- ✓ Best-in-class (Najlepsi w sektorze)
- ✓ Thematic (Tematyczne)
- ✓ Impact (Strategie wpływu)

**Strategia Integracji Czynników ESG** (ESG Integration) nie jest zaliczana do zrównoważonych strategii jako takich. Jest częścią tradycyjnych strategii inwestycyjnych, ale z tą różnicą, że czynniki ESG są systematycznie brane pod uwagę w procesie wyceny ryzyk mających materialny wpływ<sup>21</sup> na wyniki finansowe firmy, a

---

<sup>17</sup> Figure 4: Proportion of sustainable investing assets relative to total managed assets, 2014-2022, *Global Sustainable Investment Review 2022*, s. 11, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>, dostęp [19.05.2025]

<sup>18</sup> *Global Sustainable Investment Review 2022*, s. 10, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>, dostęp [19.05.2025]

<sup>19</sup> Jest to szeroki temat, którego klasyczne omówienie znajduje się w publikacji PRI: *How ESG Engagement creates value for investors and companies*, 2018, <https://www.unpri.org/download?ac=4637>, dostęp [24.05.2025]

<sup>20</sup> J.P. Morgan Asset Management: *What Are the different approaches to sustainable investing?* 16 XII 2024, <https://am.jpmorgan.com/lu/en/asset-management/per/investment-themes/esg/what-are-the-different-approaches-to-sustainable-investing/>, dostęp [19.05.2025]

<sup>21</sup> Właśnie materialność zdarzeń wynikających z ryzyk ESG jest uznawana za jeden z czterech głównych czynników wpływających na włączanie ich analizy do klasycznego procesu zarządczego w spółkach notowanych na giełdzie.

także na procesy decyzyjne, co w konsekwencji wpływa na uniwersum inwestycyjne np. Poprzez wykluczenie niektórych spółek (ponoszących zbyt duże ryzyko np. ze względów środowiskowych)<sup>22</sup>.

**Strategie wykluczające** (Exclusionary Strategies) „były najwcześniej zastosowanym podejściem do zrównoważonego inwestowania, wyrastającym z religijnych korzeni inwestycji – zabraniających inwestowania w firmy związane z hazardem, czy przemysłem alkoholowym”<sup>23</sup>. Do firm, które często podlegają wykluczeniu należą między innymi również producenci broni, przemysł tytoniowy, czy wydobywczy (węgiel i ropa naftowa).

**Pozytywne Odchylenie** (Positive Tilt) – „portfele budowane na tych strategiach opierają się na dużej alokacji akcji spółek, które otrzymały wysoki scoring ESG, i utrzymywane są w portfelu tylko wtedy, kiedy przewyższają pewien – określony poziom. Sposób wyznaczenie poziomu odcięcia może się różnić w zależności od firmy, podobnie jak źródła scoringu (wewnętrzne/zewnętrzne), czy podejście ilościowe vs jakościowego”<sup>24</sup>.

**Najlepsi w sektorze** (Best-in-class) – ta strategia jest podejściem polegającym na wyborze tych spółek, które z jednej strony mają dobre wyniki finansowe, ale jednocześnie realizujące specyficzne cele środowiskowe i/lub społeczne. Inwestorzy wybierają te spółki, które są liderami w dostarczaniu wartości zgodnymi z celami ESG w ramach danego sektora<sup>25</sup>. Inwestorzy wybierają te spółki, które są liderami w dostarczaniu wartości zgodnymi z celami ESG w ramach danego sektora.

**Tematyczne** – strategie tematyczne często określane są strategiami, które pozwalają inwestorom finansować te przedsięwzięcia, w które oni/one osobiście wierzą. Odnoszą się one do inwestycji długoterminowych, które są zgodne z trendami, ideami, wartościami i celami osób inwestujących swoje środki finansowe<sup>26</sup>. W odniesieniu do finansów zrównoważonych, tworzone są po to, by inwestować w spółki i aktywa finansowe, które adresują problemy z tego obszaru, na przykład takie jak dostarczanie

---

Szerzej zobacz w: *ESG Integration in Listed Equity: A Technical Guide*, Principle for Responsible Investment, April 2023, s. 12, <https://www.unpri.org/download?ac=18407>, dostęp [19.05.2025].

<sup>22</sup> J.P. Morgan Asset Management: *What Are the different approaches to sustainable investing?* 16 XII 2024, <https://am.jpmorgan.com/lu/en/asset-management/per/investment-themes/esg/what-are-the-different-approaches-to-sustainable-investing/>, dostęp [19.05.2025]

<sup>23</sup> Tamże.

<sup>24</sup> Tamże.

<sup>25</sup> GreenCo ESG Consultants: *Best in class investment*, <https://greenco-esg.com/best-in-class-investment/>, dostęp [21.05.2025]

<sup>26</sup> Fidelity, *Investing in Ideas*: <https://www.fidelity.com/viewpoints/investing-ideas/thematic-investing>, dostęp [21.05.2025]

rozwiązań związanych ze zmianą klimatu, czy też oferujące produkty adresujące problem nierówności społecznych<sup>27</sup>.

**Strategie wywierania wpływu (Impact)** - strategie te mają do osiągnięcia podwójny cel: oczekiwaną stopę zwrotu, przy jednoczesnej realizacji celu środowiskowego i/lub społecznego. Strategie są tworzone i ewaluowane w odniesieniu do specyficznej macierzy celów, np. Redukcji emisji gazów cieplarnianych, dzięki wykorzystaniu produktów i usług firm, w które zainwestowano<sup>28</sup>.

Wyżej wymienione strategie są najbardziej ogólnymi podejściami, mającymi w praktyce różne warianty. To co w wybranym podejściu jest istotne, to praktyka, pozwalająca na integrację zasad inwestycyjnych bazujących na wybranych kryteriach, czy też precyzyjnie rzecz ujmując wartościach, do wyboru aktywów dozwolonych lub nie – w wybranej strategii. Szeroko uznawaną praktyką rynkową jest właśnie **screening**. Dzięki niemu następuje dobór aktywów zgodnych z wybranymi zasadami czy normami. Jako przykład takich wyborów PRI podaje zgodność z wartościami wybranych organizacji, czy też umów międzynarodowych takich np. Jak<sup>29</sup>:

- ✓ The United Nations Global Compact
- ✓ Porozumienie Paryskie (The Paris Climate Agreement)
- ✓ Wytyczne OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych dotyczące odpowiedzialnego prowadzenia działalności biznesowej ( The OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct)
- ✓ Międzynarodowe Ustawodawstwo Praw Człowieka (The International Bill of Human Rights)
- ✓ Wskaźniki Dobrego Rządzenia (Worldwide Governance Indicator – WGI )

W tabeli nr 2 przedstawiono proces postępowania, przy zastosowaniu wybranej strategii, tak by odzwierciedlała dane podejście inwestycyjne.

---

<sup>27</sup> J.P. Morgan Asset Management: *What Are the different approaches to sustainable investing?* 16 XII 2024, <https://am.jpmorgan.com/lu/en/asset-management/per/investment-themes/esg/what-are-the-different-approaches-to-sustainable-investing/>, dostęp [21.05.2025]

<sup>28</sup> Tamże.

<sup>29</sup> *An Introduction to responsible investment: screening and exclusion*, Principle for Responsible Investment, [https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening-and-exclusions/12727.article#What\\_is\\_screening](https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening-and-exclusions/12727.article#What_is_screening), dostęp [19.05.2025]

Tabela 2. Kategorie screeningu jako odpowiedzialnej praktyki inwestycyjnej według propozycji organizacji Principle for Responsible Investing

<b>Exclusionary screening / exclusions</b> (wyłączenie)	<b>Negative screening</b> (selekcja negatywna)	<b>Positive screening</b> (selekcja pozytywna)	<b>Best-in-class screening</b> (najlepsi w sektorze)	<b>Norms-based screening</b> (0)
Odniesienie się do zasad bazujących na ...	Odniesienie się do zasad bazujących na... ...	Odniesienie się do zasad bazujących na...	Odniesienie się do zasad bazujących na...	Odniesienie się do zasad bazujących na..
kryteriach ESG ...	„nieporządkanych“ kryteriach ESG...	„porządkanych“ kryteriach ESG...	kryteriach ESG które są „porządkane“ w odniesieniu do tego i podobnych funduszy ( <i>‘desirable’ relative to peers...</i> )	zgodność z szeroko rozumianymi standardami ESG albo normami ...
które determinują to, czy dana inwestycja ...	które determinują to, czy dana inwestycja ...	które determinują to, czy dana inwestycja ...	które determinują to, czy dana inwestycja ...	które determinują czy inwestycja ...
jest <b>nie-dozwolona</b>	jest <b>niedozwolona</b>	jest <b>dozwolona</b>	jest <b>dozwolona</b>	<b>Jest albo nie jest</b> dozwolona

Źródło: *An Introduction to responsible investment: screening and exclusion*, Principle for Responsible Investment, [https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening-and-exclusions/12727.article#What\\_is\\_screening](https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening-and-exclusions/12727.article#What_is_screening), dostęp [19.05.2025]

Proces inwestycyjny – tu wstępnie zarysowany – jest bardziej złożony – niż w przypadku aktywów „klasycznych“, gdzie głównymi determinantami są typy aktywów i ratingi inwestycyjne. W identyfikowaniu zielonych, czy nawet zrównoważonych aktywów pomaga ich specyfika odzwierciedlona w nazewnictwie (szczególnie w przypadku obligacji), a także system ocen i indeksów (przede wszystkim w przypadku akcji).

#### WYKORZYSTYWANIE ŚRODKÓW (*Use of proceeds product*)

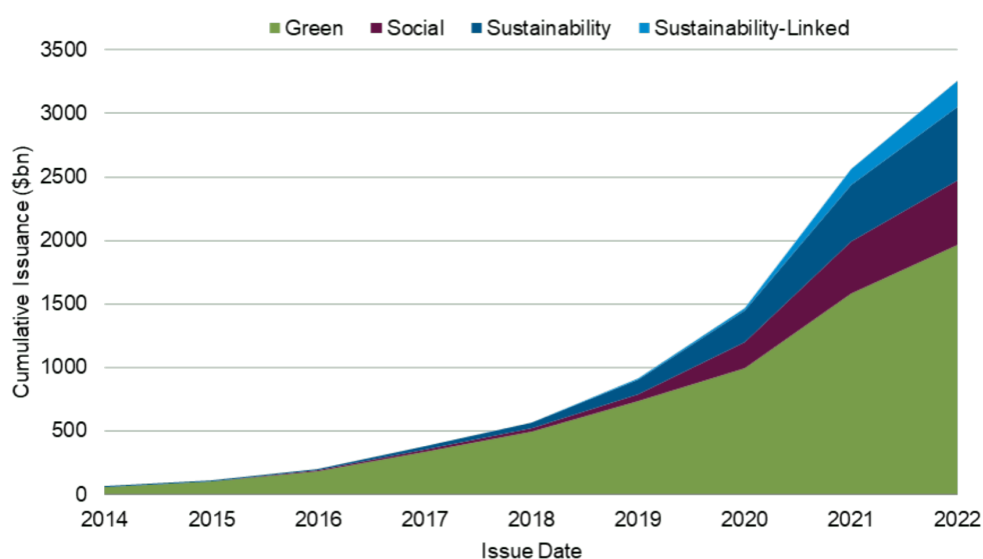
Należą do nich obligacje finansujące projekty ESG, których specyfiką jest to, że w odróżnieniu od klasycznych obligacji – finansujących dowolne potrzeby emitenta –

dochody pozyskane z ich emisji finansują konkretny projekt, który ma przynieść – zgodne z celem korzyści. W związku z tym wyróżniamy następujące typy obligacji:

- zielone obligacje (*Green Bonds*)
- obligacje społeczne (*Social Bonds*)
- obligacje zrównoważone (*Sustainability Bonds*)

Wykres 1. Emisja obligacji ESG, w latach 2014-Q3 2022.

### ESG Bonds Cumulative Issuance (\$bn)



Źródło: Pimco Understanding Green, Social and Sustainability Bonds, <https://www.pimco.com/eu/en/resources/education/understanding-green-social-and-sustainability-bonds>, na podstawie danych Bloomberg, dostęp [18.05.2025]

Często obligacje związane ze zrównoważonym rozwojem (*Sustainability-link Bond*) również są zaliczane do tego typu inwestycji, choć posiadają swoją specyfikę, którą omówimy w dalszej części. Wśród emisji, a co za tym idzie inwestycji dominują *zielone obligacje*, i one są najchętniej „tradowalne“, *następnie obligacje społeczne i obligacje zrównoważone* – dane na wykresie numer 1.

Zanim dokonamy charakterystyki poszczególnych typów obligacji warto zaznaczyć, że środki pozyskane z ich emisji przeznaczane są na realizację konkretnego projektu, mającego osiągnąć założone cele, a zatem nie mogą finansować dowolnych, czy ogólnych (np. płynnościowych) potrzeb emitenta.

**Zielone Obligacje (Green Bonds)** – zgodnie z definicją Green Bond Principles (GBP) – jest to „dowolny typ obligacji, z której wpływy albo ich równowartość będą wykorzystane do finansowania i/lub refinansowania, w części lub w całości, do nowych i/albo istniejących kwalifikowanych Zielonych Projektów , i które spełniają cztery podstawowe kryteria GBP<sup>30</sup>. Do zielonych projektów zaliczamy na przykład takie projekty jak: energia odnawialna, efektywność energetyczna, zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń, ochrona bioróżnorodności lądowej i wodnej, czy czysty transport<sup>31</sup>. Do podstawowych kryteriów zgodności z zasadami GBP zaliczamy<sup>32</sup>:

- ✓ określenie celu na jaki zostaną wykorzystane środki
- ✓ proces oceny i selekcji projektów
- ✓ zarządzanie środkami
- ✓ raportowanie

Jednocześnie dla zachowania najwyższej transparentności rekomenduje się<sup>33</sup>:

- ✓ spójność z całościowym modelem (Green Bonds Framework)
- ✓ wykorzystanie zewnętrznej ewaluacji

Do podstawowych typów zielonych obligacji zaliczamy:

- ✓ Standardowa Zielona Obligacja (Standard Green Use of Proceeds Bond): standardowa obligacja dłużna zgodna z zasadami GBP z prawem regresu wobec emitenta
- ✓ Zielona Obligacja Przychodowa (Green Revenue Bond): zgodna z zasadami GBP obligacja dłużna bez prawa regresu wobec emitenta, w której ryzyko kredytowe jest związane z zadeklarowanymi przepływami pieniężnymi, opłatami, podatkami itp., i z której wpływy trafiają do powiązanych lub nie powiązanych projektów ekologicznych
- ✓ Zielona Obligacja Projektowa (Green Project Bond): obligacja projektowa zgodna z zasadami GBP wyemitowana na potrzeby jednego lub wielu projektów

---

<sup>30</sup> ICMA: *Green Bond Principles. Voluntary process Guidelines for Issuing Green Bonds*, June 2021 ( with June 2022 Appendix 1),s. 3, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>, dostęp [22.05.2025]

<sup>31</sup> Green Bond Principles, *Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji*, 2018, s. 4-5, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-GBP2018-06.pdf>, dostęp [21.05.2025]

<sup>32</sup> ICMA: *Green Bond Principles. Voluntary process Guidelines for Issuing Green Bonds*, June 2021 ( with June 2022 Appendix 1), s. 4, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>, dostęp [22.05.2025]

<sup>33</sup> Tamże, s. 4.

ekologicznych, w której inwestor jest bezpośrednio narażony na ryzyko związane z projektem; z prawem regresu względem emitenta lub bez takiego prawa regresu

- ✓ Zielona Obligacja Sekurytyzowana (Green Securitised Bond): obligacja zgodna z zasadami GBP zabezpieczona przez jeden lub więcej konkretnych projektów ekologicznych, w tym listy zastawne, papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ABS), hipoteczne listy zastawne (MBS) i inne struktury. Podstawowe źródło spłaty stanowią w tym przypadku przepływy pieniężne z aktywów<sup>34</sup>

**Obligacje społeczne** (*Social Bonds*) – to „dowolnego typu obligacje, z których środki, albo ich równowartość, będą wyłącznie wykorzystane do finansowania lub refinansowania zupełnie nowych i/lub istniejących projektów dedykowanych celom społecznym (Social Projects) i które są zgodne z czterem głównymi zasadami emisji obligacji społecznych”<sup>35</sup>. Ponieważ są one identyczne z zasadami odnoszącymi się do zielonych obligacji, nie będziemy już ich tu wymieniać<sup>36</sup>. Warto tu jednak wymienić przykłady grup społecznych, których poprawa bytu jest celem realizacji finansowanych programów, mogą to być: osoby żyjące poniżej granicy ubóstwa, osoby niepełnosprawne, populacje i/lub społeczności wyłączone i/lub marginalizowane, osoby bezrobotne, imigranci i osoby przesiedlone, osoby niewykształcone, osoby bez dobrego dostępu do podstawowych towarów i usług, osoby bezrobotne, ale dotknięte zmianami klimatycznymi, kobiety i/lub mniejszości seksualne, starzejące się społeczeństwa i wrażliwa młodzież, a także inne grupy wrażliwe na klęski żywiołowe, czy zmiany klimatyczne<sup>37</sup>.

**Obligacje zrównoważone** (*Sustainability Bonds*) – to każdy typ obligacji, z którego wpływy lub wartość im równoważna będzie wykorzystana wyłącznie do finansowania albo refinansowania kombinacji zarówno Zielonych, jak i Społecznych

---

<sup>34</sup> Green Bond Principles, *Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji*, 2018, s. 10, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-GBP2018-06.pdf>, dostęp [21.05.2025]

<sup>35</sup> ICMA: *The Social Bond Principle, Voluntary Process Guidelines for issuing Social Bonds*, June 2023, s.3, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>, [dostęp 22.05.2025]

<sup>36</sup> Warto też dodać, że istnieją różnego typu obligacje społeczne, takie jak: Standardowa Obligacja Społeczna (Standard Social Use of Proceeds Bond), Społeczna Obligacja Przychodowa (Social Revenue Bond), Społeczna Obligacja Projektowa (Social Project Bond), Zabezpieczona Obligacja Społeczna (Secured Social Bond). O ich specyfice warto przeczytać w: ICMA: *The Social Bond Principle, Voluntary Process Guidelines for issuing Social Bonds*, June 2023, s.7, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>, [dostęp 22.05.2025]

<sup>37</sup> Tamże, s. 4.

Projektów (Green and Social Projects).<sup>38</sup> Obligacje zrównoważone muszą być spójne z czterema głównymi zasadami zarówno w odniesieniu do zielonych obligacji (Green Bond Principle), jak i społecznych (Social Bond Principle).

## INSTRUMENTY ZWIĄZANE ZE ZRÓWNOWAŻONYM ROZWOJEM

*(Sustainability-link product)*

Najbardziej charakterystycznym przykładem są obligacje związane ze zrównoważonym rozwojem (*Sustainability-link Bonds*). „**Obligacje związane ze Zrównoważonym Rozwojem** (dalej: „Obligacje SLB”) to wszelkiego rodzaju dłużne instrumenty finansowe, których warunki finansowe lub strukturalne mogą się różnić w zależności od tego, czy emitent osiąga z góry określone cele w zakresie zrównoważonego rozwoju/cele ESG. W tym sensie emitenci wyraźnie zobowiązują się (w tym w dokumentacji obligacji) do perspektywicznej poprawy wyników dotyczących zrównoważonego rozwoju w określonym z góry harmonogramie. Cele ESG są (i) mierzone za pomocą uprzednio zdefiniowanych Kluczowych Wskaźników Efektywności (KPI) oraz (ii) oceniane w odniesieniu do uprzednio zdefiniowanych celów wyznaczonych w zakresie zrównoważonego rozwoju (SPT).<sup>39</sup> Poziom oprocentowania (kuponu) zależy więc od tego, czy dane cele zostały osiągnięte (co skutkuje jego obniżeniem), czy też nie. Obligacje te mogą pełnić kluczową rolę w zachęcaniu spółek do deklarowania zgodności z zasadami ESG na poziomie całej korporacji, szczególnie poprzez dążenie do zgodności z 17 celami Rozwoju Zrównoważonego<sup>40</sup>, czy też z Porozumieniem Paryskim<sup>41</sup>.

Ponieważ mamy różne typy obligacji, to warto pamiętać, że klasyfikacja obligacji jako zielonych, społecznych, czy zrównoważonych, powinna być determinowana w zależności od pierwotnego celu w dedykowanym projekcie emitenta. Ale pojawia się też pytanie jak osiąga się „jednorodność“ w wybranej kategorii aktywów? Definicje są istotne, ale nie wystarczające, by dokonać takiej klasyfikacji. Potrzebne są kryteria, które tego typu aktywa spełniają. O części z nich już

---

<sup>38</sup> ICMA: *Sustainability Bond Guidelines*, June 2021, s. 3, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>, dostęp [22.05.2025]

<sup>39</sup> ICMA: *Zasady Obligacji związanych ze Zrównoważonym Rozwojem. Niewiążące wytyczne dotyczące procesu*, czerwiec 2020, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Polish-SLB2020-06-011220.pdf>, s. 2, dostęp [18.05.2025]

<sup>40</sup> United Nations, 17 Sustainable Development Goals. History, <https://sdgs.un.org/goals>, dostęp [22.05.2025]

<sup>41</sup> Pimco, *Understanding Green, Social and Sustainable Bonds*, <https://www.pimco.com/eu/en/resources/education/understanding-green-social-and-sustainability-bonds>, dostęp [22.05.2025].

wspomnieliśmy – są to zasady, czy metody, które korporację (ale również agenci rządowi) decydują się dobrowolnie spełniać, czego przykładem są popularyzowane przez ICMA – zasady emisji (np. wspomniane Green Bond Principle, czy Social Bond Principle), czy też przez organizacje Principle for Responsible Investment (o czym pisaliśmy z pierwszej części opracowania). W przypadku omawianych aktywów, to właśnie zasady i ich odzwierciedlenie w projektach promują standardy zielonej zmiany.

## KRYTERIA SELEKCJI

Przygotowując się do wyboru inwestycji możemy kierować się przynależnością do organizacji promujących standardy ESG, czy też takim narzędziem standaryzującym i jednocześnie ułatwiającym inwestowanie w *zielone aktywa* (czy też szerzej *zrównoważone aktywa*) jakim jest system ratingów i indeksów.

*Organizacje promujące standardy.* Jeżeli zastanawiamy się nad wyborem już nie konkretnego aktywa, ale firmy zarządzającej to jedyną ze wskazówek wartości odzwierciedlonych w procesie inwestycyjnym jest przynależność do organizacji promujących standardy ESG.

Tabela 3 . Wybrane organizacje zrzeszające uczestników rynku finansowego (przede wszystkim firmy zarządzające aktywami) promujące standardy ESG

Organizacja	Data powstania	Members	Cel/Misja
The Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC)	2001	400+ / ponad 20 państw	Łączenie inwestorów w społeczność, która wspólnie będzie dążyć do osiągnięcia celu <i>net zero</i> i odporności na zmiany klimatyczne do 2030 roku
Investors Group On Climate Change (IGCC)	2005	107 / Australia i Nowa Zelandia	Akceleracja inwestycji, dla odpornej, zero-emisyjnej gospodarki
Climat Action 100+	2017	600 / z ponad 30 państw	Trzy Cele: plan zaangażowania firm poprzez jasną deklarację obniżenia emisji, poprawę zarządzania i wzmocnienie obszaru ujawnień finansowych związanych z klimatem i planów trzycy, po to by tworzyć długoterminową wartość dla inwestorów.
Net Zero Asset Managers Initiative	XII 2020	n/a (w trakcie rewizji *)	Dążenie do osiągnięcia zerowej emisji gazów cieplarnianych do roku 2050 lub wcześniej, zgodnie ze ścieżką ograniczającą wzrost globalnego ocieplenia do 1,5 st. Celsjusza i wspieranie inwestycji osiągających zerową emisyjność do roku

			2050 lub wcześniej.
Paris Allignet Assets Owners	2021	57 (assets owners)	Deklaracja pełnego poparcia dla celów określonych w Porozumieniu Paryskim z 2015 roku. Celem jest przeprowadzenie tranzyjacji aktywów tak, bo inwestycje portfelowe miały profil zeroemisyjności w roku 2050 lub wcześniej.
Glasgow Financial Alianz for Net Zero (GFANZ)	IV 2021	160+ **	GFANZ powstał jako forum dla adresowania i podejmowania działań dotyczących szeroko rozumianego sektora finansowego w związku z wyzwaniem i możliwościami wynikającymi z tranzyjacji gospodarki w stronę zeroemisyjności. Celem jest wsparcie sektora finansowego w osiągnięciu celów zawartych w Porozumieniu Paryskim.

*Źródło:* opracowanie własne, na podstawie danych zebranych w dniu 22.05.2025 – na bazie aktualnie dostępnych danych na stronach internetowych wymienionych organizacji, specyfikacja w przypisie<sup>42</sup>.

\*ze względu na zmiany polityczne – przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, członkostwo – wyrażające się w zgodności deklarowanych wartości z praktyką działania jest obecnie w procesie rewizji (Update from the Net Zero Assets Managers Initiative, 13 Jan 2025, <https://www.netzeroassetmanagers.org/update-from-the-net-zero-asset-managers-initiative/>, dostęp [22.05.2027]); \*\* w dniu założenia do organizacji przystąpiło ponad 160 organizacji (<https://unfccc.int/news/new-financial-alliance-for-net-zero-emissions-launches>, [22.05.2027]); liczby obecnych członków nie udało się zweryfikować.

## Ratingi

Ocena ryzyka aktywów poprzez przyznanie im ratingu spełnia nieocenioną rolę w procesie inwestowania. W przypadku klasycznych aktywów najistotniejszą rolę grają trzy agencje: Moody's Investor servis, Standard & Poor's (S&P) i Fitch Group, które pokrywają około 80% międzynarodowego rynku<sup>43</sup>. Ich metodologie – choć różniące się w szczegółach, reprezentują podobne podejście do analizowanych ryzyk<sup>44</sup>, dzięki czemu rynki finansowe posiadają wystandaryzowane narzędzia do oceny ryzyka kredytowego.

Jednak w przypadku aktywów określanych jako zrównoważone, ocena ta okazuje się być w praktyce jeszcze bardziej skomplikowana i w efekcie o wiele bardziej subiektywna, co ma przełożenie na odbiór jakości tych ratingów przez inwestorów i same firmy. W raporcie przygotowanym przez ERM Sustainability Institute w 2023

<sup>42</sup> IIGCC: <https://www.iigcc.org/>, IGCC, <https://igcc.org.au/>, ClimatAction100+, <https://www.climateaction100.org/>; Net Zero Asset Managers Initiative, <https://www.netzeroassetmanagers.org/>; Paris Allignet Assets Owners, <https://www.parisalignedassetowners.org/>

<sup>43</sup> Tim Vipond: *Rating Agency*, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/rating-agency/>, dostęp [2.12.2024]

<sup>44</sup> Przykładową analizą różnic metodologicznych może być porównanie wskaźników wykorzystywanych przez Moody's, S&P i Fitch do oceny ryzyka kredytowego państw: zobacz szerzej w *The Methodologies of the Big Three Credit Rating Agencies*, Africa Credit Ratings Resources Platform, <https://www.undp.org/africa/credit-ratings-resource-platform/methodologies>, dostęp [2.12.2024]

roku o poziom zaufania do tych ratingów świadczyły następujące dane, przekazane przez inwestorów i korporacje wykorzystujących ratingi ESG<sup>45</sup>:

- 52% firm i 59% inwestorów ma tylko umiarkowane zaufanie do rzeczywistego odzwierciedlenia przez ratingi ESG ryzyk i ich wpływu na performans aktywów (gdzie „umiarkowany“ odpowiada poziomowi 3 w skali od 1 do 5)
- 29% korporacji ma niskie, albo bardzo niskie zaufanie do rzeczywistego odzwierciedlenia przez ratingi ESG ryzyk i ich wpływu na performans aktywów (co odpowiada poziomowi 1 lub 2 w skali od 1 do 5)
- inwestorzy ocenili swój średni poziom zaufania do ratingów ESG jako 3,31 punktów na 5 możliwych maksymalnie,
- korporacje, które wzięły udział w badaniu oceniły swój poziom zaufania do ratingów ESG jako 2,91 punktów na 5 możliwych maksymalnie

Ten – rozczarowujący poziom zaufania do obecnego systemu ratingów ESG według autorów raportu ma następujące skutki dla praktyków rynku finansowego<sup>46</sup>:

- niezadowolenie z jakości ratingów zewnętrznych wpływa na decyzję o budowie wewnętrznych systemów oceny, gdzie dane agencji oceniających ryzyko są wykorzystywane jedynie jako baza danych, ale może to skutkować rosnącą subiektywnością ocen
- rośnie rola rządowych regulacji (zarówno w Unii Europejskiej jak i w Stanach Zjednoczonych) przede wszystkim dotyczących samych ujawnień w obszarze ESG, ale też dotyczących samych agencji ratingowych – tak by ich procesy oceny były coraz bardziej transparentne
- istotność poziomu transparentności – może być tym triggerem, który albo wpłynie na ewolucję firm oceniających, albo osłabi ich pozycję (a w skrajnych przypadkach zmusi je do zakończenia działalności – co autorzy raportu określają jako „*clear choice: evelove or erode*“<sup>47</sup>)

---

<sup>45</sup> *ESG Ratings at a Crossroads*, The Sustainability Institute by ERM, March 2023, s.6, <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2023/rate-the-raters-report-april-2023.pdf>, dostęp [2.12.2024]

<sup>46</sup> *Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads*, The Sustainability Institute by ERM, March 2023, s.7, <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2023/rate-the-raters-report-april-2023.pdf>, dostęp [2.12.2024]

<sup>47</sup> W raporcie podkreśla się, z jednej strony niekwestionowaną istotność agencji ratingowych dla całego ekosystemu finansów zrównoważonych, ale przy tak istotnej zmianie, która następuje w metodologiach oceny ryzyka, gdzie zmieniają i poszerzają się cele stawiane przed firmami (zarówno emitentami, jak i inwestorami) – podkreśla się, iż firmy te powinna cechować o wiele wyższa transparentność niż ta, która prezentują obecnie. Muszą też dostarczać rzetelnych i spójnych danych, które staną się użteczną informacją dla inwestorów. Pełną analiza problemów i

O ile jednak w przypadku „klasycznych“ aktywów finansowych mamy do czynienia z dużymi agencjami, o długiej i ugruntowanej historii działalności (szczególnie w odniesieniu do trzech największych agencji ratingowych: Moody's, Standard&Poor's, Fitch), to w przypadku ratingów z rodziny ESG pojawili się nowi gracze. I choć podstawowe cel istnienia agencji ratingowych – takie jak minimalizowanie asymetrii informacji pomiędzy firmami, a inwestorami i dostarczanie syntetycznej informacji o ich standingu - wydają się być niezmiennie, to metodologia ocena „klasycznego“ ryzyka kredytowego<sup>48</sup>, a metody budowania ratingów bazujących na realizacji celów ESG są odmienne. Marcin Złoty, jako główne – podaje dwie różnice<sup>49</sup>:

- ✓ rating kredytowy jest obliczany na podstawie statystycznego modelu regresyjnego, zaś scoring ESG obliczany jest na podstawie opracowanych zagadnień, przyznawanych punktów i określonych wag
- ✓ rating kredytowy ocenia sytuację finansową podmiotów, zaś scoring ESG ocenia kwestie ekonomiczne, środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego.

Ale istnieją też różnice między metodologiami poszczególnych agencji ratingowych w ocenie ryzyka ESG firm<sup>50</sup>. Niektórzy koncentrują się na śladzie węglowym, inni na warunkach pracy, czy prawach człowieka, niektórzy bazują na analizie ilościowej, inni zaś na analizie jakościowej stosując technikę wywiadu i bazując na informacjach ze stron internetowych firm w procesie oceny rezultatów finansowych<sup>51</sup>. Ta różnorodność podejścia ma odzwierciedlenie w ocenie tych agencji przez inwestorów – zarówno co do jakości samych ratingów, jak i ich przydatności w procesie inwestycyjnym (Tabela 4).

---

rekomendacje dotyczące zmian zobacz w: Rate the Raters 2023: *ESG Ratings at a Crossroads*, The Sustainability Institute by ERM, March 2023, s. 39-45, <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2023/rate-the-raters-report-april-2023.pdf>, dostęp [2.12.2024]

<sup>48</sup> W opracowaniu Herwiga M. Langhора i Paricia T. Langhor, znajdziemy nie tylko cele i sposoby oceny ryzyka kredytowego, ale też historię powstawania ratingów, i sposoby budowania ich siły wynikającej z opartej na jakości i długości szeregów czasowych zdarzeń, które są w bazach danych tych agencji – Herwiga M. Langhора i Paricia T. Langhor: *The Rating Agencies and Their Credit Rating*, Wiley, 2008, s.1-158.

<sup>49</sup> Marcin Złoty: *Znaczenie scoringów ESG na międzynarodowym rynku finansowym*, w: Małgorzata Janicka, Tomasz Miziołek: *Finanse Zrównoważone*, PWE, Warszawa, 2022, s. 74.

<sup>50</sup> Temat różnic w podejściu, dostępie do danych i wyzwaniami z tym związanymi podjęła EBA (European Banking Authority), a wyniki analiz zaprezentowała w raporcie: *Report on Data Availability and Feasibility of Common Methodology for ESG Exposures*, EBA/REP/2025/06, February, 2025, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-02/6a3ca030-8911-42d8-8817-b99f6ea109b4/Report%20on%20data%20availability%20and%20feasibility%20of%20common%20methodology%20for%20ESG%20exposures.pdf>, dostęp [24.05.2025]

<sup>51</sup> IRIS CARBON Team: *A Beginners's Guide to ESC Rating , Agencies and Methodologies*, 23.02.2023, <https://irisarbon.com/a-beginners-guide-to-esg-rating-agencies-and-methodologies/>, dostęp [24.05.2025].

Tabela 4. Top 10 - Ranking na bazie punktacji inwestorów oceniających jakość i przydatność ratingów ESG wg ich dostawców (*ESG Raters*)

Jakość ratingu – wg oceny inwestorów			Przydatność ratingu – wg oceny inwestorów		
Nr miejsca	Dostawca Ratingu ESG	% respondentów dających ocenę wysoka jakość*	Nr miejsca	Dostawca Ratingu ESG	% respondentów dających ocenę wysoka jakość*
1	ISS-ESG	65	1	CDP	56
2	CDP	64	2	ISS-ESG	52
3	Sustainanalytics	59	3	Sustainanalytics	42
4	EcoVadis	50	4	S&P Global ESG	30
5	S&P Global ESG	36	5	Bloomberg	29
6	RepRisk	35	6	Moody's ESG	25
7	MSCI	35	7	MSCI	23
8	Bloomberg	24	8	RepRisk	23
9	Mood's ESG	19	9	Refinitive	20
10	FTSE4Good	17	10	EcoVadis	16

\* - ocena wysoka jakość oznacza prznanie oceny 4 lub 5 na skali od 1 do 5.

Źródło: Tabela 1. Survey Responses on Quality and Usefulness of ESG Raters, w: The Sustainability Institute by ERM: Rate the Raters 2023. ESG Ratings at a Crossroads, <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2023/rate-the-raters-report-april-2023.pdf>, s. 8, dostęp [24.05.2025]

### Indeksy giełdowe

Metodologie oceny ryzyka ESG wspomagają też budowanie indeksów – określanych popularnie jako *zielone indeksy*, ale często adresujące wszystkie i/lub poszczególne cele ESG. Jest to temat niezwykle szeroki i złożony (zaczynając od metodologii, poprzez firmy tworzące indeksy, a na ich wpływie na notowania akcji spółek kończąc) – wymagający odrębnego zaadresowania. Szacuje się, że obecnie istnieje ponad 50 000 zrównoważonych indeksów<sup>52</sup>, a nadal pojawiają się nowe.

<sup>52</sup> Thomas Kuh,; *The Story of the First ESG Index*, Morningstar, 21.06.2024, <https://indexes.morningstar.com/insights/perspective/bltc5372b264a42c2c4/the-story-of-the-first-esg-index> [dostęp 25.05.2025]

## The KLD Index Over the Years

The KLD Index Over the Years



Źródło: Thomas Kuh,: *The Story of the First ESG Index*, Morningstar, 21.06.2024, <https://indexes.morningstar.com/insights/perspective/bltc5372b264a42c2c4/the-story-of-the-first-esg-index> [dostęp 25.05.2025].

Pierwszym indeksem z tej grupy był Domini 400 Social Index (Domini 400), stworzony w maju 1990 roku, a zastosowanie w produktach finansowych znalazł już w czerwcu 1991<sup>53</sup>. Stał się też benchmarkiem dla najpopularniejszego indeksu adresującego kwestie społeczne: dla iShares MSCI KLD 400 Social ETF.

Z jednej strony mamy znanych dostawców takich indeksów takich np. jak MSCI, S&P, Mood's, FTSE, NASDAQ, a z drugiej strony mamy wciąż nowe indeksy tworzone przez firmy analityczne taki np. jak właśnie Morningstar. Warto jeszcze dodać, że indeksy akcyjne powstawały już przed globalnym kryzysem finansowym<sup>54</sup>, zaś dla indeksów obligacji przełomowy był 2014 rok, kiedy powołano do życia takie indeksy jak: w marcu 2014 - pierwszy indeks zielonych obligacji stworzony przez grupę Soloactive (Soloactive Green Bonds Indeks), następnie w lipcu S&P uruchomiło S&P Green Bonds Index i S&P Green Project Index, w październiku pojawiał się index opracowany przez Bank Of America Merrill Lynch (BAML Green Bond Index), zaś serię roku 2014 zamknęło uruchomienie w listopadzie indeksu będącego wspólnym projektem MSCI i Barclays Bank, czyli indeksu Bloomberg Barclays MSCI Green Bond

<sup>53</sup> Tamże.

<sup>54</sup> Przykładem jednego z pierwszych itego typu indeksów może być NASDAQ Clean Edge Green Energy Index CELS, którego pierwsze notowanie odbyło się 17 listopada 2006 roku, <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/CELS>, dostęp [25.05.2025]

Indeks<sup>55</sup>. Indeksy są benchmarkami pozwalającymi ocenić jednocześnie performance finansowy i standardy celowe (np. dochodzenie do zeroemisyjności w stosunku do konkurencji) , pozwalają na tworzenie produktów finansowych (szacuje się, że w 2023/2024 roku pasywnie zarządzane fundusze, bazujące na indeksach ESG stanowiły około 30% globalnych zrównoważonych funduszy<sup>56</sup>), a także pomagają ocenić jakość inwestycji (właśnie dzięki funkcji scoringu). Jak wskazują wyniki z tabeli nr 4, również wyniki tego typu funduszy (tu na przykładzie ETF), zachęcają do dalszych inwestycji.

Tabel nr 4. W 2024 roku Mornigstar - dostawca profesjonalnych analiz dostępnych dla wszystkich – podał ranking zrównoważonych funduszy typu ETF, bazując na ich rocznej stopie zwrotu<sup>57</sup>.

Nazwa funduszu	Ticker	Wielkość w mln	YTD Return (%)	5-Y Return Annizd (%)
Xtrackers MSCI World IT ETF 1C	XDWT	3 925,72 CHF	28,59	18,92
SPDR® MSCI World Technology ETF USD Acc	SPFT	681,70 EUR	27,47	22,70
iShares MSCI Wld Info TechSectESGETF\$Inc	WITS	872,91 EUR	23,66	22,46
Fidelity US Quality Income ETF Acc	FUSC	1 321,51 CHF	20,46	10,15
HSBC NASDAQ Global Semiconductor ETF USD	HNSCFP	94,57 EUR	19,24	bd
iShares MSCI USA Value Fctr ESG ETF USD	IUVE	314,81 USD	11,07	bd
iShares MSCI EurpQualDiv ESG ETF EUR Dis	QDVX	723,92 EUR	10,54	7,71
iShares MSCI EMU Paris-Algnd ClmtETF€Acc	EMPA	1 111,90 EUR	8,65	bd
iShares Euro Total Mkt Gr Lg ETF € Dist	IDJG	372,36 EUR	6,58	8,44
iShares MSCI Wld Hlth Cr Sect ESGETF\$Inc	WHCS	738,26 EUR	3,23	8,99

Źródło: Morningstar Direct. Data as of Oct. 31, 2024, <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/257178/the-top-rated-sustainable-etfs-in-2024.aspx>, dostęp [24.05.2025]

<sup>55</sup> ICMA Group & Green Bond Principles: *The GBP Databases and Indices Working Group – Summary of Green Fixed Income Indices Providers*, June 2017, s. 5-14, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bond-Indices-Document-130617.pdf>, dostęp [25.05.2024]

<sup>56</sup> Thomas Kuh, *The Story of the First ESG Index*, Morningstar, 21.06.2024, <https://indexes.morningstar.com/insights/perspective/bltc5372b264a42c2c4/the-story-of-the-first-esg-index> [dostęp 25.05.2025]

<sup>57</sup> Morningstar dokonał zestawienia stó zwrotu funduszy dla roku obrachunkowego 1 XI 2023 do 30 X 2024, <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/257178/the-top-rated-sustainable-etfs-in-2024.aspx> [dostęp 24.05.2025]

## Podsumowanie

W przedstawionym materiale staraliśmy się zarysować możliwości inwestycyjne, ale i wyzwania wynikające ze zmieniającego się paradygmatu w obszarze rynków finansowych. Zaczynając od wyzwań definicyjnych, a na niezwykle szerokim spektrum inwestycyjnym (reprezentowanym przez indeksy) kończąc. Ale nie poruszyliśmy też wielu spraw, takich na przykład jak problem greenwashingu<sup>58</sup>, inwestycji banków centralnych w zielone aktywa rządowe<sup>59</sup>, czy zmieniającego się otoczenia międzynarodowego, w którym tacy aktorzy jak prezydent Stanów Zjednoczonych Donald Trump wymuszają na prezesie banku centralnego (FED) opuszczenie organizacji o tak silnym wpływie na międzynarodowe standardy jak Network for Greening Financial System<sup>60</sup>. Ale trzeba dodać, że po wpływie Republikanów już wcześniej dwie amerykańskie o zasięgu globalnym firmy zarządzające aktywami - zrezygnowały z uczestnictwa w międzynarodowych organizacjach promujących zielone standardy inwestycyjne: w 2022 roku Vanguard Gropu opuściła Net Zero Assets Managers Initiative<sup>61</sup>, a w styczniu 2025 roku na podobny krok zdecydowała się grupa BlackRock<sup>62</sup>. Widać więc, zarysowującą się linię podziału pomiędzy Europą a Stanami Zjednoczonymi w kwestii wyzwań klimatycznych.

W Europie determinacja polityczna we wspieraniu tranzykcji gospodarki nie ustaje, o czym świadczą m.in. cztery podstawowe zasady podpisanego w 2023 roku Paktu Paryskiego dla Ludzi i Planety<sup>63</sup>:

---

<sup>58</sup> KPMG: *The Challenge of Greenwashing: An International Regulatory Overview*, 2024, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2024/11/kpmg-law-greenwashing-report.pdf.coredownload.inline.pdf>, dostęp [25.05.2025]

<sup>59</sup> NGFS: *Considerinig climate-related risks and transition impact in the sovereign investemnt of central banks*, May 2024, [https://www.ngfs.net/system/files/import/ngfs/media/2024/05/16/ngfs\\_technical\\_document\\_on\\_considering\\_climate-related\\_risks\\_and\\_transition\\_impact\\_in\\_the\\_sovereign\\_investments\\_of\\_central\\_banks\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/system/files/import/ngfs/media/2024/05/16/ngfs_technical_document_on_considering_climate-related_risks_and_transition_impact_in_the_sovereign_investments_of_central_banks_0.pdf), dostęp [25.05.2025]

<sup>60</sup> Grahan Steel: *The Fed says it's independent, but leaving the NGFS was political*, Green Central Banking, 18 marzec 2025, <https://greencentralbanking.com/2025/03/18/fed-says-its-independent-but-leaving-the-ngfs-was-political/>, dostęp [25.05.2025]

<sup>61</sup> Ross Kereb, Noor Zainab Hussain: *Vanguard quits net zero climate effort, citing need for independence*, 7. 12. 2022, Reuters <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/vanguard-quits-net-zero-climate-alliance-2022-12-07/>, dostęp [9.07.2024]

<sup>62</sup> Net Zero Asset Managers Initiative, *Statement on Blackrock's departure form the initiative*, 10.01.2025, <https://www.netzeroassetmanagers.org/statement-on-blackrocks-departure-from-the-initiative/>, dostęp [22.05.2025]

<sup>63</sup> <https://pactedeparis.org/en.php#lepacte>, dostęp [9.12.2024]

1. Żaden kraj nie powinien wybierać pomiędzy walką z ubóstwem, a ochroną planety.
2. Każdy kraj przyjmuje swoją własną strategię tranzycji, biorąc pod uwagę swoje potrzeby i ograniczenia w osiągnięciu celów zawartych w Porozumieniu Paryskim. Powinniśmy wzmacniać nasze partnerstwo, tak by wspierać trajektorie poszczególnych państw.
3. Potrzebujemy wsparcia finansowego i więcej zasobów, które wspierałyby wrażliwe gospodarki, pomagając ich ludności wyjść z ubóstwa i jednocześnie ochraniać naszą planetę.
4. Międzynarodowy system finansowy musi być bardziej efektywny, a rola prywatnego kapitału jest kluczowa.

Potrzeby finansowe Unii Europejskiej wspierające tranzycję gospodarek i redukcję emisji gazów cieplarnianych o 55% do roku 2030 (w odniesieniu do poziomu emisji z roku 1990) i osiągnięcie zerowej emisyjności do roku 2050 są nie tylko nadal wysokie, ale będą większe w stosunku do szacowanych<sup>64</sup> w wyniku opóźnień w procesie dekarbonizacji na poziomie globalnym<sup>65</sup>. Komisja Europejska szacuje, że osiągnięcie samego celu wyznaczonego na 2030 rok będzie wymagało 477 miliardów euro rocznie, co jest równowartością 3,2% PKB całej Unii<sup>66</sup>. Szczególną rolę mają więc do odegrania rynki, które mimo rosnącego zaangażowania w zielone aktywa nadal – finansują tylko niewielką część potrzeb – czego przykładem może być emisja obligacji (wykres 3).

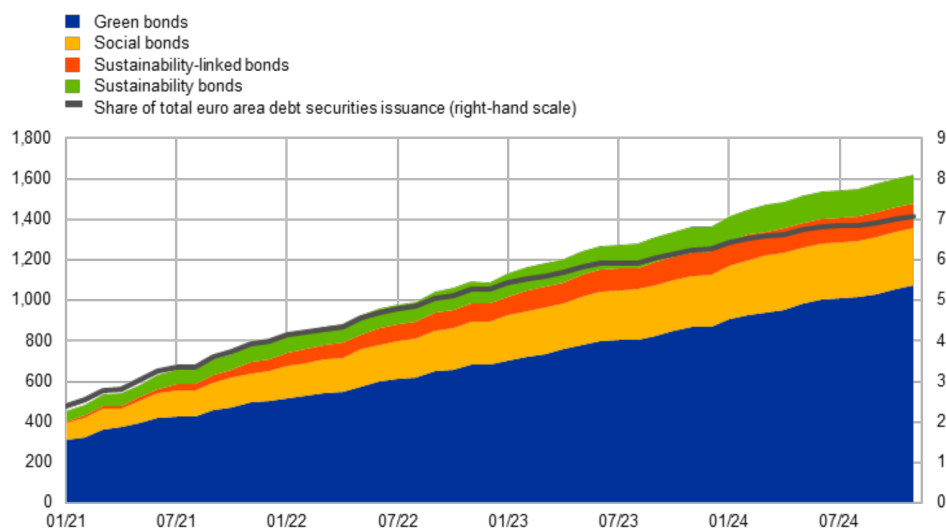
---

<sup>64</sup> Carolin Nerlich, Petra Köhler-Ulbrich, Malin Andersson i inni: *Investing in Europe's green future*, ECB Occasional Paper Series, No 367, ECB, January 2024, s.11-17, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op367~16f0cba571.en.pdf?ea4d4a3c692fac81f69a5ef0c3f2a3f9>, dostęp [26.05.2025]

<sup>65</sup> Malin Anderson, Petra Köhler-Ulbrich and Carolin Nerlich: *Green investment needs in the EU and their funding*, European Central Bank, [https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202501\\_03~90ade39a4a.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202501_03~90ade39a4a.en.html), dostęp [25.05.2025]

<sup>66</sup> Tamże.

Wykres 3. Rynkowe źródła finansowania wg segmentów\*



\*(lewa skala: wartość nominalna emisji w mld Eur, prawa skala: procentowy udział emisji w całkowitej emisji instrumentów dłużnych w strefie euro)

Źródło: Chart 5 Market-based financing sources by segment, w: Malin Anderson, Petra Köhler-Ulbrich and Carolin Nerlich: *Green investment needs in the EU and their funding*, European Central Bank

[https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202501\\_03~90ade39a4a.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202501_03~90ade39a4a.en.html), [25.05.2025]

Przed nami i rynkami finansowymi czas dalszych wyzwań i zmian. Ale rola rynków finansowych, jest we wspieraniu zielonej zmiany na tyle kluczowa, że obszar zielonych, a teraz coraz bardziej już zrównoważonych finansów będzie dynamicznie się rozwijał mimo wyzwania procesu inwestycyjnego, czy otoczenia politycznego tak na poziomie lokalnym jak i globalnym. Potwierdzeniem kluczowej roli finansów w zielonej transformacji są rozwiązania przyjęte na listopadowym szczycie COP30 w Belem<sup>67</sup>, gdzie podjęto decyzję o konieczności mobilizacji nowych środków finansowych w wysokości 1,3 biliona USD rocznie do 2035 tak ze środków publicznych jak i prywatnych<sup>68</sup>.

<sup>67</sup> Konferencja COP30 odbyła się w Belem w Brazylii w dniach 10-22 listopada 2025. W obradach nie brała udziału delegacja USA. Jednym z głównych tematów było właśnie finansowanie walki ze zmianami klimatu. Szczyt określony został mianem wdrożeniowego, i w opinii ekspertów nie przyniósł znaczących rezultatów. Krótkie posumowanie szczytu przez analityka PISM jest dostępne w: T. Pastucha: *COP30 – bez nadziei, bez przełomów*, 26.11.2026, PISM, <https://www.pism.pl/publikacje/cop30-bez-nadziei-bez-przełomow>, dostęp [12.01.2026]

<sup>68</sup> Szczegółowe informacje dotyczące źródeł środków finansowych, składających się na 1,3 biliona USD można znaleźć w dokumencie: *Raport on the Baku to Belem 1,3T*, United Nations Climate Change, November 2025, [https://unfccc.int/sites/default/files/resource/Relatorio\\_Roadmap\\_COP29\\_COP30\\_EN\\_final.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/resource/Relatorio_Roadmap_COP29_COP30_EN_final.pdf), dostęp [12.01.2026]

## Bibliografia:

H. M. Langhora i P. T. Langhor: *The Rating Agencies and Their Credit Rating*, Willey, 2008

M. Ziolo: *Finanse Zrównoważone*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa-Szczecin, 2020

M. Złoty: *Znaczenie scoringów ESG na międzynarodowym rynku finansowym*, w:

M. Janicka, T. Miziołek: *Finanse Zrównoważone*, PWE, Warszawa, 2022

## e-sources:

Climat Action 100+, <https://www.climateaction100.org/>,

European Banking Authority: *Report on Data Availability and Feasibility of Common Methodology for ESG Exposures*, EBA/REP/2025/06, February, 2025

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-02/6a3ca030-8911-42d8-8817-b99f6ea109b4/Report%20on%20data%20availability%20and%20feasibility%20of%20common%20methodology%20for%20ESG%20exposures.pdf>,

ICMA Group & Green Bond Principles: *The GBP Databases and Indices*

*Working Group – Summary of Green Fixed Income Indices Providers*, June 2017,

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bond-Indices-Documents-130617.pdf>,

ICMA: *The Social Bond Principle, Voluntary Process Guidelines for issuing Social*

*Bonds*, June 2023, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>,

ICMA: *Sustainability Bond Guidelines*, June 2021,

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>,

IRIS CARBON Team: *A Beginners's Guide to ESC Rating , Agencies and*

*Methodologies*, 23.02.2023, <https://iriscarbon.com/a-beginners-guide-to-esg-rating-agencies-and-methodologies/>,

R. Kereb, N. Z. Hussain: *Vanguard quits net zero climate effort, citing need for independence*, 7. 12. 2022, Reuters

<https://www.reuters.com/business/sustainable-business/vanguard-quits-net-zero-climate-alliance-2022-12-07/>,

KPMG: The Challenge of Greenwashing: An International Regulatory Overview, 2024, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2024/11/kpmg-law-greenwashing-report.pdf.coredownload.inline.pdf>,

C. Nerlich, P. Köhler-Ulbrich, M. Andersson i inni: *Investing in Europe's green future*, ECB Occasional Paper Series, No 367, ECB, January 2024, s.11-17  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op367~16f0cba571.en.pdf?ea4d4a3c692fac81f69a5ef0c3f2a3f9>,

NASDAQ Clean Edge Green Energy Index CELS,  
<https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/CELS>,

Net Zero Asset Managers Initiative, [www.netzeroassetmanagers.org](http://www.netzeroassetmanagers.org),

NGFS: *Considering climate-related risks and transition impact in the sovereign investments of central banks*, May 2024,  
[https://www.ngfs.net/system/files/import/ngfs/media/2024/05/16/ngfs\\_technical\\_document\\_on\\_considering\\_climate-related\\_risks\\_and\\_transition\\_impact\\_in\\_the\\_sovereign\\_investments\\_of\\_central\\_banks\\_0.pdf](https://www.ngfs.net/system/files/import/ngfs/media/2024/05/16/ngfs_technical_document_on_considering_climate-related_risks_and_transition_impact_in_the_sovereign_investments_of_central_banks_0.pdf)

P. Bolton, M. Despres, L. Awazu Pereira da Silva, F. Samama, R. Svartzman: *The Green Swan. Central banking and financial stability in the age of climate change*, BIS, January 2020, <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>,

Ernst & Young: *Greenwashing: czyli krzywe zwierciadło zielonego ład*, 18 maj 2023,  
[https://www.ey.com/pl\\_pl/forensic-integrity-services/greenwashing-czyli-krzywe-zwierciadlo-zielonego-ladu](https://www.ey.com/pl_pl/forensic-integrity-services/greenwashing-czyli-krzywe-zwierciadlo-zielonego-ladu),

European Banking Authority: *Report on Data Availability and Feasibility of Common Methodology for ESG Exposure*, EBA/REP/06/2025, February, 2025,

Net Zero Asset Managers Initiative, Statement on Blackrock's departure from the initiative, 10.01.2025, <https://www.netzeroassetmanagers.org/statement-on-blackrocks-departure-from-the-initiative/>,

Paris Aligned Assets Owners, <https://www.parisalignedassetowners.org/>,

T. Pastucha: *COP30 – bez nadziei, bez przełomów*, 26.11.2026, PISM,  
<https://www.pism.pl/publikacje/cop30-bez-nadziei-bez-przelomow>,

PIMCO, Understanding Green, Social and Sustainable Bonds  
<https://www.pimco.com/eu/en/resources/education/understanding-green-social-and-sustainability-bonds>,

*Report on the Baku to Belem 1,3T*, United Nations Climate Change, Nov. 2025,  
[https://unfccc.int/sites/default/files/resource/Relatorio\\_Roadmap\\_COP29\\_COP30\\_EN\\_final.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/resource/Relatorio_Roadmap_COP29_COP30_EN_final.pdf)

PRI: *How ESG Engagement creates value for investors and companies*, 2018,  
<https://www.unpri.org/download?ac=4637>,

Price Waterhouse Coopers: *Zielone finanse po polsku*. Trzecia edycja, Styczeń 2024,  
<https://www.pwc.pl/pl/pdf-nf/zielone-finanse-po-polsku-edycja-3.pdf>,

Grahan Steel: *The Fed says it's independent, but leaving the NGFS was political*, Green Central Banking, <https://greencentralbanking.com/2025/03/18/fed-says-its-independent-but-leaving-the-ngfs-was-political/>

The Sustainability Institute by ERM: *Rate the Raters 2023. ESG Ratings at a Crossroads*, ,  
<https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/2023/rate-the-raters-report-april-2023.pdf>,

Thomas Kuh,: *The Story of the First ESG Index*, Morningstar, 21.06.2024,  
<https://indexes.morningstar.com/insights/perspective/bltc5372b264a42c2c4/the-story-of-the-first-esg-index>

United Nations, *The 17th Goals. The History*, <https://sdgs.un.org/goals#icons>,  
UNEP, *The Financial System we Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development*, October, 2015,  
[https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/The\\_Financial\\_System\\_We\\_Need\\_Aligning\\_the\\_Financial\\_System\\_with\\_Sustainable\\_Development.pdf](https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/The_Financial_System_We_Need_Aligning_the_Financial_System_with_Sustainable_Development.pdf),

UNEP, *Definitions and Concept. Background Note*, Inquiry Working Paper: Design of the Sustainable Financial System, September 2016,  
[https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/1\\_Definitions\\_and\\_Concepts.pdf](https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/1_Definitions_and_Concepts.pdf)