

Sebastian Skuza*, Anna Modzelewska**

Zielone finanse publiczne w Polsce. Stan obecny i autorskie propozycje zmian

Green public finance in Poland. Current situation and proposals of changes

The main aim of the article is to analyse the activities of the Polish government in the field of issuing green bonds. The authors attempted, on the basis of qualitative research (research desk, interview), to indicate the basic objectives and results of activities conducive to environmental protection, as well as to indicate the possibilities of developing financial instruments in the area of green finance.

Keywords: finances, treasury bonds, ecological investments, environmental protection

Głównym celem artykułu jest analiza działań polskiego rządu w zakresie emisji zielonych obligacji. Autorzy na podstawie badań z wykorzystaniem badań jakościowych (analiza danych zastanych, wywiad) podjęli próbę wskazania podstawowych celów i rezultatów działań sprzyjających ochronie środowiska oraz wskazania możliwości rozwoju instrumentów finansowych w obszarze zielonych finansów.

Słowa kluczowe: finanse, obligacje skarbowe, inwestycje ekologiczne, ochrona środowiska

* Doktor hab. nauk społecznych (dyscyplina: ekonomia i finanse) ■
Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, kierownik Katedry Systemów
Finansowych Gospodarki, WARSZAWA, POLSKA ■
sskuza@wz.uw.edu.pl ■ <https://orcid.org/0000-0002-9357-6791>

** Doktor nauk humanistycznych (dyscyplina: nauki o zarządzaniu) ■
Uniwersytet Jagielloński w Krakowie, Wydział Zarządzania i Komunikacji Społecznej,
Instytut Kultury, KRAKÓW, POLSKA ■
anna.modzelewska@uj.edu.pl ■ <https://orcid.org/0000-0003-1969-1836>

Wprowadzenie

Polska jest światowym liderem w obszarze emisji tzw. zielonych obligacji rządowych. Chodzi o obligacje mające na celu finansowanie projektów korzystnie wpływających na środowisko, które były wyemitowane po raz pierwszy w grudniu 2016 r. Działania te zostały docenione na poziomie międzynarodowym, co przejawia się w decyzji Climate Bond Initiative (CBI) o przyznaniu polskiemu rządowi nagrody „Climate Bonds Award” w 2017 r. za pierwszą na świecie rządową emisję zielonych obligacji¹.

¹ Climate Bonds Annual Conference and Green Bond Awards, 2017, www.climate-bonds.net/market/2017-awards [dostęp 17 sierpnia 2019 r.].

Ekologiczne zaangażowanie instytucji finansowych stanowi interdyscyplinarne przedmiot badań², dlatego autorzy podejmują rozważania na gruncie nauk ekonomicznych, prawnych oraz nauk o zarządzaniu i jakości. Cel artykułu stanowi analiza działań polskiego rządu w zakresie emisji zielonych obligacji ze szczególnym uwzględnieniem założeń i rezultatów działań ukierunkowanych na ochronę środowiska, jak również wskazanie rozwiązań innych niż zielone obligacje umożliwiających finansowanie projektów proekologicznych.

Złożona i otwarta natura problemu badawczego wpłynęła na wybór metodologii jakościowej, posiadającej szczególne zastosowanie w eksploracji nowych zjawisk, które nie zostały wystarczająco przedstawione w literaturze przedmiotu. Podczas realizacji założonych celów poznawczych autorzy zastosowali następujące narzędzia oraz techniki badawcze: analizę danych zastanych (aktów prawnych, dokumentów Ministerstwa Finansów, literatury przedmiotu) oraz wywiad częściowo strukturyzowany przeprowadzony z Robertem Zimą, dyrektorem Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów. Dobór rozmówcy wynikał z faktu jego zaangażowania merytorycznego we wszystkie dotychczasowe emisje rządowych zielonych obligacji. Zgromadzony przez autorów materiał empiryczny został skonfrontowany z literaturą przedmiotu i obowiązującymi przepisami prawa.

Zielone obligacje jako przedmiot badań

Społeczna odpowiedzialność biznesu (*Corporate Social Responsibility*, CSR) stanowi ważną determinantę budowania strategii współczesnych organizacji, wdrażaną powszechnie przez organizacje różnej wielkości oraz obszernie opisywaną w literaturze³. Trend ten dotyczy również rynku finansowego, przejawiając się w emisji dłużnych papierów wartościowych, których celem jest zgromadzenie kapitału stanowiącego podstawę do pożyczkowego finansowania projektów proekologicznych. Jak zauważa Leszek Dziawgo, kryteria ekologiczne nabierają coraz większego znaczenia, stając się jednym z kluczowych wskaźników efektywności (obok wskaźników takich jak: przychód, koszt, zysk, bezpieczeństwo, płynność), tym sam wskazują na stale postępujący proces ekologicznej ewolucji rynku finansowego⁴. Zainteresowanie zielonymi obligacjami jest charakterystyczne zarówno dla sektora prywatnego, jak też publicznych uczestników rynku,

² L. Dziawgo, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 11.

³ P. Jedynak, *CSR practices and competitiveness of the company in B2B market* [w:] *Competition and cooperation in the management theory and practice*, red. P. Jedynak, Jagiellonian University Press, Kraków 2014, s. 11.

⁴ L. Dziawgo, *Zielony rynek finansowy*, op. cit., s. 9, s. 186.

co wyraźnie wskazuje na istotne znaczenie kwestii ekologii⁵. Kryteria etyczne, społeczne i ekologiczne zyskują na znaczeniu w procesie alokacji kapitału i zarządzania portfelem inwestycji, co wpisuje się także w *impact investment* wywodzący się z koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania⁶.

Zielone obligacje są elementem szerszego obszaru zielonych finansów lub zielonych inwestycji, które to pojęcia w literaturze często stosuje się zamiennie⁷. Obejmują one wszystkie instrumenty rynkowe zaprojektowane w celu zapewnienia odpowiedniej jakości środowiska⁸, tworząc nowy model finansowy, który służy integracji ochrony środowiska z zyskami ekonomicznymi⁹. Zielone finanse obejmują¹⁰:

- finansowanie publicznych i prywatnych zielonych inwestycji (w tym również koszty przygotowawcze), w tym towary i usługi środowiskowe (np. gospodarka wodna lub ochrona różnorodności biologicznej i krajobrazów),
- zapobieganie, minimalizacja i rekompensata szkód dla środowiska i klimatu (np. efektywność energetyczna lub zapory),
- finansowanie polityk publicznych (w tym koszty operacyjne), które zachęcają do wdrażania projektów i inicjatyw na rzecz łagodzenia szkód w środowisku lub dostosowywania się do nich (np. wprowadzenie taryf gwarantowanych na energię odnawialną),
- komponenty systemu finansowego, które dotyczą konkretnie zielonych inwestycji (np. zielone obligacje i zielone fundusze), w tym ich szczególne uwarunkowania prawne, ekonomiczne i instytucjonalne.

Motywacje do realizacji zielonych inwestycji mogą być różnorodne, w literaturze najczęściej wskazuje się cztery podstawowe typologie¹¹:

⁵ M.C. Voica, M. Panait, I. Radulescu, *Green Investments – Between Necessity, Fiscal Constraints and Profit*, „Procedia Economics and Finance” 2015, No 22, s. 72–79; M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „INFOS. Zagadnienia Społeczno-gospodarcze” 2017, nr 15(238), s. 4.

⁶ W. Krawiec, *Impact investment – istota i otoczenie rynku*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia” 2015, nr 4, s. 280.

⁷ S. Zadek, C. Flynn, *South-Originating Green Finance: Exploring the Potential*, UNEP Finance Initiative, Geneva 2013, s. 7.

⁸ S. Dörry, C. Schulz, *Green financing, interrupted. Potential directions for sustainable finance in Luxembourg*, „Journal Local Environment: The International Journal of Justice and Sustainability” 2018, No 7 (23), s. 718.

⁹ Y. Wang, Q. Zhi, *The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies*, „Energy Procedia” 2016, No 104, s. 311.

¹⁰ N. Lindenberg, *Definition of Green Finance*, German Development Institute, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Bonn 2014, s. 1–4.

¹¹ M.C. Voica, M. Panait, I. Radulescu, *Green Investments, op. cit.*, s. 73.

- względy finansowe – zwrot, ryzyko, dywersyfikacja, długoterminowe uwzględnianie ryzyka, internalizacja efektów zewnętrznych,
- kwestie pozafinansowe – ekologiczne, naukowe, religijne, etyczne, polityczne,
- reputacja – reputacja inwestora, reputacja firmy, narzędzie marketingowe, presja ze strony mediów,
- zgodność i obowiązek powierniczy – prawo i regulacje krajowe, konwencje międzynarodowe.

Po raz pierwszy zielone obligacje zostały wprowadzone na rynek w 2007 r. i 2008 r. przez międzynarodowe instytucje finansowe, takie jak Europejski Bank Inwestycyjny oraz Bank Światowy, których sukces wykazał zainteresowanie inwestorów inwestycjami związanymi z łagodzeniem zmian klimatycznych oraz wsparciem dostosowania się do skutków tych zmian¹². Publikacji krajowych dotyczących problematyki zielonych obligacji rządowych jest jednak niewiele. Wśród najważniejszych należy wskazać te prezentujące podstawowe cele, założenia i strukturę emisji zielonych obligacji rządowych¹³ oraz będące próbą opisu i oceny rentowności tych instrumentów w porównaniu z klasycznymi obligacjami o parametrach podobnych do zielonych obligacji emitowanych przez państwo polskie na rynkach zagranicznych¹⁴. Pozostałe publikacje z zakresu zielonych obligacji dotyczą struktury oraz tendencji na globalnym rynku obligacji klimatycznych¹⁵, rozwoju zielonych obligacji i idei zrównoważonego rozwoju¹⁶, identyfikacji czynników determinujących rozwój rynku zielonych obligacji w kontekście globalnego rynku długu¹⁷,

¹² H. Reichelt, *Green bonds: a model to mobilise private capital to fund climate change mitigation and adaptation projects* [w:] *The Euromoney Environmental Finance Handbook*, World Bank, Washington 2010, s. 2–3.

¹³ M. Pawłowski, *Zielone obligacje rządowe*, „Ekonomiczne Problemy Usług” 2017, nr 4 (129), s. 219–227.

¹⁴ M. Mosionek-Schweda, M. Szmelter, *Zielone obligacje – nowy instrument finansowania inwestycji polskiego rządu*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 532, s. 215–224.

¹⁵ J. Marszałek, K. Daszyńska-Żygadło, *Charakterystyka globalnego rynku obligacji klimatycznych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4, cz. 1, s. 945–955; M. Więckowska, *Stan i perspektywy rozwoju rynku obligacji klimatycznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 62, s. 455–465.

¹⁶ K. Brzozowska, *Idea zrównoważonego rozwoju na rynku obligacji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2017, nr 478, s. 70–80; J. Kłobukowska, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie jako innowacja na rynku finansowym w Polsce w dobie finansjalizacji – stan obecny i perspektywy*, „Folia Oeconomica. Acta Universitatis Lodziensis” 2018, nr 6 (339), s. 111–124.

¹⁷ A. Laskowska, *The Green bond as a prospective instrument of the global debt market*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2017, No 6(4), s. 69–83.

zmian zachodzących na rynku zielonych obligacji¹⁸, perspektyw finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce z wykorzystaniem instrumentu zielonych obligacji¹⁹, analizy potencjału rynku zielonych obligacji oraz najlepszych praktyk, które można wdrożyć w krajach Unii Europejskiej w celu wykorzystania potencjału rosnącego rynku zielonych obligacji²⁰, wpływu preferencji proekologicznych na ceny obligacji²¹, analizy wpływu zielonych obligacji na wzrost wartości firmy i korzyści dla akcjonariuszy²².

Analiza literatury wykazuje niejednoznaczność w zdefiniowaniu terminu zielone obligacje. Najczęściej instrumenty te są przedstawiane jako dłużne papiery wartościowe emitowane w celu pozyskiwania kapitału do finansowania inwestycji niskoemisyjnych oraz inwestycji przyjaznych dla środowiska²³. Zdaniem Roberta Zimy obecnie nie ma jednej definicji zielonych czy też klimatycznych obligacji²⁴. Z kolei Anna Laskowska twierdzi, że zielone obligacje można zdefiniować jako papiery wartościowe o stałym dochodzie (*fixed-income*), wyemitowane w celu pozyskania kapitału na dalsze finansowanie lub refinansowanie przedsięwzięć przyczyniających się do poprawy stanu środowiska naturalnego²⁵. W Unii Europejskiej trwają prace nad uporządkowaniem definicyjnym w obszarze zielonych finansów²⁶. Obecnie bowiem pojęcia dotyczące tego zakresu są w praktyce definiowane każdorazowo przez samego emitenta. Zakres tematyczny projektów kwalifikujących się do finansowania zgodnie z ustalonymi ramami (*framework*)

¹⁸ A. Kuna-Marszałek, J. Marszałek, *Green Bonds – Trends and Development Perspectives*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia” 2018, nr 4 (52), s. 39–47; M. Pawłowski, *Diversification of the global green bond market*, „European Journal of Service Management” 2018, nr 3(27/2), s. 331–337.

¹⁹ M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania*, *op. cit.*, s. 1–4; M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „Studia BAS” 2017, nr 4(52), s. 101–120 [*Finansowanie zadań publicznych w Polsce*, red. P. Russel].

²⁰ T. Bieliński, M. Mosionek-Schweda, *Green bonds as a financial instrument for environmental projects funding*, „Unia Europejska.pl” 2018, nr 1(248), s. 13–21.

²¹ O.D. Zerbib, *The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds*, „Journal of Banking & Finance” 2019, No 98, s. 39–60.

²² D.Y. Tang, Y. Zhang, *Do shareholders benefit from green bonds?*, „Journal of Corporate Finance” 2018, In Press, Corrected Proof, Available online, 8 December 2018.

²³ E.S. Sartzetakis, *Green Bonds as an instrument to finance low carbon transition*, „Working Paper” Bank of Greece, Economic Analysis and Research Department – Special Studies Division 2019, No 258, s. 13–14; M. Baker, D. Bergstresser, G. Serafeim, J. Wurgler, *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2018, s. 1.

²⁴ Wywiad z R. Zimą przeprowadzony 27 sierpnia 2019 r.

²⁵ A. Laskowska, *The Green bond*, *op. cit.*, s. 69.

²⁶ *Report on EU Green Bond Standard*, EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, June 2019.

będzie różnił się w przypadku Polski, Francji czy też Belgii. Emitenci korzystają z pewnych wytycznych (w szczególności zasad opracowanych przez International Capital Market Association), ale i tak każdy z inwestorów indywidualnie ocenia, czy dana oferta jest odpowiednia do prowadzonego przez niego portfela inwestycyjnego²⁷. Kryteria kwalifikowalności zielonych obligacji zaproponowane przez Moody's Green Bond Assessments opierają się na czterech elementach, które definiują instrument jako zieloną obligację, tj.²⁸:

- wykorzystanie środków pochodzących z emisji,
- zarządzanie pozyskanymi środkami,
- bieżące raportowanie,
- monitorowanie *ex post*.

Emisja zielonych obligacji wiąże się zarówno z korzyściami, jak i zagrożeniami dla emitenta oraz inwestora, co zostało ujęte w tabeli 1.

W literaturze funkcjonuje także termin obligacje klimatyczne, a granica między zielonymi i klimatycznymi obligacjami nie jest wyraźnie określona²⁹. Wielu badaczy traktuje te pojęcia jako tożsame, używając ich synonimicznie³⁰. Można przyjąć w uproszczeniu rozróżnienie, że obligacje klimatyczne mają węższy zakres znaczeniowy, oznaczając zasilenie kapitałowe projektów służących redukcji gazów cieplarnianych i adaptację gospodarki do zmian klimatycznych³¹. Marcin Wiśniewski i Jakub Zieliński zauważają, że nie można z góry zakładać, iż każda obligacja klimatyczna jest równocześnie zieloną obligacją, jak również, że nie wszystkie przedsięwzięcia realizowane ze środków pozyskiwanych z emisji zielonych obligacji kwalifikują je jako obligacje klimatyczne³². Przykładowo mogą być emitowane obligacje klimatyczne, z których pozyskane środki wykorzystywane są na sfinansowanie budowy murów morskich w miastach zagrożonych wzrastającym poziomem morza, nie będące instrumentami ekologicznymi, czy też do finansowania parków miejskich, co też nie jest bezpośrednio związane z zapobieganiem negatywnym skutkom zmian klimatycznych³³.

Emitentów ekologicznych można podzielić na dwie grupy ze względu na uzyskiwany produkt, co zostało zaprezentowane na rysunku 1. Pierwsza grupa obejmuje podmioty niezależne od branży, jeśli się weźmie pod uwagę kryte-

²⁷ Wywiad z R. Zimą.

²⁸ M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania*, *op. cit.*, s. 110.

²⁹ M. Pawłowski, *Zielone obligacje rządowe*, *op. cit.*, s. 220.

³⁰ Zob. A. Laskowska, *Polska światowym prekursorem zielonych obligacji skarbowych (Poland as the Global Precursor of Sovereign Green Bonds)*, „Profit Journal” 2017, nr 2(18), s. 5.

³¹ Zob. M. Pawłowski, *Zielone obligacje rządowe*, *op. cit.*, s. 221; M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania*, *op. cit.*, s. 111.

³² M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania*, *op. cit.*, s. 111.

³³ *Ibidem*.

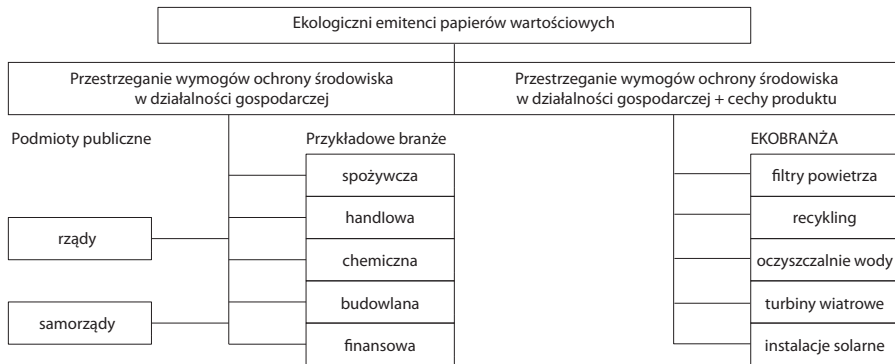
Tabela 1. Korzyści i zagrożenia związane z emisją obligacji zielonych z perspektywy emitenta i inwestora

Perspektywa emitenta	
Korzyści	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> ▪ zaprezentowanie i wdrożenie podejścia ESG (Environment, Social i Governance – środowisko, społeczeństwo, zarządzanie) ▪ dywersyfikacja bazy inwestorów ▪ zmniejszenie ryzyka zmian wahaniami popytu na obligacje ▪ poprawa wizerunku emitenta ▪ wysoki popyt na zielone obligacje może prowadzić do potencjalnego zwiększenia wielkości emisji ▪ niższa zmienność cen obligacji na rynku wtórnym ▪ wyartykułowanie i zwiększenie wiarygodności strategii jednostki na rzecz zrównoważonego rozwoju 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ryzyko utraty reputacji przy zakwestionowaniu „zieloności” finansowanego projektu ▪ wysokie koszty związane z wymogami certyfikacyjnymi, weryfikacyjnymi, sprawozdawczymi oraz monitoringiem wykorzystania środków ▪ inwestorzy mają możliwość nakładania kar na emitenta w związku ze złamaniem tzw. zielonych klauzul
Perspektywa inwestora	
Korzyści	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> ▪ możliwość osiągnięcia zysku przy jednoczesnym wspieraniu działań proekologicznych ▪ poprawa wizerunku inwestora (inwestowanie w zielone obligacje uznane zostało przez ramową konwencję Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu UNFCCC jako działanie osób niepaństwowych na rzecz klimatu) ▪ możliwość wykorzystania „zielonych” instrumentów do aktywnego zabezpieczania się przez inwestorów przed ryzykiem polityki klimatycznej ▪ poprawa oceny kredytowej „zielonych” projektów wynikająca z dialogu między inwestorem a emitentem i ich ponadprzeciętnego zaangażowania w sprawę ESG 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ brak ujednoczonych standardów może skutkować ryzykiem naruszenia reputacji inwestora, jeśli zakwestionowana zostanie „zieloność” obligacji ▪ relatywnie niewielki rynek ▪ niska wartość emisji ▪ ograniczony zakres egzekwowania uczciwości emitenta w zakresie „zielonych” działań

Źródło: M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „Studia BAS” 2017, nr 4(52), s. 114 [Finansowanie zadań publicznych w Polsce, red. P. Russel]; OECD & Bloomberg Philanthropies, *Green Bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition. Policy perspectives*, OECD Publishing, Paryż 2015, s. 1–28.

rium zachowania wysokich standardów ekologicznych w procesie produkcji lub świadczenia usług. Druga grupa to z kolei podmioty, które oprócz zachowywania wyżej wymienionych standardów oferują produkty i usługi powiązane bezpośrednio z ochroną środowiska.

Przedmiot badań w niniejszej publikacji stanowią obligacje rządowe, zatem z punktu widzenia uzyskiwanego produktu zaliczane będą do grupy pierwszej, tj. podmioty niezwiązane bezpośrednio z branżą proekologiczną.

Rysunek 1. Ekologiczni emitenci papierów wartościowych

Źródło: L. Dziawgo, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 45.

Zielone obligacje rządowe w Polsce – wnioski z badań

Jak już wykazano, problematyka zielonych obligacji rządowych jest wciąż wyzwaniem dla badaczy, a publikacji w tym zakresie jest niewiele. W artykule zastosowano jakościowe metody badawcze, wykorzystując techniki i narzędzia badawcze, takie jak: analiza danych zastanych (aktów prawnych, dokumentów Ministerstwa Finansów, literatury przedmiotu) oraz wywiad częściowo strukturyzowany, tj. wywiad oparty na zadawaniu opracowanych wcześniej pytań oraz pytań szczegółowych formułowanych do uzyskiwanych od interlokutora odpowiedzi. Wywiad został przeprowadzony w Ministerstwie Finansów w dniu 27 sierpnia 2019 r. Zgodnie z zasadami przeprowadzenia badań jakościowych z wykorzystaniem wywiadu rozmowa była nagrywana, następnie poddana transkrypcji zgodnie z zachowaniem formy i wyrażen oryginalnej rozmowy³⁴, jak również autoryzowana. Tak zgromadzony materiał empiryczny kodowano tradycyjnie³⁵, zamieszczając cytaty z przeprowadzonego wywiadu, które w badaniu o charakterze jakościowym stanowią kluczowy materiał dowodowy, oddając złożoność badanej problematyki³⁶. Wyniki badań zostały skonfrontowane z li-

³⁴ D. Silverman, *Interpretacja danych jakościowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 250–251; T. Rapley, *Analiza konwersacji, dyskursu i dokumentów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 104.

³⁵ Zob. A. Strauss, J. Corbin, *Basic of Qualitative Research*, Newbury Park, CA Sage 1990, s. 61.

³⁶ M. Kostera, *Antropologia organizacji. Metodologia badań terenowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 27; P. Krzyworzeka, *Etnografia [w:] Metody badawcze w zarządzaniu humanistycznym*, red. M. Kostera, Wydawnictwo Akademickie Sedno, Warszawa 2015, s. 34.

teraturą przedmiotu i aktualnie obowiązującym stanem prawnym, na podstawie czego autorzy zaproponowali również wnioski *de lege ferenda* w obszarze zmian regulacji prawnych.

Przy pierwszej emisji zielonych obligacji z 2016 r. zainteresowanie inwestorów zagranicznych (91 inwestorów) oraz popyt na poziomie 1,5 mld euro pozwoliły na zwiększenie kwoty emisji do 750 mln euro z pierwotnie planowanej kwoty 500 mln euro³⁷. Do chwili obecnej (sierpień 2019 r.) Ministerstwo Finansów dokonało trzech emisji zielonych obligacji (w tym jednej w dwóch transzach), których parametry zostały zaprezentowane w tabeli 2.

Tabela 2. Emisje zielonych obligacji rządowych w Polsce w latach 2016–2019

Data emisji	Data zapadalności	Okres	Kwota emisji (w mln euro)	Kupon	Rentowność
20 grudnia 2016	20 grudnia 2021	5 lat	750	0,500%	0,634%
7 lutego 2018	7 sierpnia 2026	8 lat	1000	1,125%	1,153%
7 marca 2019	7 marca 2029	10 lat	1500	1,000%	1,057%
7 marca 2019	8 marca 2049	30 lat	500	2,000%	2,071%

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Środki z wymienionych w tabeli 2 emisji mogą być przeznaczone na projekty określone w przygotowanym przez Ministerstwo Finansów *Green Bond Framework*³⁸:

1. Sektor „Energia odnawialna”:
 - wytwarzanie energii ze źródeł odnawialnych (np. wiatr, energia słoneczna, pływy i biomasa),
 - produkcja elementów technologii energii odnawialnej (np. turbiny wiatrowe, panele słoneczne),
 - całościowa infrastruktura przesyłowa umożliwiająca dostarczanie energii ze źródeł odnawialnych do użytkowników.
2. Sektor „Bezemisijny transport”:
 - inwestycje w infrastrukturę kolejową (tabor elektryczny, linie kolejowe, przywracanie połączeń kolejowych, poprawa efektywności energetycznej systemu kolejowego),
 - inwestycje związane z infrastrukturą kolejową (budowa i remonty stacji kolejowych oraz ich wyposażenia np. w automaty biletowe).
3. Sektor „Zrównoważone rolnictwo”:
 - wspieranie rozwoju rolnictwa ekologicznego.

³⁷ Ministerstwo Finansów, *Wycena obligacji Green Bond*, <https://finanse-arch.mf.gov.pl/>.

³⁸ *The State Treasury of the Republic of Poland, represented by the Minister of Development and Finance Green Bond Framework 5 th December 2016*, <https://www.gov.pl/web/finanse/emisje> [dostęp 17 sierpnia 2019 r.].

4. Sektor „Zalesianie”:

- zrównoważona gospodarka leśna (zalesianie nowych obszarów, bieżące utrzymanie substancji leśnej oraz ochrona przeciwpożarowa).

5. Sektor „Parki narodowe”:

- zarządzanie parkami narodowymi (działania konserwatorskie i naprawcze, ochrona przeciwpożarowa, przywracanie równowagi przyrodniczej),
- organizacja i finansowanie działań w celu zwiększania świadomości oraz wiedzy na temat dziedzictwa narodowego.

6. Sektor „Rekultywacja gruntów”:

- rekultywacja skażonej gleby (usuwanie i rekultywacja gleby, odtwarzanie zniszczonego drzewostanu i innej roślinności).

Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (t.j. Dz.U. 2019, poz. 869, ze zm.; dalej: u.f.p.) zezwala na „znakowanie” środków w kilku przypadkach, np. jest to możliwe w odniesieniu do środków pozyskanych w ramach kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych. Zgodnie z art. 42 ust. 2 u.f.p. środki publiczne pochodzące z poszczególnych tytułów nie mogą być przeznaczane na finansowanie imiennie wymienionych wydatków, chyba że odrębna ustawa stanowi inaczej. Powyższego ograniczenia nie stosuje się do:

- wydatków finansowanych z kredytów udzielonych przez międzynarodowe instytucje finansowe, o ile umowa tak stanowi,
- wydatków finansowanych ze środków europejskich,
- wydatków finansowanych ze środków na realizację:
 - a) programów w ramach celu „Europejska współpraca terytorialna”,
 - b) programów, o których mowa w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1638/2006 z 24 października 2006 r. określającym przepisy ogólne w sprawie ustanowienia Europejskiego Instrumentu Sąsiedztwa i Partnerstwa (Dz.Urz. UE L 310 z 9 listopada 2006 r., s. 1) oraz programów Europejskiego Instrumentu Sąsiedztwa,
 - c) Norweskiego Mechanizmu Finansowego 2004–2009,
 - d) Mechanizmu Finansowego Europejskiego Obszaru Gospodarczego 2004–2009,
- wydatków finansowanych z innych niż bezpośrednio wymienione w ustawie o finansach publicznych środków zagranicznych, niepodlegających zwrotowi,
- kosztów ponoszonych przez jednostki prowadzące działalność gospodarczą, agencje wykonawcze, instytucje gospodarki budżetowej oraz inne państwowe osoby prawne i samorządowe zakłady budżetowe.

Należy jednak zauważyć, że „znakowanie” środków początkowo nie odnosiło się do środków z emisji obligacji skarbowych. W celu przeprowadzenia emisji zielonych obligacji w 2016 r. niezbędna stała się nowelizacja zapisu ustawy o finansach publicznych. W trakcie prac sejmowych nad projektem ustawy o szcze-

gólnych rozwiązaniach służących realizacji ustawy budżetowej na rok 2017 Klub Parlamentarny Prawa i Sprawiedliwości zgłosił podczas drugiego czytania poprawkę nowelizującą art. 84 u.f.p. Poprawka ta dotyczyła dodania do wyłączenia w wyżej wymienionym artykule reguły określonej w art. 42 ust. 2 u.f.p., rozszerzając wyłączenie z zasady braku możliwości imiennego finansowania wydatków publicznych m.in. na środki z emisji skarbowych papierów wartościowych.

Ustawa z 2 grudnia 2016 r. o szczególnych rozwiązaniach służących realizacji ustawy budżetowej na rok 2017³⁹ w art. 20 nadała art. 84 u.f.p. następujące brzmienie: *Do zaciągania pożyczek i kredytów przez Skarb Państwa, emisji skarbowych papierów wartościowych oraz innych operacji związanych bezpośrednio z zarządzaniem państwowym długiem publicznym nie stosuje się przepisów art. 35, art. 42 ust. 2 i art. 49, przepisów o zamówieniach publicznych oraz przepisów o grach hazardowych.*

Środki pozyskane z obligacji przeznaczane są na finansowanie bądź refinansowanie „zielonych” wydatków budżetowych, tj. wydatków w obszarach zdefiniowanych w dokumencie regulującym wykorzystanie środków z tych emisji, tj. w opracowanym przez Ministerstwo Finansów *Green Bond Framework*.

Zielone wydatki budżetowe mogłyby zostać sfinansowane w ramach zwykłej realizacji budżetu państwa (zasada nieoznaczoności środków budżetowych i finansowanie zielonych wydatków w ramach limitu wydatków, w tym finansowania deficytu budżetowego z wykorzystaniem zwykłych obligacji budżetowych), jednak w tym wypadku zasadne jest stworzenie możliwości dedykowanego finansowania, które jednocześnie realizuje strategiczne cele zarządzania długiem, jak dalsza dywersyfikacja bazy inwestorów, oraz ma korzystny wpływ na postrzeganie kraju jako emitenta. Zielone obligacje nie są instrumentem kreującym politykę prośrodowiskową państwa, tylko środkiem finansowania działań realizowanych przez państwo⁴⁰.

W obligacjach emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego w przeciwieństwie do obligacji skarbowych można określić wyraźny cel inwestycyjny wykorzystania środków. Standardowe obligacje skarbowe służą finansowaniu ogólnych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, na które składa się przede wszystkim refinansowanie zapadającego zadłużenia oraz potrzeby netto, czyli głównie deficyt budżetowy i deficyt budżetu środków europejskich, ale też np. kredyty udzielane przez Skarb Państwa. Jak zauważył R. Zima: *określenie celu wykorzystania środków pozyskanych z obligacji skarbowych byłoby całkowicie nieracjonalne i niewykonalne. W odniesieniu do zielonych obligacji cele wykorzystania środków są dokładnie określone we wspomnianym Green Bond Framework w postaci obszarów tematycznych spełniających odpowiednie kryteria*⁴¹.

³⁹ Ustawa z 2 grudnia 2016 r. o szczególnych rozwiązaniach służących realizacji ustawy budżetowej na rok 2017, Dz.U. poz. 1984, ze zm.

⁴⁰ Wywiad z R. Zimą.

⁴¹ *Ibidem*.

Tabela 3. Struktura geograficzna i instytucjonalna nabywców zielonych obligacji w latach 2016–2019

Data emisji	Struktura geograficzna	Struktura instytucjonalna	Udział w emisji podmiotów zorientowanych na „zielone” inwestycje
20 grudnia 2016	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Niemcy i Austria (27%) ▪ kraje Beneluksu (17%) ▪ Wielka Brytania i Irlandia (16%) ▪ kraje nordyckie (15%), ▪ Francja (13%) ▪ Polska (7%) ▪ pozostałe kraje (5%) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ fundusze inwestycyjne (49%) ▪ banki (22%) ▪ instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (16%) ▪ banki centralne i instytucje publiczne (12%) ▪ inne (1%) 	61%
7 lutego 2018	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Francja (23,5%) ▪ Niemcy (19,0%) ▪ Wielka Brytania (13,9%), ▪ Polska (9,6%), ▪ Szwajcaria (5,0%), ▪ kraje skandynawskie (4,8%), ▪ Austria (3,9%) ▪ kraje Beneluksu (1,9%) ▪ pozostałe kraje europejskie (8,1%) ▪ USA (3,5%) ▪ Bliski Wschód (2,0%) ▪ pozostałe kraje (4,9%) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ fundusze inwestycyjne (66,5%) ▪ banki (15,9%) ▪ banki centralne i instytucje publiczne (9,2%) ▪ instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (7,8%) ▪ fundusze hedgingowe (0,3%) ▪ pozostałe podmioty (0,2%) 	41%
7 marca 2019 (obligacje 10-letnie)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Francja (23%) ▪ Niemcy (22%) ▪ kraje Beneluksu (11%) ▪ Polska (6%) ▪ Wielka Brytania (5%) ▪ Szwajcaria (3%) ▪ Austria (3%) ▪ kraje skandynawskie (3%) ▪ pozostałe kraje europejskie (14%) ▪ kraje Bliskiego Wschodu (4%) ▪ pozostałe kraje (6%) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ fundusze inwestycyjne (38%) ▪ banki (36%) ▪ instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (12%) ▪ banki centralne i instytucje publiczne (11%) ▪ fundusze hedgingowe (2%) ▪ pozostałe podmioty (1%) 	47%
7 marca 2019 (obligacje 30-letnie)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Niemcy (45%) ▪ Francja (15%) ▪ Wielka Brytania (9%) ▪ Szwajcaria (3%) ▪ Austria (3%) ▪ kraje Beneluksu (3%) ▪ pozostałe kraje europejskie (18%) ▪ kraje Bliskiego Wschodu (2%) ▪ pozostałe kraje (2%) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ fundusze inwestycyjne (48%) ▪ instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (37%) ▪ banki (6%) ▪ banki centralne i instytucje publiczne (5%) ▪ fundusze hedgingowe (3%) ▪ pozostałe podmioty (1%) 	43%

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Autorzy w pełni podzielają pogląd zapewnienia jak najszerzej konsolidacji finansów publicznych i braku konieczności określania w liście emisyjnym szczegółowego celu wykorzystania środków pozyskanych z tytułu sprzedaży obligacji skarbowych na konkretne projekty czy też programy. Odniesienie się do obszarów określonych w *Green Bond Framework* przygotowanym przez Ministerstwo Finansów należy uznać za wystarczające.

Ponadto Robert Zima zauważył, że: *większość funduszy inwestycyjnych zorientowanych na tego typu inwestycje znajduje się właśnie w obszarze Unii Europejskiej, dlatego też wszystkie dotychczasowe emisje polskich zielonych obligacji były w walucie euro*. W Stanach Zjednoczonych popyt na tego typu instrumenty finansowe jest relatywnie ograniczony. Na polskim rynku brak jest również wystarczającego popytu ze strony dedykowanych „zielonych” funduszy. Ponadto, dokonując emisji zielonych obligacji, intencją rządu była również chęć dywersyfikacji nabywców skarbowych papierów wartościowych, zatem naturalnym wyborem był rynek europejski. Struktura geograficzna i instytucjonalna nabywców zielonych obligacji została przedstawiona w tabeli 3.

Obecnie w Ministerstwie Finansów prowadzone są prace nad ewentualnymi zmianami i aktualizacjami *Framework* (z uwzględnieniem wcześniej wspomnianych prac na forum unijnym) pod kątem możliwego rozszerzenia go i włączenia innych wydatków, które będą klasyfikowane zgodnie z europejskimi wytycznymi jako zielone⁴².

Zgodnie z zapowiedziami Ministerstwa Finansów zielone obligacje na rynku europejskim oferowane są z częstotliwością raz na rok. A więc kolejnej emisji spodziewać się można w pierwszym kwartale lub na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2020 r. Należy zauważyć, że większość potrzeb pożyczkowych Minister Finansów finansuje na rynku krajowym w złotych, a rynki zagraniczne stanowią jedynie uzupełniające źródło finansowania⁴³.

Zielone fundusze publiczne – propozycje rozwiązań

W trakcie realizowanego procesu badawczego podczas wywiadu w odpowiedzi na pytanie o przyczyny braku emisji zielonych obligacji na rynek krajowy Robert Zima jako jeden z powodów wskazał brak rozwiniętego rynku zielonych funduszy⁴⁴. W okresie lipiec/sierpień 2019 można było zaobserwować pewien progres w tym obszarze. W dniu 30 lipca 2019 r. Zarząd PGE (spółki o istotnym znaczeniu

⁴² *Ibidem*.

⁴³ Ministerstwo Finansów, Departament Długu Publicznego, *Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania – maj 2019*, Warszawa 2019, s. 5.

⁴⁴ Wywiad z R. Zimą.

dla gospodarki) przekazał do wiadomości publicznej informację o podpisaniu wraz ze spółkami zależnymi (PGE Energia Ciepła, PGE Górnictwo i Energetyka Konwencjonalna oraz PGE Energia Odnawialna) umowy inwestycyjnej z TFI Energia (podmiot należący do Grupy PGE) mającej na celu utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych – „Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Eko-Inwestycje”. PGE oraz spółki zależne zobowiązały się zainwestować w ten fundusz co najmniej 1,5 mld zł. Fundusz Eko-Inwestycje będzie inwestował m.in. w projekty związane z elektromobilnością, usługami efektywności energetycznej, ograniczaniem emisyjności oraz digitalizacją energetyki⁴⁵. Ponadto w planowanym do utworzenia jesienią 2019 r. nowym funduszu parasolowym (z 11 subfunduszami) przez Amundi Polska TFI zakłada się funkcjonowanie zielonego subfunduszu inwestującego w zielone obligacje⁴⁶. Niemniej przewidywana skala działalności finansowej nowo tworzonego zielonych funduszy inwestycyjnych (na koniec lipca 2019 r. we wszystkich funduszach TFI Amundi było zgromadzonych 1,48 mld zł aktywów) nie będzie stanowić, zdaniem autorów, przełomu w źródłach pozyskiwania finansowania z wykorzystaniem instrumentu skarbowych zielonych obligacji.

W kontekście przeprowadzonych badań zasadne wydaje się przedstawienie wniosków *de lege ferenda* w zakresie możliwości stworzenia rozwiązań umożliwiających finansowanie zielonych projektów ze środków publicznych w sposób inny niż z wykorzystaniem zielonych obligacji. Poza instrumentem zielonych obligacji w rozwiniętych gospodarkach rynkowych można bowiem zaobserwować trend realizacji zadań publicznych z wykorzystaniem instytucji zbiorowego inwestowania (fundusze infrastrukturalne, fundusze tworzone przez instytucje międzynarodowe). Przykładowo takim narzędziem wsparcia inwestycji prorozwojowych, w tym proekologicznych, jest Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych⁴⁷.

Należy jednak zauważyć, że art. 49 ust. 1 u.f.p. wyłącza możliwość nabywania i obejmowania przez jednostki sektora finansów publicznych (z wyjątkami podmiotowymi obejmującymi jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki) udziałów lub akcji w spółkach oraz obligacji emitowanych przez podmioty inne niż Skarb Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego, a także udziałów w spółdzielniach, chyba że odrębna ustawa stanowi inaczej.

⁴⁵ PAP, *PGE tworzy fundusz z 1,5 mld zł na „zielone” inwestycje*, <https://www.pb.pl/pge-tworzy-fundusz-z-15-mld-zl-na-zielone-inwestycje-966975> [dostęp 8 września 2019 r.].

⁴⁶ A. Pałasz, W. Potyra, *Amundi Polska TFI: Ruszamy z nowymi funduszami*, <https://www.parkiet.com/Ludzie-rynku/308209989-Wojciech-Potyra-Amundi-Polska-TFI-Ruszamy-z-nowymi-funduszami.html> [dostęp 8 września 2019 r.].

⁴⁷ S. Skuza, *Analiza możliwości prawnych realizacji zadań publicznych z wykorzystaniem zasobów publicznych poprzez instytucję funduszu inwestycyjnego*, „Zarządzanie i Finance / Journal of Management and Finance” 2015, nr 3, cz. 2, s. 297–298.

Przywołany powyżej przepis art. 49 ust. 1 u.f.p. zakazuje nabywania i posiadania przez jednostki sektora finansów publicznych wymienionych w tym przepisie rodzajów instrumentów, tj. udziałów, akcji, obligacji emitowanych przez inne podmioty niż Skarb Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego.

Literalna wykładnia przepisu zdaje się odnosić do zakazu nabywania wyłącznie wymienionych w art. 49 ust. 1 u.f.p. określonych instrumentów finansowych oraz innych praw majątkowych. Jednak wykładnia rozszerzająca wydaje się interpretować powyższy przepis jako zakaz obejmujący również inne rodzaje instrumentów finansowych i traktowanie możliwości objęcia lub nabycia przez podmioty sektora finansów publicznych jako niedopuszczalne⁴⁸.

Chcąc rozwiązać wyżej wymienione wątpliwości, należałoby zmienić art. 49 ust. 1 u.f.p. Wraz ze zmianą art. 49 ust. 1 u.f.p. niezbędne jest dokonanie także zmiany w art. 124 ust. 4 pkt 1 u.f.p., polegającej na dodaniu do wskazanych w tym przepisie wydatków na zakup i objęcie akcji oraz wniesienie wkładów do spółek prawa handlowego wydatków na zakup certyfikatów inwestycyjnych lub jednostek uczestnictwa⁴⁹.

Instytucja funduszu inwestycyjnego, zwłaszcza zamkniętego, umożliwiłaby zapewnienie stabilnego długoterminowego finansowania oraz umożliwiłaby pozyskanie mieszanego kapitału publiczno-prywatnego. Należy na przykład zwrócić uwagę na art. 14 ust. 1 i 2 ustawy z 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym⁵⁰, zgodnie z którymi umowa o partnerstwie publiczno-prywatnym może przewidywać, że w celu jej wykonania podmiot publiczny i partner prywatny zawiążą spółkę kapitałową, spółkę komandytową lub komandytowo-akcyjną; cel i przedmiot działalności spółki nie może wykroczać poza zakres określony umową o partnerstwie publiczno-prywatnym. W ocenie autorów zamknięty fundusz inwestycyjny mógłby być narzędziem dużo bardziej właściwym do łączenia ośrodków publicznych i prywatnych⁵¹.

W odniesieniu do zielonych funduszy autorzy proponują rozwiązanie powyższego problemu przez umożliwienie wykonywania zadań publicznych z wykorzystaniem instytucji funduszu inwestycyjnego⁵². Autorzy mają świadomość, że niecelowe i niezasadne byłoby tworzenie zielonych funduszy inwestycyjnych ze środków publicznych, których celem byłoby inwestowanie w zielone obligacje skarbowe. Instytucja funduszu inwestycyjnego umożliwiłaby jednak tworzenie mieszanego kapitału (publicznego i prywatnego); ponadto zaangażowanie na początkowym etapie rozwoju rynku ze strony państwa (działanie w tzw. luce rynku-

⁴⁸ Taką możliwość zasugerował S. Skuza, *ibidem*, s. 303–304.

⁴⁹ *Ibidem*, s. 305.

⁵⁰ Ustawa z 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym, Dz.U. 2019, poz. 1445, 1572.

⁵¹ S. Skuza, *Analiza możliwości*, *op. cit.*, s. 307–308.

⁵² Zob. *ibidem*, s. 297–311.

wej) mogłoby przyczynić się do przyspieszenia budowy tego rynku oraz redukcji niedoskonałości rynkowych.

„W ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2019 r. poz. 869, z późn. zm.) wprowadza się następujące zmiany:

1) w art. 49 ust. 1 otrzymuje brzmienie:

«1. Jednostki sektora finansów publicznych, z wyłączeniem jednostek, o których mowa w art. 9 pkt 2, nie mogą posiadać, obejmować lub nabywać udziałów lub akcji w spółkach ani nabywać obligacji oraz innych instrumentów finansowych emitowanych lub oferowanych przez podmioty inne niż Skarb Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego, a także udziałów w spółdzielniach, chyba że przepisy niniejszej ustawy lub odrębnych ustaw stanowią inaczej, z zastrzeżeniem ust. 2.»;

2) w art. 124 ust. 4 po pkt 1 dodaje się pkt 1a w brzmieniu:

«1a) wydatki na nabycie lub objęcie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych, o których mowa w art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2018 r. poz. 1355, z późn. zm.), w funduszach inwestycyjnych, których przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych w określone papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe w celu realizacji zadań publicznych związanych z ochroną środowiska;»⁵³.

Przyjęcie powyższych zmian umożliwiłoby, zdaniem autorów, likwidację prawnych ograniczeń wykonywania zadań publicznych w obszarze ochrony środowiska z wykorzystaniem instytucji funduszu inwestycyjnego.

Należy również zauważyć, że możliwość zaangażowania środków publicznych w fundusze inwestycyjne w systemie polskiego prawa finansowego nie byłaby wyjątkiem. Prawna możliwość takich inwestycji ma bowiem jedna z agencji wykonawczych nadzorowanych przez Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego – Narodowe Centrum Badań i Rozwoju. Do ustawowych zadań tej instytucji należy⁵⁴:

- pobudzanie inwestowania przez przedsiębiorców w działalność naukową, w szczególności przez:
 - a) współfinansowanie przedsięwzięć prowadzonych przez podmiot posiadający zdolność do zastosowania wyników projektu w praktyce,
 - b) wspieranie pozyskiwania przez podmioty, o których mowa w art. 7 ust. 1 pkt 1, 2 i 4–8 ustawy – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, środków na działalność naukową pochodzących z innych źródeł niż budżet państwa,
 - c) wspieranie komercjalizacji wyników badań naukowych lub prac rozwojowych oraz innych form ich transferu do gospodarki,

⁵³ *Ibidem*, s. 308.

⁵⁴ Ustawa z 30 kwietnia 2010 r. o Narodowym Centrum Badań i Rozwoju, Dz.U. 2019, poz. 1770, 2020.

- inicjowanie i realizacja programów obejmujących finansowanie badań naukowych lub prac rozwojowych oraz działań przygotowujących do wdrożenia wyników badań naukowych lub prac rozwojowych,
- inicjowanie i realizacja programów obejmujących finansowanie badań aplikacyjnych, o których mowa w art. 4 ust. 2 pkt 2 ustawy – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce,
- udział w realizacji międzynarodowych programów badań naukowych lub prac rozwojowych, w tym programów współfinansowanych ze środków zagranicznych,
- finansowanie badań aplikacyjnych realizowanych w formie niepodlegających współfinansowaniu z zagranicznych środków finansowych projektów badawczych realizowanych w ramach programów lub inicjatyw międzynarodowych ogłaszanych we współpracy dwu- lub wielostronnej oraz projektów badawczych realizowanych przy wykorzystaniu przez polskie zespoły badawcze wielkich międzynarodowych urzędzeń badawczych,
- upowszechnianie w środowisku naukowym i gospodarczym informacji o planowanych i ogłaszanych konkursach na wykonanie projektów finansowanych przez Centrum,
- popularyzowanie efektów zrealizowanych zadań,
- realizacja innych zadań zleczanych przez Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego, przy zapewnieniu środków finansowych na te cele.

Ponadto Narodowe Centrum Badań i Rozwoju wspiera rozwój kadry naukowej, w szczególności przez finansowanie programów adresowanych do młodych naukowców w rozumieniu art. 360 ust. 2 ustawy – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

Zgodnie z art. 30a ust. 1 ustawy o Narodowym Centrum Badań i Rozwoju w celu realizacji wyżej wymienionych ustawowych zadań agencja ta może obejmować lub nabywać certyfikaty inwestycyjne, o których mowa w art. 117 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnym.

Podsumowanie

Emisja zielonych obligacji czy też zaproponowane w niniejszym artykule inne sposoby finansowania zielonych wydatków publicznych zawsze wiązać się będą zarówno z korzyściami, jak i zagrożeniami dla emitenta i inwestora. Przeprowadzona analiza wykazała, że prawodawstwo krajowe zostało w odpowiedni sposób znowelizowane w celu umożliwienia emisji rządowych zielonych obligacji. Wobec powyższego dalsze nowelizacje ustawy o finansach publicznych w obszarze emisji zielonych obligacji nie są już wymagane. Ze względu na fakt, że

w praktyce niezbędnym elementem emisji zielonych obligacji jest każdorazowa ocena agencji ratingowych *frameworku*, zgodności wydatkowania środków czy też jakości raportowania działań związanych z emisją zielonych obligacji oraz umiędzynarodowienia problematyki instrumentu zielonych obligacji, nie jest zasadne definiowanie zielonych obligacji w przepisach prawa krajowego. Bardziej właściwe wydaje się zdefiniowanie tych instrumentów na poziomie co najmniej *soft law* Unii Europejskiej. Nie jest konieczne odrębne definiowanie terminów zielone obligacje i obligacje klimatyczne, gdyż ich zakres znaczeniowy jest zbieżny, a zadania finansowane środkami pozyskanymi z zielonych obligacji określa *framework* przypisany danej emisji.

Niewątpliwie Polska za sprawą zielonych obligacji uatrakcyjniła swój wizerunek na arenie międzynarodowej, co ma wpływ na zainteresowanie inwestorów zagranicznych⁵⁵. Obecnie obszar Unii Europejskiej wydaje się stanowić najbardziej odpowiedni cel dla kolejnych emisji zielonych obligacji rządowych. W przeprowadzonym badaniu nie było możliwe ustalenie korzyści finansowych wynikających z emisji zielonych obligacji w porównaniu z emisjami obligacji klasycznych, emitowanych na rynki zagraniczne w analogicznym okresie ze względu na ich brak. Skarb Państwa finansował bowiem większość potrzeb pożyczkowych na rynku krajowym. Dotychczasowe doświadczenia w obszarze emisji zielonych obligacji wskazują na potrzebę kontynuowania tego typu działań.

Autorom wydaje się zasadne rozważenie możliwości szerszego wykorzystania środków publicznych na finansowanie zadań publicznych w obszarze ochrony środowiska z wykorzystaniem instytucji funduszy. Wobec braku rynku zielonych funduszy wskazane byłoby wypełnienie takiej luki rynkowej przez fundusze tworzone ze środków publicznych. Obecny stan prawny uniemożliwia podejmowanie takich działań w odniesieniu do środków budżetowych. Przedstawiona przez autorów nowelizacja ustawy o finansach publicznych stworzyłaby możliwość powstawania funduszy o kapitale mieszanym (publicznym i prywatnym), co prowadziło do rozwoju tego segmentu rynku finansowego (zielone fundusze) oraz niwelowałoby niedoskonałości rynku.

Autorzy mają świadomość, że w artykule nie zostały przedstawione analizy dotyczące rentowności poszczególnych alternatywnych możliwości finansowania zielonych wydatków publicznych. Nie było to bowiem intencją autorów, zwłaszcza w odniesieniu do proponowanych przez autorów możliwości zaangażowania środków budżetowych w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne. W ocenie autorów brak jest uzasadnienia utrzymywania takiego zakazu na poziomie przepisów ustawowych, ze względu na możliwość inwestowania środków budżetowych w akcje lub udziały spółek kapitałowych – niezależnie do profilu ich ryzyka, czy też ich

⁵⁵ A. Laskowska, *Polska światowym prekursorem zielonych obligacji skarbowych (Poland as the Global Precursor of Sovereign Green Bonds)*, „Profit Journal” 2017, nr 2(18), s. 6.

angażowania – w celu zarządzania długiem – w instrumenty pochodne. Ponadto, w sposób pośredni, już obecnie można zauważyć zaangażowanie państwa w fundusze inwestycyjne. Autorzy mają na myśli podmioty: Polski Fundusz Rozwoju SA, Bank Gospodarstwa Krajowego czy też Narodowe Centrum Badań i Rozwoju, wykorzystujące jako źródło finansowania swoich zadań środki publiczne, w tym dotacje celowe. Ryzyko inwestycyjne, bezpośrednie lub pośrednie, zaangażowania środków publicznych w powyższe podmioty inwestujące w fundusze inwestycyjne czy też bezpośrednie zaangażowanie tych środków w instrumenty finansowe emitowane przez te fundusze wydaje się być, zdaniem autorów, *de facto* na takim samym poziomie. Autorzy w niniejszym artykule nie dokonują również analizy strony korzyści i kosztów budowy rynku zielonych obligacji w Polsce, za zasadne uważają natomiast tworzenie określonych możliwości prawnych aktywności państwa w obszarze zielonych finansów. W tym zakresie intencją autorów nie była analiza kosztów i korzyści umożliwienia inwestowania środków budżetowych w fundusze inwestycyjne, a wyłącznie zidentyfikowanie bariery prawnej, która, zdaniem autorów, jest nieuzasadniona, i zaproponowanie wniosków *de lege ferenda*.

Bibliografia

Monografie

- Dziawgo L., *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Jedynak P., *CSR practices and competitiveness of the company in B2B market [w:] Competition and cooperation in the management theory and practice*, red. P. Jedynak, Jagiellonian University Press, Kraków 2014.
- Rapley T., *Analiza konwersacji, dyskursu i dokumentów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Reichelt H., *Green bonds: a model to mobilise private capital to fund climate change mitigation and adaptation projects [w:] The Euromoney Environmental Finance Handbook*, World Bank, Washington 2010.
- Silverman D., *Interpretacja danych jakościowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Strauss A., Corbin J., *Basic of Qualitative Research*, Newbury Park, CA Sage 1990.
- Zadek S., Flynn C., *South-Originating Green Finance: Exploring the Potential*, UNEP Finance Initiative, Geneva 2013.

Artykuły

- Baker M., Bergstresser D., Serafeim G., Wurgler J., *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2018, <https://doi.org/10.3386/w25194>.

- Bieliński T., Mosionek-Schweda M., *Green bonds as a financial instrument for environmental projects funding*, „Unia Europejska.pl” 2018, nr 1(248).
- Brzozowska K., *Idea zrównoważonego rozwoju na rynku obligacji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2017, nr 478.
- Dörny S., Schulz C., *Green financing, interrupted. Potential directions for sustainable finance in Luxembourg*, „Journal Local Environment: The International Journal of Justice and Sustainability” 2018, No 7 (23), <https://doi.org/10.1080/13549839.2018.1428792>.
- Kłobukowska J., *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie jako innowacja na rynku finansowym w Polsce w dobie finansjalizacji – stan obecny i perspektywy*, „Folia Oeconomica. Acta Universitatis Lodziensis” 2018, nr 6(339), <https://doi.org/10.18778/0208-6018.339.07>.
- Kuna-Marszałek A., Marszałek J., *Green Bonds – Trends and Development Perspectives*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia” 2018, nr 4(52), <https://doi.org/10.17951/h.2018.52.4.39-47>.
- Krawiec W., *Impact investment – istota i otoczenie rynku*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia” 2015, nr 4(49), <https://doi.org/10.17951/h.2015.49.4.279>.
- Laskowska A., *The Green bond as a prospective instrument of the global debt market*, „Copenhagen Journal of Finance & Accounting” 2017, No 6(4), <https://doi.org/10.12775/cjfa.2017.023>.
- Laskowska A., *Polska światowym prekursorem zielonych obligacji skarbowych (Poland as the Global Precursor of Sovereign Green Bonds)*, „Profit Journal” 2017, nr 2(18).
- Lindenberg N., *Definition of Green Finance*, German Development Institute, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Bonn 2014.
- Marszałek J., Daszyńska-Żygadło K., *Charakterystyka globalnego rynku obligacji klimatycznych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4, cz. 1, <https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-78>.
- Mosionek-Schweda M., Szmelter M., *Zielone obligacje – nowy instrument finansowania inwestycji polskiego rządu*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 532, <https://doi.org/10.15611/pn.2018.532.21>.
- Pawłowski M., *Diversification of the global green bond market*, „European Journal of Service Management” 2018, No 3 (27/2), <https://doi.org/10.18276/epu.2018.129-18>.
- Pawłowski M., *Zielone obligacje rządowe*, „Ekonomiczne Problemy Usług” 2017, nr 4(129), <https://doi.org/10.18276/epu.2018.129-18>.
- Sartzetakis E.S., *Green Bonds as an instrument to finance low carbon transition*, „Working Paper” Bank of Greece, Economic Analysis and Research Department – Special Studies Division, 2019, nr 258, <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09266-9>.
- Skuza S., *Analiza możliwości prawnych realizacji zadań publicznych z wykorzystaniem zasobów publicznych poprzez instytucję funduszu inwestycyjnego*, „Zarządzanie i Finanse / Journal of Management and Finance” 2015, nr 3, cz. 2.
- Szymański D., *To jest absolutny hit polskiego rządu. „Wszędzie nas pytają, jak tego dokonaliśmy”*, <https://businessinsider.com.pl/finanse/makroekonomia/zielone-obligacje-okazaly-sie-hitem-polski/8fzfpw>.

- Tang D.Y., Zhang Y., *Do shareholders benefit from green bonds?*, „Journal of Corporate Finance” 2018, In Press, Corrected Proof, Available online 8 December 2018, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3259555>.
- Voica M.C., Panait M., Radulescu I., *Green Investments – Between Necessity, Fiscal Constraints and Profit*, „Procedia Economics and Finance” 2015, No 22, [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)00228-2](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)00228-2).
- Więckowska M., *Stan i perspektywy rozwoju rynku obligacji klimatycznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 62.
- Wang Y., Zhi Q., *The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies*, „Energy Procedia” 2016, nr 104, <https://doi.org/10.1016/j.egypro.2016.12.053>.
- Wiśniewski M., Zieliński J., *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „INFOS. Zagadnienia Społeczno-gospodarcze” 2017, nr 15(238).
- Wiśniewski M., Zieliński J., *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „Studia BAS” 2017, nr 4(52) [*Finansowanie zadań publicznych w Polsce*, red. P. Russel].
- Zerbib O.D., *The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds*, „Journal of Banking & Finance” 2019, No 98, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>.

Źródła internetowe i inne źródła

- Climate Bonds Annual Conference and Green Bond Awards, 2017, <https://www.climatebonds.net/market/2017-awards>.
- Ministerstwo Finansów, *Wycena obligacji Green Bond*, <https://finanse-arch.mf.gov.pl>.
- Ministerstwo Finansów, Departament Długu Publicznego, *Plan finansowania potrzeb pozyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania – maj 2019*, Warszawa 2019.
- OECD & Bloomberg Philanthropies, *Green Bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition. Policy perspectives*, OECD Publishing, Paryż 2015.
- Pałasz A., Potyra W., *Amundi Polska TFI: Ruszamy z nowymi funduszami*, <https://www.parkiet.com/Ludzie-rynku/308209989-Wojciech-Potyra-Amundi-Polska-TFI-Ruszamy-z-nowymi-funduszami.html>.
- PAP, *PGE tworzy fundusz z 1,5 mld zł na „zielone” inwestycje*, <https://www.pb.pl/pge-two-rzy-fundusz-z-15-mld-zl-na-zielone-inwestycje-966975>.
- Report on EU Green Bond Standard*, EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, June 2019.
- The State Treasury of the Republic of Poland, represented by the Minister of Development and Finance Green Bond Framework 5 th December 2016*, <https://www.gov.pl/web/finanse/emisje>.
- Wywiad z Robertem Zimą, dyrektorem Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów, przeprowadzony 27 sierpnia 2019 r.