

Alina Szypulewska-Porczyńska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
ORCID 0000-0003-0177-545X

Agnieszka Kacprowicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
ORCID 0000-0003-3513-3690

doi.org/10.34765/sp.0422.a03

WYZWANIA DLA WZROSTU GOSPODARCZEGO POLSKI W RAMACH ROZWOJU ZRÓWNOWAŻONEGO NA PRZYKŁADZIE FINANSÓW

Streszczenie

Wdrażanie finansów zrównoważonych jest efektem wzrostu oczekiwań wobec rynku w zakresie przejścia odpowiedzialności za poprawę środowiska. Celem badania jest identyfikacja kluczowych elementów finansów zrównoważonych i na tym tle ocena dostosowań w tym zakresie polskich przedsiębiorstw na przykładzie spółek z branży tekstylna-odzieżowej ze zwróceniem uwagi na współistnienie strategii ESG z działalnością eksportową podmiotów. Z analizy wynika, że firmy prowadzące działalność eksportową do krajów Europy Zachodniej opracowały i wdrożyły w swoich firmach strategię ESG. W efekcie mogą one mieć łatwiejszy dostęp do finansowania bankowego ze względu na niższy poziom ryzyka ESG oraz obowiązek ujawnień przez banki informacji niefinansowych, w tym jaka część aktywów bankowych jest zgodna z taksonomią. Jednakże jednym z podstawowych wyzwań w kontekście wdrożenia finansów zrównoważonych jest mobilizacja na ten cel środków publicznych.

Słowa kluczowe: finanse zrównoważone, zarządzanie ryzykiem, inwestycje zrównoważone, ESG, przemysł tekstylna-odzieżowy.

Kody JEL: Q56, G28

Artykuł badawczy.

CHALLENGES FOR POLAND'S ECONOMIC GROWTH WITHIN THE FRAMEWORK OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT ON THE EXAMPLE OF FINANCE

Summary

The implementation of sustainable finance results from growing expectations towards the market of taking responsibility for improving the environment. The study aims to identify the critical elements of sustainable finance and, against this background, assess the adjustments made by Polish enterprises on the example of companies from the textile and clothing industry, emphasising the coexistence of ESG strategies with export activities. The analysis shows that companies exporting to Western Europe have developed and implemented ESG strategies in their companies. As a result, they may have easier access to bank financing due to a lower level of ESG risk and the obligation for banks to disclose non-financial information, including what part of banking assets is compliant with the taxonomy. However, one of the primary challenges in implementing sustainable finance is mobilising public funds for this purpose.

Key words: sustainable finance, risk management, sustainable investments, ESG, textile and clothing industry.

JEL Codes: Q56, G28

Research article.

Wprowadzenie

Jednym z głównych uwarunkowań wzrostu gospodarczego Polski będą zmiany, jakie są wprowadzane w państwach członkowskich Unii Europejskiej w celu wdrożenia finansów zrównoważonych. Rozszerzenie procesu podejmowania decyzji o kwestie rozwoju zrównoważonego ma przekierować przepływy kapitału prywatnego i publicznego w stronę inwestycji uwzględniających kwestie środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego (dalej ESG), zwiększyć kontrolę nad ryzykiem wynikającym z kryzysu klimatycznego oraz rangę działalności gospodarczej o charakterze długoterminowym. Jedną z głównych ról w tym procesie przypadła bankom. Wynika to przede wszystkim z ich roli

alokacyjnej, jaką pełnią na rynku finansowym, a także ich zdolności do oceny ryzyka. Ponadto wiąże się to również z łatwością, z jaką można wprowadzić standardy przy udziale instytucji, które na co dzień funkcjonują w środowisku o wysokim stopniu regulacji. Poza tym banki należą do tych instytucji finansowych, które są naturalnymi sprzymierzeńcami zmian w kierunku zrównoważenia ze względu na negatywne oddziaływanie na ich działalność ryzyka fizycznego związanego z ekstremalnymi zdarzeniami pogodowymi. Nie mniej ważny pozostaje także wpływ działalności banków na ryzyka ESG.

Jak zauważa Wendt (2021), unijna definicja finansów zrównoważonych została dostosowana do pojęcia „odpowiedzialnego postępowania w biznesie” upowszechnionego przez OECD (2018). Dopasowanie unijnych rozwiązań do standardów OECD wynika z zobowiązania, jakie organy ustawodawcze UE nałożyły *explicite* na uczestników rynku finansowego oraz unijne urzędy nadzoru finansowego w rozporządzeniu w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. Podstawowe standardy OECD dotyczą przedsiębiorstw wielonarodowych (OECD 2011), ich należytej staranności, czy wdrażających tę ostatnią rekomendację norm dotyczących inwestorów instytucjonalnych oraz łańcuchów dostaw (OECD 2017). Należyta staranność obejmuje badanie ryzyka wykraczającego poza samo ryzyko zagrażające przedsiębiorstwu i polega na „identyfikacji, zapobieganiu, redukowaniu i określeniu sposobu reagowania na rzeczywiste i potencjalne ryzyko wystąpienia niepożądanych skutków działalności przedsiębiorstwa. Taka analiza powinna być integralną częścią systemów decyzyjności biznesowej i systemów zarządzania ryzykiem” (OECD 2011, s. 23, pkt 14). Mamy zatem do czynienia z próbą internalizacji negatywnych efektów zewnętrznych.

Biorąc pod uwagę powyższe, z jednej strony można oczekiwać, że w krótkim horyzoncie czasowym przedsiębiorstwa silniej eksponowane na ryzyko przejścia w kierunku zrównoważenia będą doświadczać pogorszenia rynkowej pozycji konkurencyjnej. Z drugiej strony – w dłuższej perspektywie – tylko progresywność strategii przedsiębiorstw z perspektywy realizacji idei rozwoju zrównoważonego umożliwi im stabilną działalność.

Celem badania jest identyfikacja kluczowych elementów finansów zrównoważonych, aby na tym tle ocenić stopień wdrożenia przez wybrane przedsiębiorstwa reformy w kierunku zrównoważonego funkcjonowania, z uwzględnieniem finansowania tego dostosowania przez banki. Weryfikujemy hipotezę, że stopień wpływu kryteriów ESG na działalność polskich firm będzie mniejszy w przypadku przedsiębiorstw o wyższym poziomie umiędzynarodowienia niż w przypadku przedsiębiorstw, których działalność skierowana jest na rynek

krajowy. Posługujemy się przykładem przedsiębiorstw z branży odzieżowej. Za takim wyborem przemawia po pierwsze to, że przemysł tekstylny-odzieżowy doświadczył istotnych przekształceń w związku z wdrażaniem finansów zrównoważonych. Jest to związane z dużym negatywnym wpływem tej branży na środowisko naturalne oraz dobrostan ludzi i zwierząt (Muthu 2020; Pasqualotto 2017), a jednocześnie z kryzysem wynikającym z niewystarczających działań ESG (Pucker 2022). Po drugie, nie należąc do branż o znaczeniu strategicznym, przemysł tekstylny-odzieżowy nie może liczyć na działania osłonowe państwa, polegające chociażby na odsunięciu w czasie dostosowań. Jednocześnie branża tekstyliów i odzieży została sklasyfikowana w UE wśród priorytetowych dla gospodarki o obiegu zamkniętym. Przeprowadzone badanie empiryczne opieramy na raportach ESG spółek z branży odzieżowej, skupiając się na przedsiębiorstwach notowanych na giełdzie ze względu na dostęp do danych. Spółki giełdowe mają obowiązek publikowania raportów finansowych oraz, co jest istotne dla tematu badania, część z nich podlegała w 2021 r. obowiązkowi raportowania informacji niefinansowych.

W naszych rozważaniach główny nacisk kładziemy na ekologiczny aspekt rozwoju zrównoważonego. Wymiar środowiskowy zdominował bowiem narzędzia przyjęte dotychczas w UE w ramach polityki finansów zrównoważonych. Taki stan koresponduje również z rozwojem nauk ekonomicznych, w ramach których można zaobserwować umacniający się paradygmat ekologiczny. Właśnie od kluczowych elementów koncepcji finansów zrównoważonych widzianych z perspektywy zmiany paradygmatu w finansach rozpoczynamy nasze rozważania (część 1), aby na tym tle przedstawić główne narzędzia finansów zrównoważonych ze szczególnym uwzględnieniem produktów bankowych (część 2). Następnie, na podstawie strategii ESG polskich spółek z branży odzieżowej oceniamy skalę wpływu wdrożenia finansów zrównoważonych na ich działalność (część 4). Interesuje nas w szczególności współistnienie strategii ESG z działalnością eksportową podmiotów. Badanie kończą wnioski.

1. Główne elementy finansów zrównoważonych w świetle metadebaty

Dominującym poglądem w finansach pozostaje kardynalna zasada wyrażona dobitnie przez Friedmana (1970) w tytule jego artykułu, że „społeczna odpowiedzialność biznesu polega na zwiększaniu zysków”. U Friedmana właśnie

znajdziemy niezgodę wobec pomysłu przypisywania odpowiedzialności biznesowi, ponieważ odpowiedzialność jego zdaniem jest domeną ludzi. To wolna jednostka może rozporządzać swoim majątkiem, czasem, itp. w celu realizacji celów społecznych, a nie dyrektor korporacyjny (agent) zarządzający firmą w imieniu właściciela (pryncypała). Jeżeli doszłoby nawet do tego, mielibyśmy do czynienia z sytuacją, kiedy prawdopodobnie pogwałcone zostałyby pragnienie pracodawcy „zarobienia jak najwięcej pieniędzy”. Co więcej, zarządca korporacyjny wszedłby w rolę fiskalną organów państwowych, do czego ani nie jest powołany, zważywszy na mechanizm jego wyboru, ani przygotowany pod względem kompetencyjnym (Friedman 1970, s. 173 i 175). Friedman stawia problem celów społecznych, włączając ochronę środowiska, w kontekście takich wartości jak demokracja, wolność czy wolny rynek, widząc w przesunięciu wydatków od sfery państwowej do sfery prywatnej biznesu wdrożenie doktryny kolektywistycznej omijające polityczny proces demokratyczny (jednoosobowa forma działalności gospodarczej jest tutaj wyjątkiem). Współczesna nauka o finansach korporacyjnych (Rau 2017; Tse Tse 2018) zachowuje myśl Friedmana, przypisując firmie, ale również człowiekowi, dążenie do czerpania maksymalnych korzyści. Widzi przy tym główne ograniczenia tworzenia bogactwa w ograniczonych zasobach i poziomie ryzyka.

Z przedstawionym w „nauce normalnej” obrazem (jeśli posłużyć się pojęciem Kuhna (2012)) rezonuje praktyka finansów korporacyjnych. Przykładem są listy prezesa do akcjonariuszy JPMorgan Chase. Zamierzeniem tego banku jest zarobienie godziwego zysku dla akcjonariuszy. Pojęcie interesariusz pojawia się w kilku listach przed 2019 r., jednak dopiero w 2019 r. użyte jest w znaczeniu podmiotów pozostających pod wpływem działalności banku, tj. klientów, pracowników i społeczności (JPMorgan Chase 2020; 2021; 2022). Jak jednak wyjaśnia prezes, troska o interesariuszy wynika z budowania wartości dla akcjonariuszy.

Idea finansów rozwoju zrównoważonego rozwijana w UE zmienia relację „rynek – państwo”, a więc podział między wymiarem prywatnym a publicznym. Zdaniem Mączyńskiej i Pysza (2014) słuszność podejścia do finansów opartego na hipotezie efektywnego i samoregulującego się mechanizmu rynkowego została podważona kryzysem finansowym z 2007 r. Badacze w kryzysie finansowym widzą początek końca dominacji doktryny neoliberalnej, opartej w finansach na założeniu racjonalnego zachowania, przejrzystości rynku, a także mechanizmie cenowym prowadzącym do alokacji o najwyższej efektywności. Mączyńska i Pysz w odniesieniu do zasady efektywności rynków finansowych podzielają zdanie Krugmana (2009) pozycjonującego swoje

poglądy po stronie Keynesa, który postrzegał sektor finansowy jako kasyno, któremu nie powinno się powierzać kapitału kraju.

Użyteczną listę sześciu przesłanek, na których ekonomiści opierają swoje oczekiwania dotyczące zwiększonej roli państwa w gospodarce, przedstawia Stiglitz (2018). I tak, państwo opiekuńcze stanowi odpowiedź na: (1) niedoskonałości rynku ryzyka osłabiające zdolność i chęć jednostek do podejmowania ryzyka, w szczególności związanego z działalnością innowacyjną; (2) niezrównoważone w sensie Pareto rynki ze względu na ich niedoskonałości, w tym niepełną informację, a także rosnący koszt prawnego egzekwowania kontraktów; (3) preferencje endogenne ukształtowane w postaci nieuczciwych praktyk czy zasady ograniczenia dobrej wiary w postaci standardu *caveat emptor*; (4) brak adekwatnego zabezpieczenia społecznego przez rynki w duchu sprawiedliwości Rawlsa; (5) brak zaspokojenia na podstawowym poziomie przez rynki potrzeb związanych z cyklem życiowym człowieka, a więc opieki zdrowotnej, społecznej, edukacyjnej i emerytalnej; (6) łączenie ryzyka w ramach jednego pokolenia, przy braku międzypokoleniowego podziału uwzględniającego generacje, których jeszcze nie ma. Państwo opiekuńcze umożliwia poprawę w tych wszystkich obszarach, ponieważ jest oparte na solidarności.

Zmiana punktu ciężkości w parze „rynek-państwo” w stronę państwa nie jest jedynym nurtem zmian widzianych jako pożądane w modelu rozwoju zrównoważonego współczesnej gospodarki. Zdaniem niektórych badaczy komponent rynkowy wymaga ściślejszej regulacji. Wśród nich są Admati i Hellwig (2013), którzy rozdźwięk między twierdzeniami czołowych bankierów a rzeczywistością przyrównują do sytuacji z bajki Andersena o nowych szatach cesarza. Polityków moglibyśmy widzieć w roli gapiów, gdyby nie brali aktywnego udziału w szyciu owych szat. Jak piszą Admati i Hellwig, układ ten jest wzajemnie korzystny, a w jego rezultacie dochodzi dodatkowy, polityczny powód ochrony banków. Tymczasem – jak podkreślają ci ekonomiści – koszt kredytu bankowego nie odzwierciedla rzeczywistego ryzyka, ponieważ niewykonanie zobowiązania spada częściowo na barki podatników. Ponadto społeczeństwo jest obarczane nadmiernym ryzykiem wynikającym z działalności bankowej, np. w postaci kryzysu finansowego czy środowiskowego. Ponieważ banki nie ponoszą całej odpowiedzialności za podejmowane ryzyko, konieczne są regulacje zapewniające bezpieczeństwo i dbające o kondycję branży.

W literaturze przedmiotu znajdziemy propozycje pogodzenia tego co było (zysk) z tym co powinno być (odpowiedzialność społeczna). Zdaniem np. Sandberga (2018) branża finansowa powinna uwzględniać interes interesariuszy w postaci wspólnego celu społecznego realizowanego w dłuższym

czasie, a na poziomie bieżącej działalności zajmować się efektywną alokacją kapitału. W przypadku wystąpienia konfliktu między celami ogólnymi a specjalizacyjnymi pośredników finansowych, ci ostatni powinni powstrzymać się od praktyk, które regularnie szkodzą, a podejmować natomiast działania korzystne dla społeczeństwa. Konwergencja celów w kierunku zrównoważenia powinna zdaniem badacza następować na drodze samoregulacji. Tam natomiast, gdzie brak zaangażowania branży narażałoby społeczeństwo na duże ryzyko, a tak się dzieje zdaniem Sandberga w przypadku kwestii środowiskowych, proponowany model, który autor nazywa dwupoziomowym, powinien ustąpić miejsca regulacjom państwa. Louche i in. (2019) wykazują jeszcze większą wiarę w możliwość dostosowania się branży finansowej do wyzwań rozwoju zrównoważonego przez uwzględnienie takich jej słabości, jak: krótkoterminowość, przewidywanie wyników przyszłości na podstawie wyników przeszłości, ceny jako najlepsze przybliżenie wartości nieobejmujące kosztów środowiskowych oraz zwroty skorygowane o ryzyko z pominięciem ryzyka niefinansowego związanego ze zmianami klimatu.

Rodzi się pytanie: na ile podejście do finansów zrównoważonych z celem szukania pogodzenia dwóch logik: zysku i moralności jest produktywne? Ta swoista ostrożność była widoczna wcześniej w realizacji koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu czy inwestycji odpowiedzialnych. Jak zauważa Revelli (2016) badacze głównie koncentrują się na związku między inwestowaniem odpowiedzialnym społecznie a wynikiem finansowym. Chociaż nie dowiedziono korelacji negatywnej, jak wynika z dokonanego przez badacza przeglądu metaanaliz, Revelli nie ma wątpliwości, że kierowanie się odpowiedzialnością społeczną nie jest efektywne, gdy oceniamy ją z perspektywy dominującej teorii finansów (Revelli 2016, s. 156). Do takich wniosków muszą prowadzić koncepcje, na których opiera się dominujący obecnie paradygmat kształtowany w połowie ubiegłego stulecia, a wśród których Revelli wymienia teorię portfelową Markowitza, model wyceny aktywów kapitałowych Sharpe'a, hipotezę efektywności rynkowej Famy oraz model wyceny opcji Blacka i Scholesa. Pérez (2016, s. 112) do listy autorów koncepcji, które negatywnie wpłynęły na rozwój finansów, o czym ma świadczyć kryzys finansowy, dodaje Tobina, Modiglianego i Millera oraz Rossa. Badacz w błędnej postawie epistemologicznej ojców nowoczesnych finansów i ich naśladowców postrzega źródło zerwania z normami, które „osadzały” finanse w społeczeństwie. Do tych zasad zalicza *affectio societatis* (duch współpracy) – w przypadku tworzenia spółki, *fiducie* (zaufanie) – dla relacji z bankiem, czy surowe kary dla bankrutującego z powodu naruszenia zaufania (Pérez 2016, s. 113). Skupiając się na

formalizacji matematycznej i ryzyku związanym ze zmiennością stóp zwrotu, nie uwzględnili oni – zdaniem Péreza – charakteru nauk humanistycznych i społecznych, w tym wzajemnie warunkujących się: badacza i przedmiotu badania. Ekonomista postuluje ponowne zakorzenienie finansów w ekonomii a ekonomii w naukach społecznych, czym nawiązuje do Polanyiego (2018).

Usiłując zrozumieć napięcia istniejące między opisanymi wyżej podejściami do finansów, a także nie mniej istotne między tytułowymi komponentami: wzrostem gospodarczym a rozwojem zrównoważonym, odkładając jednocześnie na bok charakterystyczne dla ekonomii równoległe istnienie różnych paradygmatów, zwróćmy się do korzeni koncepcji rozwoju zrównoważonego. Jak ukazują Purvis, Mao i Robinson (2018), rozwój zrównoważony pojawił się najpierw jako wspólny język szerokich szkół myślenia: społecznej i ekologicznej. Był to wspólny język krytyki szkoły ekonomicznej. Neutralizacja radykalnej krytyki ekonomii nastąpiła przez instytucje międzynarodowe, które jednym z filarów zrównoważenia, obok społecznego i środowiskowego, uczyniły filar gospodarczy, w ten sposób przyczyniając się do osiągnięcia międzyrządowego konsensusu. Wymiar ekonomiczny został „przemycony” również przy pomocy pojęcia rozwój, które zrosło się mocno ze zrównoważeniem. Nie przeszło to niezauważone i część badaczy rozwój zrównoważony, podobnie jak wzrost zrównoważony, uznaje za oksymoron (Brand 2012).

2. Narzędzia finansów zrównoważonych w Unii Europejskiej

Zgodnie z planem działania UE na rzecz finansowania zrównoważonego (dalej: plan działania) kluczowym narzędziem jest system klasyfikacji działań na rzecz zrównoważonego rozwoju (tzw. taksonomia), na podstawie którego sporządza się wymogi ostrożnościowe oraz standardy produktów finansowych, takie jak wskaźniki referencyjne czy oznakowania UE (Komisja Europejska 2018). Systematykę unijną uzupełniają inne środki obejmujące inwestycje prywatne i publiczne. Należą m.in. do nich odpowiednio ujawnianie informacji niefinansowych przez przedsiębiorstwa (*Non-financial Reporting Directive*, NFRD) czy pomoc w opracowywaniu projektów infrastrukturalnych.

Przyjęta w ramach finansów zrównoważonych definicja ryzyka rozszerzyła na mocy rozporządzenia 2019/2088 w sektorze usług finansowych zakres ryzyka na ryzyko dla rozwoju zrównoważonego, które „oznacza sytuację lub

warunki środowiskowe, społeczne lub związane z zarządzaniem, które – jeżeli wystąpią – mogłyby mieć, rzeczywisty lub potencjalny, istotny negatywny wpływ na wartość inwestycji” (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088, art. 2 pkt 22). Obok ryzyka finansowego oraz ryzyka dla rozwoju zrównoważonego wprowadzona została kategoria „głównych niekorzystnych skutków dla czynników rozwoju zrównoważonego”, którą także uczestnicy rynku finansowego powinni brać pod uwagę w ramach swoich obowiązków zarządczych, w szczególności publikując ich opis (art. 4), gdzie owe czynniki zrównoważonego rozwoju „oznaczają kwestie środowiskowe, społeczne i pracownicze, kwestie dotyczące poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i przekupstwu” (pkt 22 art. 2).

W ramach finansów zrównoważonych jako jedne z pierwszych weszły w życie regulacje dotyczące upubliczniania informacji w branżach usług finansowych oraz wskaźniki referencyjne. Obowiązek ujawniania informacji ustanowiony został w rozporządzeniu 2019/2088. Na uczestników rynku finansowego i doradców finansowych, którzy świadczą usługi w zakresie produktów inwestycyjnych nałożono wymóg pisemnego ujawniania inwestorom końcowym informacji na temat uwzględnienia ryzyka dla rozwoju zrównoważonego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i świadczeniu usług doradztwa. Zarządzający funduszami i inwestorzy instytucjonalni udostępniający produkty finansowe powinni ujawniać, jaki jest udział procentowy inwestycji w ramach produktu finansowego w zrównoważoną środowiskowo działalność gospodarczą. W przypadku gdy uczestnicy rynku finansowego nie biorą pod uwagę kryteriów dotyczących zrównoważonych środowiskowo inwestycji, powinni oni przedstawić na tę okoliczność oświadczenie. Ustanowienie unijnych wskaźników referencyjnych transformacji klimatycznej oraz unijnych wskaźników referencyjnych dostosowanych do porozumienia paryskiego nastąpiło na mocy rozporządzenia 2019/2089.

System klasyfikacji działań na rzecz zrównoważonego rozwoju został wprowadzony w czerwcu 2020 r. rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 852. Zgodnie z taksonomią działalność można uznać za zrównoważoną środowiskowo, jeżeli spełnia wszystkie cztery następujące warunki: a/ wnosi istotny wkład w realizację co najmniej jednego z sześciu celów środowiskowych, b/ nie wyrządza poważnych szkód dla żadnego z celów, c/ jest prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami oraz d/ spełnia techniczne kryteria kwalifikacji. Do owych celów środowiskowych zaliczono: 1/ łagodzenie zmian klimatu; 2/ adaptację do zmian klimatu; 3/ zrównoważone wykorzystywanie i ochronę zasobów wodnych i morskich; 4/ przejście na gospodarkę

o obiegu zamkniętym; 5/ zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrolę oraz 6/ ochronę i odbudowę bioróżnorodności i ekosystemów.

Minimalne gwarancje związane zostały natomiast z zasadami zapisanymi w Europejskim filarze praw socjalnych oraz międzynarodowymi minimalnymi normami w zakresie praw człowieka i praw pracowniczych obecnymi w wytycznych OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych i wytycznych ONZ dotyczących biznesu i praw człowieka, w tym m.in. Deklaracji Międzynarodowej Organizacji Pracy (MOP), czy Międzynarodowej karcie praw człowieka.

Z kolei techniczne kryteria kwalifikacji (dalej TKK) oznaczają kryteria przyjęte przez KE dla wybranych działalności w ramach poszczególnych branż w odniesieniu do celów środowiskowych i służącą do przesiewu działalności pod względem jej zrównoważenia. Ustanowienie przez Komisję Europejską TKK (rozporządzenie delegowane Komisji 2021/2139) określa warunki, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także pozwala określić, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód. Widać zatem, że całościowa interpretacja celów środowiskowych nie została przeprowadzona.

Istotna rola w realizacji finansów zrównoważonych i za ich pośrednictwem zmian perspektywy rozwoju zrównoważonego w przedsiębiorstwach przypadła bankom. Pełnią one rolę katalizatora zmian. KE oraz nadzorcy sektora bankowego, m.in. Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) a za nim polska Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) przyjęły szereg regulacji i wytycznych w odniesieniu do banków, w tym w szczególności w 2020 r. EBA wydała wytyczne dotyczące udzielania i monitorowania kredytów (EBA/GL/2020/06). Na ich mocy banki zostały zobowiązane do uwzględnienia w procesie oceny ryzyka kredytowego czynników ESG oraz korzystania z map ryzyka jako narzędzia do oceny kredytobiorców w zakresie ryzyka ESG. Na poziomie regulacyjnym wymienić należy ponadto wspomnianą wyżej sprawozdawczość związaną z taksonomią środowiskową UE (Rozporządzenie 2020/852), sprawozdawczość niefinansową zgodną z wymaganiami EBA (art. 449a Rozporządzenia (UE) nr 575/2013), raportowanie niefinansowe zgodne z dyrektywą NFRD wraz z dyrektywą modyfikującą (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*).

Na poziomie rynkowym także widać wzrost finansowania bankowego na podstawie standardów rynkowych powiązanych z rozwojem zrównoważonym (LSTA 2022b) czy rozwój segmentu zielonych obligacji na podstawie standardów

rynkowych dla zielonych obligacji (ICMA 2021). Obecnie w swojej praktyce finansowania projektów przyczyniających się do rozwoju zrównoważonego banki posiłkują się standardami powiązаныmi z rozwojem zrównoważonym (*sustainability-linked standards*), a w szczególności wytycznymi dotyczącymi pożyczek (LSTA 2022a) wypracowanymi przez Stowarzyszenie Rynku Pożyczkowego (*Sustainability Linked Loan Principles, SLLP*). Są to tak zwane transakcje powiązane z rozwojem zrównoważonym (dalej: powiązane z ESG).

Zgodnie z SLLP do transakcji powiązanych z ESG można zaliczyć te, które mają na celu realizację zdefiniowanych w wytycznych kluczowych czynników efektywności (*key performance indicators, KPI*). KPI zostały podzielone na trzy kategorie, tj. dotyczące działań wpływających pozytywnie na środowisko, na rzecz społeczeństwa oraz ładu korporacyjnego. Wśród czynników środowiskowych w dokumencie wymienia się efektywność energetyczną, ograniczenie emisji gazów cieplarnianych, zarządzanie gospodarką odpadami czy też produkcję energii ze źródeł odnawialnych. Klient powinien zobowiązać się w umowie z bankiem, że spełni co najmniej jeden KPI, a bank ma prawo do weryfikacji realizacji tego zobowiązania. Weryfikacja powinna zostać przeprowadzona przez niezależną od klienta i banku jednostkę zewnętrzną. Istotne jest to, że cel takiego finansowania nie musi być związany z osiągnięciem założonych KPI, a klient może przeznaczyć środki np. na bieżące finansowanie swojej działalności. Nie musi zatem korzystać z kredytu inwestycyjnego czy obrotowego na realizację założonych celów rozwoju zrównoważonego, co umożliwi mu na bardziej elastyczne dysponowanie zasobami finansowymi. W SLLP wskazano również, że klient powinien uzyskać tańsze finansowanie w stosunku do tego, które uzyskałby, nie zobowiązując się do realizacji założonych KPI. Wytyczne nie nakładają ograniczeń na wybór rodzaju produktu bankowego, wskazując, że klient może uzyskać na tych zasadach kredyt, ale też m.in. linie na obligacje, gwarancje czy akredytywy.

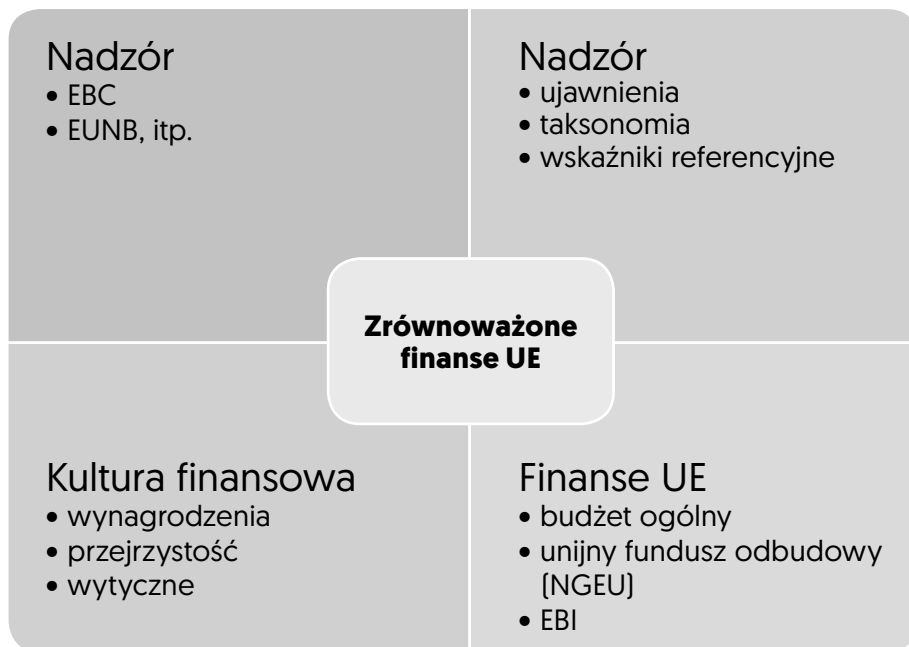
Bank może również udzielać kredytów celowych na realizację projektów zgodnych ze wspomnianymi wyżej TKK. Zgodnie z unijnym rozporządzeniem delegowanym klient może uzyskać finansowanie, które zostanie uznane za zrównoważone zgodnie z taksonomią, jeżeli realizując inwestycję wypełni TKK w ramach jednego z dziewięciu działań tego rozporządzenia. Może to być np. poprawa efektywności wykorzystania budynków biurowych, magazynów czy hal produkcyjnych, nabycie zeroemisyjnych środków transportu, czy też produkcja energii ze źródeł odnawialnych.

Powyższe przepisy zostaną wzmocnione, gdy wejdzie w życie dyrektywa w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w obszarze zrównoważonego

rozwoju (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, CSDDD). Zgodnie z jej projektem duże przedsiębiorstwa będą zobowiązane m.in. do cyklicznego przygotowania *due diligence* w zakresie przestrzegania praw człowieka i środowiskowym oraz publikowania wyników tego badania. Zakres *due diligence* będzie obejmował podmioty z całego łańcucha dostaw danego przedsiębiorstwa. Oznacza to, że nawet mniejsze podmioty, chcąc współpracować z firmami podlegającymi zasadom dyrektywy CSDD, będą musiały prowadzić swoją działalność zgodnie z zasadami rozwoju zrównoważonego, w przeciwnym razie nie będą zaproszone do podpisania umowy współpracy.

Innym ważnym kanałem wdrażania finansów zrównoważonych są inwestycje na rzecz środowiska, finansowane i współfinansowane ze środków unijnych, zwłaszcza w przypadku państw członkowskich, dla których te środki stanowią relatywnie dużą część dochodów publicznych. Strategią unijną mającą prowadzić do osiągnięcia w 2050 r. zerowego poziomu emisji gazów cieplarnianych netto jest Europejski Zielony Ład (Komisja Europejska 2019). Środki finansowe na jego realizację obejmują zarówno siedmioletnie ramy finansowe, a więc unijny budżet ogólny, jak również tymczasowy unijny instrument *Next Generation EU* (NGEU) wprowadzony w celu ożywienia gospodarek unijnych po pandemii COVID-19. Udział zielonych inwestycji jest zróżnicowany w przypadku różnych funduszy i instrumentów (Komisja Europejska 2020). W sumie, w 2020 r. na wydatki związane z klimatem i środowiskiem zaplanowano 30% wieloletnich ram finansowych na lata 2021–2027 oraz NGEU. Przykłady „zielonego” profilu wydatków unijnych są liczne i sięgają już wcześniejszych okresów planowania finansowego. Obejmują one m.in. gwarancje unijne udzielone w ramach powołanego rozporządzeniem 2015/1017 Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych. Zgodnie z nim udział w budżecie programu Horyzont 2020 „Wyzwań społecznych” był największą pozycją wydatkową na poziomie 38%, z czego 10% przewidziano na działania w dziedzinie klimatu, środowiska, efektywną gospodarkę zasobami i surowce. Warto zwrócić uwagę, że uwzględnienie aspektu środowiskowego rozwoju zrównoważonego widać również po stronie dochodowej finansów unijnych. Przykłady obejmują wprowadzenie od 2021 r. nowej kategorii zasobów własnych, będącej wkładem krajowym obliczonym na podstawie ilości odpadów opakowaniowych z tworzyw sztucznych niepoddanych recyklingowi czy emisję zielonych obligacji dla zgromadzenia 30 proc. środków w ramach NGEU (Komisja Europejska 2021).

Rysunek 1. Instrumenty dostosowujące system finansowy w UE do rozwoju zrównoważonego



Źródło: opracowanie własne.

Zestawienie działań unijnych dostosowujących system finansowy do rozwoju zrównoważonego przedstawiono na powyższym rysunku. Klasyfikacja uwzględnia rezultaty pierwszego raportu UNEP (2015) w zakresie zróżnicowania kategorii pod względem ich restrykcyjności oraz zaangażowania interesariuszy, w szczególności środków publicznych. Rozpoczynając od najmniej restrykcyjnej grupy, wśród unijnych narzędzi dostosowujących system finansowy do rozwoju zrównoważonego znajdujemy: (1) działania wzmacniające praktyki rynkowe w postaci wytycznych dotyczących rozszerzenia zarządzania ryzykiem w bankowości na ryzyko społeczno-środowiskowe, a także działania modyfikujące wzorce kulturowe, np. progi dla wynagrodzeń, równoważenie interesów interesariuszy; (2) działania oparte na finansach publicznych np. w postaci dofinansowania ze środków unijnych zielonego projektu; (3) działania opierające się na regulacjach prawnych, np. sprawozdawczość związana z taksonomią środowiskową; (4) działania z zakresu zarządzania przez regulatorów finansowych i banki centralne, np. przegląd ostrożnościowy banku

centralnego dotyczący zagrożeń klimatycznych czy zarządzanie ryzykiem społeczno-środowiskowym.

3. Ocena raportowania taksonomicznego polskich przedsiębiorstw branży odzieżowej

Jak wynika z analizy informacji zawartych w tabeli 1, spółki indeksu WIG-Odzież nie są jednolitą grupą przedsiębiorstw pod względem wielkości, charakteru oraz organizacji działalności. Do tej grupy należą zarówno duże grupy kapitałowe prowadzące sprzedaż detaliczną odzieży, obuwia i torebek w różnych systemach sprzedaży (tj. własnych sklepach, za pośrednictwem stron internetowych czy też przez franczyzobiorców), producenci wyrobów kosmetycznych i toaletowych jak i średnie przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż tekstyliów. 60% z nich jest zobowiązana do raportowania niefinansowego zgodnie z dyrektywą NFRD.

Tabela 1. Podmioty indeksu WIG-Odzież w 2021 r.

Lp.	Nazwa grupy / podmiotu	PKD	Liczba etatów	Przychody ze sprzedaży (w tys. EUR)	Suma bilansowa (w tys. EUR)	Wielkość spółki
1	Grupa CCC	47.72	15 205	1 656 600,00	738 100,00	duża
2	CDRL	46.62	1 445	97 050,00	58 426,32	duża
3	ESQTIQ	47.51	86	44 419,92	32 871,24	średnia
4	HARPER	13.95	584	51 688,40	35 604,90	duża
5	LPP	46.42	23 060	3 050 327,00	3 073 280,86	duża
6	LUBAWA	13.92	1 027	57 710,35	36 911,99	duża

Lp.	Nazwa grupy / podmiotu	PKD	Liczba etatów	Przychody ze sprzedaży (w tys. EUR)	Suma bilansowa (w tys. EUR)	Wielkość spółki
7	MIRACULUM	24.52	54	7 318,15	12 408,16	średnia
8	Grupa MONNARI	47.71	869	49 715,83	40 374,83	duża
9	PROTEKTOR	15.20	406	20 385,27	20 341,78	duża
10	REDAN	46.42	90	20 993,83	13 709,18	średnia
11	SANWIL	70.10	108	6 406,49	11 018,83	średnia
12	SILVANO	b.d.	1 602	9 795,00	46 686,00	duża
13	VRG	47.71	2 333	233 736,00	324 910,00	duża
14	WITTCHEN	46.16	342	60 675,00	72 731,00	duża
15	WOJAS	15.20	1 072	63 862,00	57 596,00	duża

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów skonsolidowanych za 2021 r.

Analiza danych z raportów skonsolidowanych za 2021 r. zawartych w tabeli 2 wskazuje na brak korelacji między stopniem zaangażowania w działalność eksportową mierzonym udziałem eksportu w przychodach a wdrożeniem elementów ESG do strategii przedsiębiorstw. Obraz zmienia się, gdy rozszerzymy badanie o kierunki eksportu.

Tabela 2. Strategia ESG i kierunki eksportu spółek indeksu WIG-Odzież

Lp.	Nazwa grupy / podmiotu	Raportowanie taksonomiczne ¹	Strategia ESG ²	Eksport	Udział eksportu w przychodach (w %)	Eksport do EZ	Udział EZ (w %)	Pozostałe kierunki eksportu	Udział pozostałych kierunków (w %)
1	Grupa CCC	TAK	TAK	TAK	48,0	TAK	28,0	TAK	20,0
2	CDRL	TAK	NIE	TAK	58,0	NIE	0	TAK	58,0
3	ESQTIQ	NIE	NIE	TAK	11,0	NIE	0	TAK	11,0
4	HARPER	TAK	NIE	TAK	60,0	TAK	3,0	TAK	57,0
5	LPP	TAK	TAK	TAK	57,0	TAK	32,2	TAK	24,8
6	LUBAWA	TAK	TAK	TAK	27,0	TAK	b.d.	TAK	b.d.
7	MIRACULUM	NIE	NIE	TAK	22,0	TAK	1,0	TAK	21,0
8	Grupa MONNARI	TAK	NIE	TAK	4,6	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
9	PROTEKTOR	NIE	NIE	TAK	83,0	TAK	72,0	TAK	9,0
10	REDAN	NIE	NIE	TAK	9,0	NIE	0	TAK	9,0
11	SANWIL	NIE	NIE	TAK	13,4	TAK	9,2	TAK	4,2
12	SILVANO	TAK	NIE	TAK	100,0	NIE	0	TAK	100,0
13	VRG	TAK	TAK	TAK	0,2	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
14	WITTCHEN	NIE	NIE	TAK	10,0	NIE	0	TAK	10,0
15	WOJAS	TAK	NIE	TAK	5,0	TAK	b.d.	TAK	b.d.

Uwagi: EZ – Europa Zachodnia; pozostałe – Europa Środkowa i Wschodnia, Wspólnota Niepodległych Państw, Ukraina, Bliski Wschód. ¹ „TAK” zaznaczono w przypadku przedsiębiorstw, które zgodnie z dyrektywą NFRD mają obowiązek raportowania taksonomicznego, „NIE” zaznaczono, gdy na przedsiębiorstwie nie ciąży taki obowiązek. ² „TAK” zaznaczono, gdy przedsiębiorstwo posiada odrębną strategię ESG albo gdy strategia ESG stanowi wydzieloną część strategii przedsiębiorstwa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów skonsolidowanych za 2021 r.

Zauważymy wówczas, że podmioty, które eksportują swoje towary do krajów Europy Zachodniej, co do zasady wdrożyły strategię ESG albo co najmniej polityki środowiskowe. Natomiast podmioty, które sprzedają swoje towary na rynku krajowym lub prowadzą eksport w przeważającej części do krajów

Wspólnoty Niepodległych Państw oraz Ukrainy i krajów Europy Środkowej i Wschodniej (Słowacja, Czechy, Węgry, Rumunia, Bułgaria), czy do Turcji, Arabii Saudyjskiej, nie wdrożyły do swoich strategii działań na rzecz zrównoważonego rozwoju. Wyjątek stanowi firma Protektor, która nie wdrożyła strategii ESG mimo bardzo dużego udziału eksportu do krajów Europy Zachodniej w swoich przychodach ze sprzedaży (72%). Firma deklaruje jednak, że realizuje swoje zadania w zgodzie ze środowiskiem naturalnym przez unowocześnianie parku technologicznego oraz procesów produkcji; wdrożenie procedury zakupowej w celu racjonalizacji gospodarowania zasobami, kontrolę surowców i wyrobów gotowych oraz okresową kontrolę w zakresie przestrzegania przepisów ochrony środowiska. Odwrotną sytuację można zaobserwować w grupie kapitałowej VRG, która przyjęła strategię ESG, mimo że jej obszarem działalności jest głównie rynek krajowy. Strategia Grupy VRG skupia się jednak na obszarze społecznym i ładzie korporacyjnym, a grupa przyznaje w skonsolidowanym raporcie za 2021 r., że w swojej strategii biznesowej nie uwzględnia zagadnień środowiskowych zawierających mierniki i ryzyka związane ze zmianami klimatu oraz zagadnień zrównoważonego rozwoju. Istotne jest również to, że strategię ESG wdrożyły wszystkie duże grupy kapitałowe zobowiązane do raportowania o taksonomii zgodnie z Dyrektywą NFRD i z dużym udziałem eksportu do krajów Europy Zachodniej.

W tabeli 3 przedstawiono dane dotyczące przychodów, wydatków operacyjnych i kapitałowych ze sprawozdań skonsolidowanych spółek WIG-Odzież, które zgodnie z dyrektywą NFRD mają obowiązek raportowania taksonomicznego. Przedsiębiorstwa nie musiały ujawniać czy ich działania były zgodne z taksonomią (*taxonomy-aligned*), a jedynie wskazać czy ich działalność kwalifikuje się do taksonomii (*taxonomy-eligible*).

Tabela 3. Struktura działalności spółek indeksu WIG-Odzieź pod względem zrównoważenia (w %)

Lp.	Nazwa grupy / podmiotu	Przychody		Wydatki operacyjne (OpEx)		Nakłady inwestycyjne (CapEx)	
		% działalności kwalifikujący się do taksonomii	% działalności niekwalifikujący się do taksonomii	% działalności kwalifikujący się do taksonomii	% działalności niekwalifikujący się do taksonomii	% działalności kwalifikujący się do taksonomii	% działalności niekwalifikujący się do taksonomii
1	Grupa CCC	0,10	99,90	10,75	89,25	81,25	18,75
2	CDRL	0	100	0	100	0	100
3	HARPER	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
4	LPP	0	100	98	2	61	39
5	LUBAWA	0,50	99,50	4,60	95,40	7,50	92,50
6	Grupa MONNARI	1,03	98,97	1,61	98,39	27,80	72,20
7	SILVANO	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
8	VRG	0	100	44	56	4	96
9	WOJAS	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów skonsolidowanych za 2021 r.

Na podstawie analizy danych można stwierdzić duże zróżnicowanie wartości wskaźników kwalifikujących się do taksonomii środowiskowej UE. W części OpEx i CapEx tylko dwa podmioty sprawozdały, że znaczna część ich działalności kwalifikuje się do taksonomii. Pozostałe wskazały na brak kwalifikowalności do taksonomii lub nie złożyły stosownych raportów.

Wnioski

W kontekście prezentowanej metadebaty ekonomistów finanse zrównoważone należy postrzegać jako niespotykany w krajach gospodarki rynkowej wzrost znaczenia państwa względem rynku. Mamy do czynienia z ingerencją w zarządzanie przedsiębiorstwami, których modele biznesu powinny zostać dostosowane do celów środowiskowych i społecznych. Jest to m.in. odpowiedź na negatywne efekty zewnętrzne w obrębie pokoleń i między pokoleniami spowodowane m.in. działalnością samych instytucji finansowych. Rozwojowi finansów zrównoważonych polegającemu na przewartościowaniu celów przedsiębiorstw odpowiada w wymiarze makro zakwestionowanie rozwoju rozumianego tradycyjnie wraz z pełniącym w nim kluczową rolę wzrostem gospodarczym.

W Unii Europejskiej narzędzia wdrażania finansów zrównoważonych przybierają coraz bardziej restrykcyjne formy. Ich wpływ można będzie w pełni ocenić dopiero po ich wdrożeniu. W 2022 r. przedsiębiorstwa musiały jedynie wskazać czy ich działalność kwalifikuje się do taksonomii. W raportach z 2022 r. opublikowanych w 2023 r. firmy musiały ujawnić, jaka część ich działalności została dostosowana do taksonomii. Większe obostrzenia w pierwszej kolejności dotyczą dużych jednostek, ponieważ te muszą ujawniać informacje niefinansowe od 2018 r. Rozszerzenie zakresu podmiotów objętych raportowaniem oraz uwzględnienie w nim łańcuchów wartości powoduje istotny wzrost wpływu taksonomii na działalność gospodarczą.

Obowiązek raportowania ESG przez spółki ułatwia bankom analizę ryzyka swoich klientów. Może to zachęcić banki do finansowania tych z nich, którzy już pracują na rzecz rozwoju zrównoważonego, wdrożyli strategię ESG, a tym samym charakteryzują się dla banku niższym poziomem ryzyka ESG. Banki mogą również chętniej finansować podmioty działające w kierunku rozwoju zrównoważonego, gdyż same zostały objęte obowiązkiem ujawnień niefinansowych w tym, jaka część ich aktywów jest zgodna z taksonomią.

Na podstawie przeprowadzonej analizy skonsolidowanych raportów za 2021 r. spółek indeksu WIG-Odzież można stwierdzić, że firmy, których przychody z eksportu do krajów Europy Zachodniej przekraczają 20%, opracowały i wdrożyły strategię ESG, co może wskazywać na ich większą świadomość wagi zagadnień ESG oraz wpływu tych czynników na dalszy rozwój działalności tych przedsiębiorstw. Progresywne pod względem zrównoważenia firmy będą miały łatwiejszy dostęp do kapitału oraz więcej czasu na przygotowanie

się do nowych zrównoważonych sposobów prowadzenia biznesu, które wkrótce staną się obowiązkowe dla wszystkich uczestników rynku.

Obserwowane zróżnicowanie w obrębie analizowanych firm może być również wynikiem różnic w zarządzaniu kryzysem klimatycznym na poziomie krajowym. W kontekście tytułowych zagadnień należy zwrócić uwagę, że w lepszej pozycji konkurencyjnej na rynku wewnętrznym UE znajdują się te firmy, które w ramach wdrażania finansów zrównoważonych będą miały dostęp do funduszy publicznych przewidzianych na ten cel. Chodzi zarówno o pomoc w formie dotacji czy pożyczek celowych, jak i gwarancji dla produktów finansowych.

Bibliografia

- Admati A., Hellwig M. (2013), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press.
- Brand U. (2012), *Green Economy - The Next Oxymoron? No lessons learned from failures of implementing sustainable development*, "Gaia", No. 21(1).
<https://doi.org/10.14512/gaia.21.1.9>
- Friedman M. (1970), *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, (w:) Zimmerli, W.C., Holzinger M., Richter K. (red.), *Corporate Ethics and Corporate Governance*, wyd. 2007.
- ICMA (2021), *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf
- JPMorgan Chase (2020), *Jamie Dimon's Letter to Shareholders: Annual Report 2019*.
- JPMorgan Chase (2021), *Jamie Dimon's Letter to Shareholders: Annual Report 2020*.
- JPMorgan Chase (2022), *Jamie Dimon's Letter to Shareholders: Annual Report 2021*.
- Komisja Europejska (2021), *Sprawozdanie ogólne z działalności Unii Europejskiej*.
- Komisja Europejska (2018), *Action Plan: Financing Sustainable Growth*.
- Komisja Europejska (2019), *Europejski Zielony Ład*.
- Komisja Europejska (2020), *Plan inwestycyjny na rzecz zrównoważonej Europy. Plan inwestycyjny na rzecz Europejskiego Zielonego Ładu*.
- Krugman P. (2009), *How Did Economists Get It So Wrong?*, "New York Times Magazine".
- Kuhn T. S. (2012), *The Structure of Scientific Revolutions*, The University of Chicago Press.

- LSTA (2022a), *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles*.
- LSTA (2022b), *Sustainability-Linked Loan Principles*.
- Louche C., Busch T., Crifo P., Marcus A. (2019), *Financial Markets and the Transition to a Low-Carbon Economy: Challenging the Dominant Logics*, "Organization & Environment", nr 32(1).
- Mączyńska E., Pysz P. (2014), *Liberalizm, neoliberalizm i ordoliberalizm*, "Ekonomista", nr 3.
- Muthu S.S. (2020), *Assessing the Environmental Impact of Textiles and the Clothing Supply Chain*, Elsevier Science.
- OECD (2011), *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*.
- OECD (2017), *Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*.
- OECD (2018), *OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct*.
- Pasqualotto I. (2017), *Sustainable Business Perspectives: Circular Economy&Textile Recycling*, Edizioni Accademiche Italiane.
- Pérez R. (2016), *Analysis of the financial crisis, or crisis in financial analysis?*, (w:) Paraque B., Pérez R. (red.), *Finance Reconsidered: New Perspectives for a Responsible and Sustainable Finance*, Emerald Group Publishing Limited.
- Polanyi K. (2018), *Economy and Society: Selected Writings*, Wiley.
- Pucker K.P. (2022), *Mit zrównoważonej mody*, „Harvard Business Review”, <https://hbr.org/2022/01/mit-zrównoważonej-mody> [dostęp: 18.03.2022].
- Purvis B., Mao Y., Robinson D. (2018), *Three pillars of sustainability: in search of conceptual origins*, Sustainability Science.
- Rau R. (2017), *Short Introduction to Corporate Finance*, Cambridge University Press.
- Revelli C. (2016), *A critical analysis of socially responsible investment (SRI): meta-debate and development perspectives*, (w:) Paraque B., Pérez R. (red.), *Finance Reconsidered: New Perspectives for a Responsible and Sustainable Finance*, Emerald Group Publishing Limited.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/1017 z dnia 25 czerwca 2015 r. w sprawie Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych, Europejskiego Centrum Doradztwa Inwestycyjnego i Europejskiego Portalu Projektów Inwestycyjnych.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych.

- Sandberg J. (2018), *Toward a Theory of Sustainable Finance*, (w:) Walker T., Kibsey S.D., Crichton R. (red.), *Designing a Sustainable Financial System*, Palgrave Studies in Sustainable Business z Future Earth.
- Stiglitz J.E. (2018), *The Welfare State in the Twenty-First Century*, (w:) *The Welfare State Revisited*, Columbia University Press.
- Tse Tse T.C.M. (2018), *Corporate Finance: The Basics*, Routledge.
- UNEP (2015), *The Financial System We Need: Aligning the financial system with sustainable development*.
- Wendt K. (2021), *Is the EU Action Plan for Sustainable Finance a Game Changer?*, (w:) Wendt, K. (red.), *Green and Social Economy Finance*, Taylor & Francis Group.

Afiliacja: dr hab. Alina Szypulewska-Porczyńska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Instytut Międzynarodowej Polityki Gospodarczej
al. Niepodległości 128
02-554 Warszawa
e-mail: aszypu@sgh.waw.pl

Agnieszka Kacprowicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Gospodarki Światowej
al. Niepodległości 162
02-554 Warszawa
e-mail: akacpr@sgh.waw.pl