

Zielone obligacje

Perspektywy wsparcia
rozwoju rynku w Polsce



instrat

Instrat Policy Note 01/2023
Stanisław Stefaniak
Anna Padiasek
Warszawa, czerwiec 2023

Rekomendujemy cytowanie:

S. Stefaniak, A. Padiasek, *Zielone obligacje. Perspektywy wsparcia rozwoju rynku w Polsce*, Instrat Policy Note 01/2023

Autorstwo:

Stanisław Stefaniak, Anna Padiasek

Kontakt:

Stanisław Stefaniak,
Program Zrównoważone Finanse
stanislaw.stefaniak@instrat.pl

Redakcja:

Julia Zaleska

Projekt okładki i ilustracja na okładce:
Anna Olczak.

Publikacja powstała przy wsparciu Europejskiej Fundacji Klimatycznej (ECF).

Treść publikacji dostępna na licencji Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0)



Publikacja dostępna jest do pobrania pod adresem:

www.instrat.pl/zielone-obligacje

Wszelkie błędy są nasze. Stosuje się zwyczajowe zastrzeżenia.

Instrat Policy Note 01/2023

Warszawa, czerwiec 2023

ISBN: 978-83-967509-2-1



instrat



esg.
instrat.pl

Fundacja Instrat

ul. Hoża 51
00-681 Warszawa

Spis treści

Podsumowanie głównych wniosków i rekomendacji	4
1. Wprowadzenie	7
2. Zielone obligacje – zagadnienia podstawowe	8
2.1. Odcienie zieleni, czyli typy zrównoważonych obligacji	8
2.1.1. Standardy rynkowe	8
2.1.2. Unijny standard zielonych obligacji	9
2.2. Zielone obligacje po polsku	10
2.2.1. Stan rozwoju rynku	10
2.2.2. Krajowe regulacje	11
2.3. Dlaczego warto wspierać rozwój rynku zielonych obligacji?	11
3. Zielone obligacje komunalne – pozyskiwanie zielonego kapitału dłużnego przez samorządy	14
3.1. Diagnoza problemów	14
3.1.1. Inwestycje samorządów kluczowe dla dekarbonizacji	14
3.1.2. Podstawy gospodarki finansowej samorządów	15
3.1.3. Obecny stan rynku obligacji komunalnych i praktyki JST w odniesieniu do długu samorządowego	19
3.2. Bariery rozwoju rynku zielonych obligacji komunalnych	25
3.3. Proponowane rozwiązania	27
3.3.1. Utworzenie Samorządowej Agencji Zielonych Obligacji	27
3.3.2. Ulga regulacyjna na zielone długi samorządów	29
4. Zielone obligacje korporacyjne – systemy wsparcia emitentów i inwestorów	31
4.1. Znaczenie obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce	31
4.2. Taksonomia fiskalnych systemów wsparcia emisji zielonych obligacji	33
4.2.1. Ulgi dla emitenta	33
4.2.2. Ulgi dla inwestora	34
4.3. Porównawczy przegląd zachęt fiskalnych dla zielonych obligacji w wybranych państwach	35
4.3.1. Unia Europejska	35
4.3.2. Kraje poza Unią Europejską	36
4.4. Rzetelne plany transformacji kluczem dla rynku SLB i finansowania transformacyjnego	40
4.4.1. Rosnąca rola strategii dekarbonizacji	40
4.4.2. Polityki w celu upowszechnienia planów dekarbonizacji	41

Podsumowanie głównych wniosków i rekomendacji

Rozwój rynku zielonych obligacji

- Wspieranie rozwoju rynku zielonych obligacji opiera się na założeniu, że płynny i głęboki rynek takich instrumentów pozwoli na łatwiejsze połączenie emitentów poszukujących finansowania na prośrodowiskowe przedsięwzięcia z inwestorami skłonny dostarczyć środki na te działania na preferencyjnych warunkach, obejmujących premię za zieloność (*greenium*). Im szersza jest baza inwestorów końcowych, do których dotrzeć mogą emitenci, tym większe szanse na uzyskanie *greenium*.
- Mimo iż Polska jako pierwsza wyemitowała skarbowe zielone obligacje w 2016 r., polski rynek zielonych obligacji korporacyjnych i komunalnych jest wciąż słabo rozwinięty. Do tej pory jedynie 14 emitentów dokonało emisji zrównoważonego długu na łączną kwotę ok. 14 mld złotych.
- Zielone obligacje definiowane są głównie w odniesieniu do stosowanych dobrowolnie standardów rynkowych i regulacyjnych. Aby obligacja została uznana za zieloną, wymaga uzyskania przez emitenta zewnętrznej certyfikacji oraz raportowania wydatków. Powstają jednak standardy regulacyjne – np. unijny standard zielonych obligacji oraz obligacje transformacyjne projektowane przez krajowego ustawodawcę.

Zielone obligacje komunalne

- Jednostki samorządu terytorialnego (JST) są ważnymi potencjalnymi emitentami zielonych obligacji ze względu na realizowanie przez nich wielu inwestycji w ważnych dla klimatu obszarach związanych z zadaniami własnymi JST takimi jak transport zbiorowy, ciepłownictwo, infrastruktura czy ochrona przyrody.
- Samorzady mają generalnie duży potencjał zwiększenia zadłużenia w celu sfinansowania inwestycji, mierzony nadwyżką operacyjną. Zaciąganie zobowiązań jest konieczne do sfinansowania wydatków inwestycyjnych samorządów, m.in. w formie wkładu własnego do projektów dofinansowanych ze środków unijnych. Od możliwości zwiększania zadłużenia zależy więc pośrednio efektywność pozyskiwania unijnych funduszy.
- Obecnie zadłużenie samorządów z tytułu obligacji wynosi ok. 30 mld zł, co stanowi jedną trzecią całego zadłużenia JST. Jednak tylko 15% z emitowanych przez samorzady obligacji (4,4% całości zadłużenia) jest wprowadzana do zorganizowanego obrotu. Większość obligacji jest obejmowana przez banki i utrzymywana przez nie do terminu wykupu, stanowiąc odpowiednik kredytu bankowego. Mimo, że banki mogą sprzedać obligacje komunalne innym inwestorom na rynku pozagiełdowym, w praktyce zdarza się

to rzadko, a banki stanowią ok. 78% posiadaczy obligacji komunalnych. Ponadto, obrót obligacjami na rynku wtórnym jest mało płynny. Oznacza to, że baza inwestorów w obligacje komunalne jest mało zdywersyfikowana, a samorządy pozyskują finansowanie głównie z rynku bankowego.

- Główną barierą dla emisji obligacji są dodatkowe koszty jednostkowe i nakłady pracy związane z emisją obligacji w ogóle, a emisją zielonych obligacji w szczególności. Emisja zielonych obligacji łączy się z kosztami zatrudnienia doradców, zewnętrznej certyfikacji spełnienia standardu zielonych obligacji oraz raportowania wykorzystania pozyskanych środków. Realizacja emisji zielonych obligacji łączy się też z wymogami co do kompetencji pracowników samorządów w odniesieniu do identyfikacji projektów możliwych do sfinansowania w ten sposób oraz znajomości odpowiednich standardów (np. unijnej Taksonomii).
- Aby pokonać wskazane bariery, proponujemy utworzenie Samorządowej Agencji Zielonych Obligacji, która agregowałaby projekty poszczególnych JST możliwe do sfinansowania zielonymi obligacjami i dokonywała emisji oraz obsługi zielonego długu, dystrybuując pozyskane środki pomiędzy poszczególne JST. Agregacja projektów pozwoliłoby na zmniejszenie kosztów stałych w wartości emisji oraz centralizację kompetencji w zakresie emisji zielonych obligacji w jednym podmiocie.
- Większa wiarygodność kredytowa Agencji, za której zobowiązania poręczałyby solidarnie uczestniczące JST lub Skarb Państwa, pozwoliłoby też na obniżenie kosztów odsetkowych i ujednoczenie warunków finansowych dla samorządów. Większe kwoty emisji oraz możliwość emisji w walutach obcych umożliwiłyby Agencji dotarcie do szerszego grona inwestorów, również zagranicznych. Zwiększyłyby to szanse na dotarcie do podmiotów chcących sfinansować zielone projekty, a tym samym na uzyskanie premii za zieloność (*greenium*).
- Podobne rozwiązania funkcjonują już w wielu państwach europejskich (kraje skandynawskie, Francja, Wielka Brytania). Z doświadczeń międzynarodowych wynika, że koszty finansowania za pośrednictwem tego typu podmiotów są od 30 do 200 punktów bazowych niższe niż te, które samorządy mogłyby pozyskać same na warunkach rynkowych.

Obligacje korporacyjne

- Obligacje korporacyjne nie stanowią znaczącego źródła zewnętrznego finansowania polskich przedsiębiorstw, które opiera się głównie na kredytach i innych produktach bankowych. Zorganizowany obrót obligacjami korporacyjnymi zdominowany jest przez obligacje dużych spółek energetycznych i banków.

- Główną barierą dla emitentów korporacyjnych również są wysokie koszty jednostkowe związane z emisją zielonych obligacji. Narzędziem ich ograniczenia mogą być zachęty fiskalne, stanowiące formę subsydiowania kosztów finansowania zielonych inwestycji.
- Obecnie zachęty podatkowe związane z emisją zielonych obligacji funkcjonują głównie w państwach spoza Unii Europejskiej. Zachęty te mogą przybrać formę ulg dla emitenta (możliwość odliczenia kwalifikowanych kosztów emisji) lub ulg dla inwestora (wyłączenie lub zmniejszenie opodatkowania dochodów odsetkowych z zielonych obligacji). W każdym jednak przypadku ulgi mają przelożyć się na niższe koszty odsetkowe realizacji danego przedsięwzięcia. Ze względu na bardziej bezpośredni wpływ ulg dla emitenta na jego koszty finansowania rekomendujemy wprowadzenie ulg w tej formie.
- Jednocześnie, ze względu na rosnącą wagę i znaczenie planów dekarbonizacji przedsiębiorstw w kontekście dostępu do zrównoważonego finansowania, należy wspierać ich upowszechnianie wśród firm. W tym zakresie rekomendujemy działania edukacyjne skierowane do przedsiębiorców, ulgi podatkowe na koszty związane z audytem energetycznym lub wyliczeniem śladu węglowego oraz uzależnienie przyznania środków publicznych od przyjęcia i wdrożenia przez wnioskującego planu dekarbonizacji.

1. Wprowadzenie

Rozwój rynku zielonych obligacji jest istotny dla sfinansowania inwestycji kluczowych dla dekarbonizacji polskiej gospodarki. Pomimo istotnego udziału bezzwrotnych środków unijnych oraz krajowych, znaczna część przedsięwzięć będzie musiała być sfinansowana – przynajmniej częściowo – z wykorzystaniem finansowania dłużnego. Zadaniem rynku zielonego długu jest łączenie emitentów potrzebujących zewnętrznego finansowania prośrodowiskowych i proklimatycznych inwestycji z inwestorami skłonniymi dostarczać tego typu finansowanie na atrakcyjnych warunkach. Kluczowe pytania w tym kontekście to:

- Jakiego rodzaju bariery rozwoju rynku zielonych obligacji istnieją w Polsce?
- Jakie polityki publiczne mogłyby wspierać rozwój rynku zielonych obligacji?

Chcąc odpowiedzieć na te pytania, w niniejszej analizie przyglądamy się dwóm kluczowym obszarom wsparcia dla rynku zielonych obligacji.

Lokalne samorządy są szczególnie istotne w debacie dotyczącej zielonych obligacji, gdyż odpowiadają za wiele obszarów kluczowych dla funkcjonowania niskoemisyjnej gospodarki. Należą do nich m.in. transport zbiorowy, zaopatrzenie w wodę i ciepło, gospodarka odpadami czy termomodernizacja znacznego zasobu budynków użyteczności publicznej. W pierwszej kolejności badamy więc potencjał samorządów do stania się znaczącymi emitentami zielonych obligacji. Analizujemy możliwości zwiększenia zadłużenia przez samorządy, obecny stan rynku długu komunalnego oraz to, jakie bariery mogą negatywnie wpływać na zdolność i chęć samorządów do emisji zielonych obligacji.

W drugiej kolejności przyglądamy się rozwiązaniom, jakie można wprowadzić w celu wsparcia rynku zielonych obligacji korporacyjnych. W tym zakresie skupiamy się na dwóch zagadnieniach. Po pierwsze, analizujemy zachęty fiskalne, jakie można zaproponować emitentom lub inwestorom, odwołując się do rozwiązań funkcjonujących w innych państwach. Po drugie, zwracamy uwagę na coraz większą rolę korporacyjnych planów redukcji emisji dla możliwości emisji różnego rodzaju zrównoważonego długu. W tym zakresie sugerujemy rozwiązania służące upowszechnianiu przyjmowania przez firmy celów i strategii dekarbonizacji.

2. Zielone obligacje – zagadnienia podstawowe

2.1. Odcienie zieleni, czyli typy zrównoważonych obligacji

2.1.1. Standardy rynkowe

Rynek zielonych obligacji jest głównym segmentem szerszego rynku zrównoważonych instrumentów finansowych. Zgodnie z wiodącą klasyfikacją International Capital Markets Association (ICMA), wyróżnić można w jego ramach:

1. zielone obligacje,
2. obligacje społeczne,
3. obligacje zrównoważonego rozwoju (*sustainability bonds* łączące aspekt środowiskowy i społeczny),
4. obligacje związane ze zrównoważonym rozwojem (*sustainability-linked bonds*; SLB).

Podczas gdy trzy pierwsze kategorie obligacji oparte są na przeznaczeniu środków z emisji na konkretny projekt (*Use of proceeds*; UoP), obligacje typu SLB uzależniają finansowanie od osiągnięcia przez emitenta określonych wskaźników środowiskowych (np. określonej redukcji emisji gazów cieplarnianych w danym terminie). Niezależnie od tego, w ostatnim czasie na znaczeniu zyskuje rynek tzw. finansowania transformacyjnego (*transition finance*). Służy on sfinansowaniu działań, które nie spełniają wymogów umożliwiających finansowanie ich za pomocą zielonych obligacji, jednak mają wciąż pozytywny wpływ na dekarbonizację działalności emitenta (Stefaniak, Kubiczek, Padiasek, 2023). Tego typu finansowanie może przybrać zarówno postać instrumentów UoP, jak i SLB, a nawet łączyć oba te mechanizmy.

W dalszej części analizy piszemy o zielonych obligacjach jako głównym segmencie rynku zrównoważonego długu, który obejmuje cztery wskazane wyżej kategorie. Jednak zasadniczo wszystkie wyciągane przez nas wnioski i sugerowane rozwiązania można odnieść do szerszego katalogu zrównoważonych instrumentów dłużnych a także finansowania transformacyjnego.

Według *Green Bond Principles* (GBP) zielone obligacje powinny charakteryzować się następującymi czterema elementami (ICMA, 2012; 2018):

1. **Wykorzystanie środków** – środki pozyskane z emisji powinny zostać przeznaczone na projekty realizujące cele, takie jak łagodzenie zmian klimatu, dostosowanie do zmian klimatu, ochrona zasobów naturalnych, ochrona bioróżnorodności oraz zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola. GBP nie ustanawiają więc szczegółowych technicznych kryteriów klasyfikacji projektów jako zielone, choć ICMA przedstawia przykłady typowych projektów tego typu.

2. **Proces oceny i selekcji projektów** – emitent powinien przedstawić inwestorom cele związane ze zrównoważoną polityką środowiskową, proces i kryteria służące do klasyfikacji projektów jako zielone, a także zidentyfikować potencjalne zagrożenia dla realizacji projektów.
3. **Zarządzanie środkami** – środki z emisji powinny zostać wpłacone na subkonto, przeniesione do osobnego portfela lub być w inny, odpowiedni sposób monitorowane przez emitenta.
4. **Raportowanie** – emitenci powinni gromadzić i udostępniać informacje dotyczące wykorzystania środków z emisji. Informacje te powinny być aktualizowane corocznie oraz w sposób terminowy w przypadku istotnych zmian. GBP zalecają korzystanie ze wskaźników jakościowych oraz ilościowych dotyczących wpływu środowiskowego finansowanego projektu (np. redukcji emisji gazów cieplarnianych, zmniejszenia zużycia energii lub wody).

Dodatkowo GBP zalecają, aby warunki emisji odnosiły się do wybranego rynkowego standardu emisji zielonych obligacji (takiego jak same GBP) oraz, żeby zgodność z tym standardem została oceniona przez podmiot zewnętrzny. ICMA wyróżnia przy tym cztery typy zewnętrznej oceny projektu – od najmniej wiążących tzw. *second party opinions* aż po bardziej rygorystyczną certyfikację zgodności oraz rating (ICMA, 2022). Oceny dokonują wyspecjalizowane zewnętrzne podmioty, cieszące się reputacją na rynku – podmioty wyspecjalizowane w ocenie zielonych obligacji (Cicero), agencje ratingów ESG (np. Sustainalytics), firmy doradcze (np. ISS) czy firmy audytorskie (np. z tzw. Wielkiej Czwórki).

2.1.2. Unijny standard zielonych obligacji

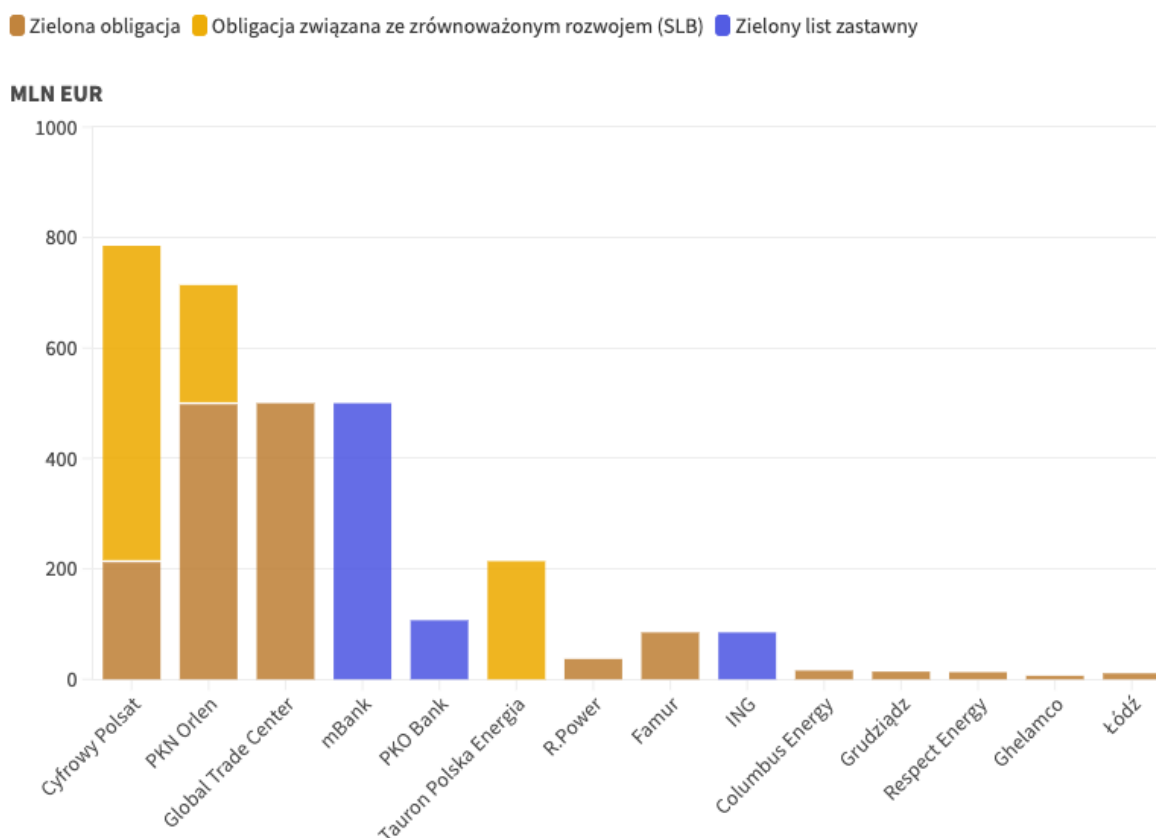
Nad własnym standardem zielonych obligacji pracuje również Unia Europejska (EU GB). Projekt rozporządzenia w kształcie, jaki przyjął on po uzgodnieniach pomiędzy Parlamentem Europejskim oraz Radą UE, zakłada następujące rozwiązania. Całość środków z emisji musi być zainwestowana w działalność zgodną z Taksonomią, przy dopuszczeniu inwestycji 15% kwoty w działalność jeszcze nieobjętą Taksonomią. Emitenci będą też musieli wskazać, jak finansowane projekty wpisują się w ich ogólne plany dekarbonizacji. Regulacja wymaga uzyskania opinii zewnętrznego podmiotu o zgodności ze standardem EU GB. Podmioty świadczące takie usługi będą podlegać nadzorowi finansowemu. Co istotne, rozporządzenie nie zobowiązuje emitentów do stosowania wyłącznie standardu EU GB na potrzeby emisji zielonych obligacji ani nie zabrania korzystania z dostępnych standardów rynkowych (jak przywołany wcześniej standard ICMA). Wykorzystanie standardu EU GB jest więc dobrowolne.

2.2. Zielone obligacje po polsku

2.2.1. Stan rozwoju rynku

Pomimo, że Polska była pierwszym państwem, które wyemitowało zielone obligacje Skarbu Państwa w 2016 r., od tego czasu rynek zielonych obligacji pozaskarbowych nie rozwinął się istotnie. Pierwsze emisje korporacyjne miały miejsce w 2019 roku, a na chwilę obecną tego typu instrumenty wyemitowało wciąż zaledwie kilku emitentów. Wśród emitentów korporacyjnych widać przy tym silną reprezentację największych spółek Skarbu Państwa (banków oraz spółek energetycznych). W odniesieniu do obligacji komunalnych zaś mieliśmy do tej pory do czynienia z dwiema emisjami - Łodzi (o wartości 50 mln zł) oraz Grudziądza (63,2 mln zł).

Wykres 1. Emisje zrównoważonych obligacji korporacyjnych i komunalnych w Polsce



Źródło: Instrat, na podstawie Smoleńska (2023).

2.2.2. Krajowe regulacje

W ostatnim czasie prace regulacyjne nad zielonymi obligacjami podjęto również Ministerstwo Finansów (MF). W ramach pakietu legislacyjnego (tzw. warzywniaka)¹ MF zaproponowało nowelizację ustawy o obligacjach poprzez wprowadzenie kategorii obligacji transformacyjnych, służących finansowaniu inwestycji sprzyjających przyspieszeniu zrównoważonego rozwoju gospodarczego kraju. Na poziomie ustawy taka inwestycja została zdefiniowana jako inwestycja w energetykę odnawialną, efektywność energetyczną, zapobieganie zanieczyszczeniu powietrza, zrównoważone środowiskowo wykorzystanie zasobów i gruntów, bioróżnorodność morską i lądową, niskoemisyjny transport, zrównoważone zarządzanie zasobami wodnymi, adaptację do zmian klimatycznych, gospodarkę obiegu zamkniętego oraz budownictwo o niskim zużyciu energii. Jednocześnie projekt przewiduje delegację dla Ministra Finansów do określenia szczegółowych kryteriów inwestycji. Na te cele musi zostać przeznaczony co najmniej 95% pozyskanych środków. Obligacje muszą uzyskać rating na poziomie inwestycyjnym od co najmniej dwóch agencji oraz zostać wprowadzone do zorganizowanego obrotu. Minimalna wartość emisji została określona na 50 mln złotych.

Kategoria obligacji transformacyjnych miała zostać powiązana z ulgami podatkowymi, zgodnie z założeniami Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (MF, 2019:47). Ostatecznie jednak ulgi nie znalazły się w projekcie. W nawiązaniu do propozycji legislacyjnych MF, w rozdziale 4 niniejszego opracowania dokonujemy przeglądu potencjalnych mechanizmów wsparcia fiskalnego. W odniesieniu do definicji obligacji transformacyjnych, zaproponowanej w komentowanym projekcie, należy stwierdzić, że jest ona dość restrykcyjna. Wymogi dotyczące uzyskania dwóch ratingów, wprowadzenia obligacji do obrotu zorganizowanego oraz minimalnej kwoty emisji mogą ograniczać liczbę podmiotów będących w stanie spełnić te kryteria.

2.3. Dlaczego warto wspierać rozwój rynku zielonych obligacji?

Dlaczego państwo powinno wspierać rozwój rynku zielonych obligacji? To pytanie jest zasadne zważywszy na fakt, że część projektów, które mogłyby zostać sfinansowane za pomocą zielonych obligacji, zostanie i tak zrealizowana za pomocą „zwykłych” obligacji lub kredytu bankowego („zielonego” lub „zwykłego”). Z perspektywy wpływu środowiskowego, fakt, że projekty te zostaną zrealizowane, jest bardziej istotny niż klasyfikacja finansującego je długu. Tymczasem emitenci, wiedząc że są w stanie uzyskać nieoznakowane finansowanie, mogą nie być skłonni do ponoszenia dodatkowych kosztów i wkładania dodatkowego wysiłku w certyfikację i rozliczanie finansowanych projektów według standardów zielonych obligacji. Koszty

¹ Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Druk UD235), <https://www.gov.pl/web/premier/projekt-ustawy-o-zmianie-niektorych-ustaw-w-zwiazku-z-zapewnieniem-rozwoju-rynku-finansowego-oraz-ochrony-inwestorow-na-tym-rynku2>.

te emitent musi ponieść „z góry”, a uzyskanie korzyści finansowych w postaci preferencyjnych odsetek nazywanych „zieloną premią” dla emitenta (tzw. *greenium*) jest niepewne.

W odniesieniu do zielonych obligacji można więc zaobserwować – charakterystyczny dla obszaru zrównoważonych finansów – konflikt pomiędzy polityką ekspansywną, zakładającą potrzebę wsparcia rozwoju zielonych finansów a polityką restrykcyjną, zakładającą konieczność weryfikacji środowiskowego wpływu inwestycji (a w konsekwencji finansujących je instrumentów finansowych), w celu ochrony inwestora przed greenwashingiem. Wymóg certyfikacji zielonych obligacji, będący takim elementem restrykcyjnym, może odwieść emitenta od emisji zielonych obligacji w ogóle, ograniczając tym samym rozwój tego rynku. Jednocześnie jednak, badania empiryczne wskazują, że zielone obligacje o wyższym standardzie certyfikacji pozwalają na uzyskanie finansowania na lepszych warunkach (Lau et al., 2022). Większe wymogi co do przejrzystości wydawania pozyskanych z emisji środków służą ich rzetelnemu wydatkowaniu. Skutkuje to zwiększeniem zaufania inwestorów do zielonych emisji, które powinno przekładać się na lepszą dostępność finansowania. Poniesione przez emitenta dodatkowe koszty mogą się więc zwrócić.

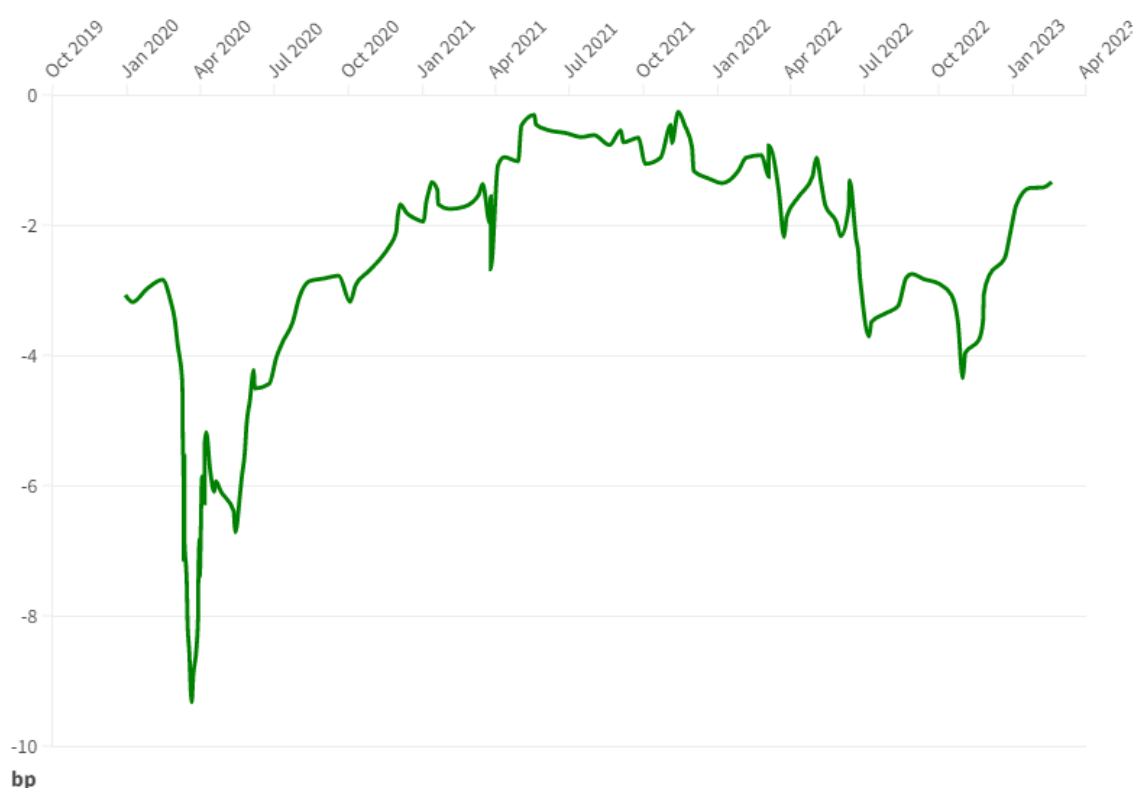
Wspieranie rozwoju rynku zielonych obligacji opiera się na założeniu, że rozwinięty i płynny rynek tego typu instrumentów pomoże połączyć ze sobą emitentów poszukujących finansowania na realizację projektów o pozytywnym wpływie środowiskowym oraz inwestorów chcących takie projekty wspierać. Taki rynek jest więc formą łączenia (*matchmaking*) inwestorów gotowych sfinansować zielone projekty na korzystnych warunkach z poszukującymi finansowania emitentami. Przełożyć się to powinno na wyższą dostępność i lepsze warunki finansowania dla prośrodowiskowych inwestycji. Ta wizja zakłada więc społeczną efektywność mechanizmów wsparcia zielonych obligacji, która wynika z tego, że uspołeczniane koszty „transakcyjne” (certyfikacji i rozliczenia emisji) są mniejsze niż rynkowe korzyści uzyskiwane przez emitenta w postaci premii za zieloność (*greenium*). Istnienie tej premii zależy od struktury rynku i obecności na nim dostatecznie wielu inwestorów, których preferencje inwestycyjne sprawiają, iż skłonni są oni zaakceptować niższy zwrot na kapitale, który jest konieczny, aby emitent mógł cieszyć się *greenium*.

Wyniki badań empirycznych dotyczących istnienia *greenium* są jednak mieszane. Część analiz nie wykazuje istnienia *greenium* lub wykazuje je w wartości pomijalnej. Zaś te badania, z których wynika, że *greenium* istnieje, zazwyczaj podkreślają silne zróżnicowanie jego wielkości w zależności od emitenta oraz poziomu certyfikacji emisji (od kilkudziesięciu do zaledwie kilku punktów bazowych)².

² Zobacz przegląd literatury (Lau et al. 2022, s.396). Autorzy identyfikują osiem badań naukowych, w których ustalono występowanie *greenium* oraz pięć w których nie stwierdzono tego efektu.

Jednak z punktu widzenia polityki publicznej, wsparcie dla emisji zielonych obligacji jest przede wszystkim jedną z form subsydiowania kosztów inwestycji środowiskowych i klimatycznych. W przypadku wsparcia fiskalnego jego kwota będzie zazwyczaj (a przynajmniej powinna być) na tyle istotna, że nie zostanie w całości „pochłonięta” przez dodatkowe koszty związane z certyfikacją i rozliczeniem emisji. Jego skutkiem powinno więc być realne obniżenie ostatecznych kosztów danego przedsięwzięcia dla emitentów zielonych obligacji (niezależnie od istnienia lub nieistnienia *greenium*), co powinno zwiększyć zainteresowanie emitentów realizacją tego typu inwestycji. Subsydiowanie kosztów certyfikacji i raportowania jest przy tym w pewnej mierze uzasadnione ze względu na weryfikacyjną i dyscyplinującą funkcję tych mechanizmów. Zwłaszcza w przypadku powiązania emisji z oficjalnymi taksonomiami zrównoważonej środowiskowo działalności – jak w przypadku standardu EU GB – dodatkowe koszty związane z emisją można porównać do kosztów administracyjnych zmierzających do zapewnienia, że korzyści fiskalne otrzymuje prawdziwie zielona inwestycja.

Wykres 2. Różnica w rentowności zielonych obligacji korporacyjnych w stosunku do porównywalnych zwykłych obligacji korporacyjnych (bp)



Źródło: Instraat na podstawie AFME (2023).

3. Zielone obligacje komunalne – pozyskiwanie zielonego kapitału dłużnego przez samorządy

3.1. Diagnoza problemów

3.1.1. Inwestycje samorządów kluczowe dla dekarbonizacji

Jednostki samorządu terytorialnego pełnią w polskiej gospodarce ważną rolę, jeżeli chodzi o nakłady na inwestycje. Wydatki na inwestycje publiczne rozkładają się niemal równomiernie pomiędzy Skarb Państwa i samorządy, których udział w inwestycjach publicznych w ostatniej dekadzie wahał się pomiędzy 40–53% (MliR, 2022, s. 25). W kontekście działań z zakresu adaptacji i przeciwdziałania zmianom klimatu ta rola będzie tylko wzrastać ze względu na fakt, że samorządy ustawowo odpowiadają za realizację zadań publicznych z obszarów, takich jak ochrona środowiska, transport publiczny, mieszkalnictwo, infrastruktura drogowa czy ciepłownictwo. Dodatkowo, samorządy są znaczącymi właścicielami zasobu budynków użyteczności publicznej (szkoły, urzędy, szpitale, muzea) oraz części budynków mieszkalnych, które w dużej mierze będą musiały zostać poddane termomodernizacji w celu poprawy efektywności energetycznej. Działalność samorządów w tych obszarach będzie więc generować potrzebę dużych nakładów inwestycyjnych. Część z inwestycji koniecznych do adaptacji do zmian klimatu zidentyfikowana została w Miejskich Planach Adaptacji (MPA) sporządzonych przez 44 miasta w 2019 r. Ich wartość wynosi ok. 30 mld złotych, jednak ze względu na zróżnicowane podejście samorządów do identyfikowania ich zakresu, jest to raczej wartość zaniżona (Dmuchański 2020; KPMG 2021, s.63).

Według jednej klasyfikacji zaproponowanej w literaturze, „zielone” wydatki samorządów stanowiły w ostatnich latach 17–32% wszystkich wydatków majątkowych gmin oraz 13–21% wydatków majątkowych miast (Budzeń, Marchewka-Bartkowiak 2022, s. 69). Wartości te powinny jednak wzrosnąć w najbliższej dekadzie, choćby ze względu na fakt, że Unijny Fundusz Odbudowy, będący źródłem środków wypłacanych samorządom w ramach Krajowych Planów Odbudowy wymaga, żeby 37% finansowania zostało przeznaczone na walkę ze zmianami klimatu.

Do tej pory inwestycje samorządów były silnie uzależnione od środków unijnych, które zapewniały znaczącą część finansowania inwestycyjnego. Samorządy musiały jednak pozyskać środki na wkład własny na potrzeby realizacji unijnych projektów. We wskazanych MPA samorządy zakładają przeciętny poziom finansowania bezzwrotnego (np. ze środków unijnych) na poziomie 85% (KPMG, 2021, s. 69). Historycznie jednak poziomy finansowania całości nakładów inwestycyjnych JST ze środków unijnych były niższe – w 2021 r. środki unijne odpowiadały za 39% wszystkich wydatków inwestycyjnych samorządów (MliR, 2022, s. 49).

Podobnie analiza „zielonych wydatków” samorządów wskazuje, że były one w ostatnich latach finansowane ze środków unijnych w ok. 40%, a ich wartość absolutna załamała się w latach 2016–2017, kiedy kończyło się finansowanie z poprzedniej perspektywy unijnej (Budzeń, Marchewka-Bartkowiak, 2022, s. 68). W jednym z opracowań krajowy wkład niezbędny do współfinansowania projektów unijnych JST w latach 2021–2029, z których duża część dotyczyć będzie inwestycji klimatycznych, oszacowany został łącznie na 66 mld zł z czego na gminy przypada 37% (24 mld zł), a na miasta na prawach powiatu – 32% (21 mld zł) (Bitner, Gałązka, Sierak 2021)³. Co istotne, w perspektywie 2021–2027 wymagania co do wkładu własnego znacząco się zwiększają (Krzemiński, 2019).

Podsumowując, możliwość pozyskania finansowania dłużnego na wkład własny warunkuje dostęp do środków unijnych, te zaś są głównym kołem zamachowym samorządowych inwestycji, niezbędnych dla dekarbonizacji wielu istotnych sfer gospodarki.

3.1.2. Podstawy gospodarki finansowej samorządów

Aby ocenić potencjał rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce i możliwość sfinansowania inwestycji samorządowych w dekarbonizację wskazanych wcześniej obszarów działalności JST, konieczna jest analiza możliwości zaciągania długu przez samorzady, czyli ich zdolności kredytowej. Ta zaś, m.in. ze względu na obowiązujący samorzady Indywidualny Wskaźnik Zadłużenia (art. 243 ustawy o finansach publicznych), zależy od ich kondycji finansowej. Dla zdolności kredytowej samorządów kluczowe znaczenie ma tzw. nadwyżka operacyjna, czyli nadwyżka dochodów bieżących nad bieżącymi wydatkami. Poza nadwyżką operacyjną, samorzady mogą też uzyskiwać nadwyżkę majątkową w wyniku sprzedaży elementów majątku. Reguła budżetowa obowiązująca samorzady stanowi, że stosunek planowanej kwoty wydatków na obsługę długu do dochodów bieżących (innych niż dotacje), nie może przekroczyć średniego stosunku nadwyżki operacyjnej i majątkowej, skorygowanej o środki unijne i spłaty zobowiązań, do dochodów (innych niż dotacje) w ostatnich trzech latach. Wysokość nadwyżki operacyjnej wyznacza więc dla samorządów górną granicę kosztów obsługi długu w przyszłych latach i ogólnie przestrzeń do zwiększania wydatków, w tym inwestycyjnych (MliR, 2022, s. 37; ZMP, 2020, s. 7).

³ Analiza ta nie uwzględnia przy tym dodatkowych środków w ramach REPowerEU.

Wykres 3. Struktura dochodów i wydatków JST



Źródło: InStrat na podstawie Gołaszewski (2023).

Stosunek nadwyżki operacyjnej jednostek samorządu terytorialnego do ich dochodów ogółem systematycznie rośnie od 2010 r. Na koniec 2021 r. wynosił on 11% dla JST ogółem (wykres 5). Istotnych informacji o stanie finansów samorządów dostarcza też stosunek nadwyżki operacyjnej do całości zadłużenia. Dla sektora JST ogółem wynosił on na koniec 2021 r. 2,49, co oznacza, że utrzymując dany poziom nadwyżki operacyjnej, sektor JST mógłby spłacić z niej całość swojego zadłużenia w ciągu dwóch i pół roku (tabela 1). Wartość zadłużenia sektora JST, pomimo iż nominalnie wzrosła w ostatnich latach, od dłuższego czasu utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 30% rocznych dochodów sektora JST (wykres 6). W przypadku miast stosunek ten wynosił 44% w 2021 r. Samorządy dysponują więc obecnie sporą przestrzenią fiskalną na korzystanie z zewnętrznego finansowania dłużnego.

Tabela 1. Wysokość nadwyżki operacyjnej i stosunek zadłużenia do nadwyżki operacyjnej

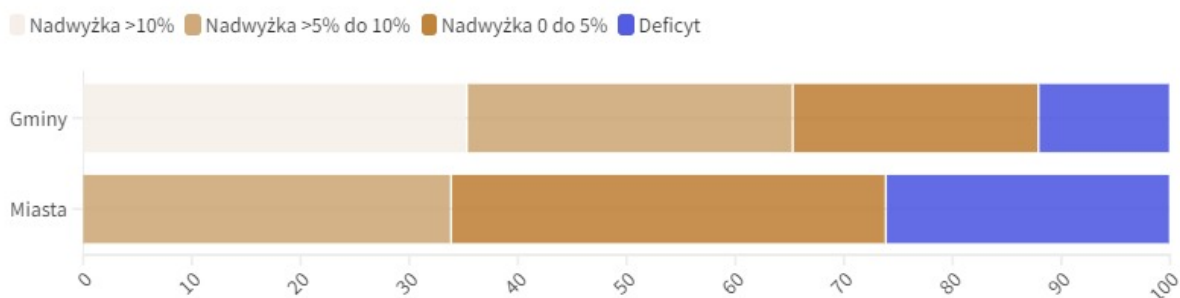
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Wysokość nadwyżki operacyjnej (mln zł)							
JST ogółem	18 227	20 525	21 178	23 122	24 162	21 384	36 606
Gminy	8 730	10 361	10 405	10 814	11 380	11 155	16 451
Miasta	4 334	4 870	4 772	5 311	5 250	3 492	8 350
Stosunek zadłużenia do nadwyżki operacyjnej							

JST ogółem	3,93	3,36	3,25	3,29	3,40	4,20	2,49
Gminy	2,91	2,30	2,39	2,78	2,85	3,07	2,08
Miasta	6,31	5,57	5,71	5,46	6,32	10,69	4,70

Źródło: Instrat na podstawie KRRIO (2022).

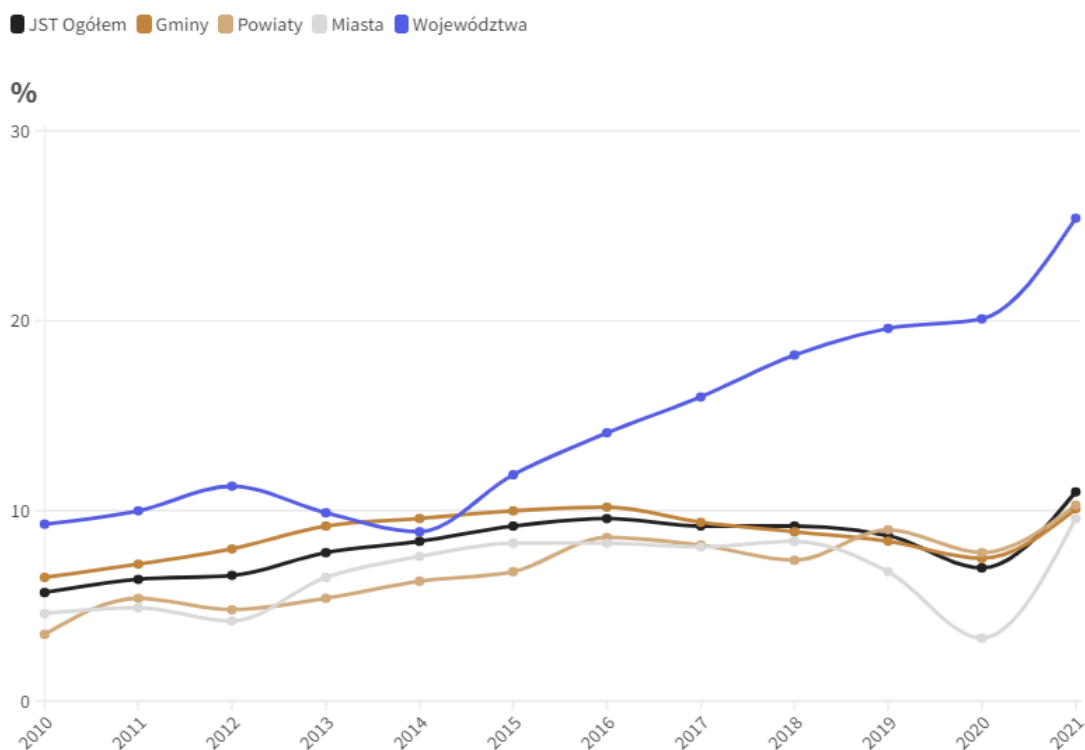
Pomimo kilku negatywnych trendów w ostatnich latach – takich jak spadek dochodów własnych i większe uzależnienie od dotacji – ogólny stan finansów samorządowych pozwala na zwiększenie zadłużenia, które jest konieczne dla sfinansowania niezbędnych inwestycji klimatycznych i efektywnego wykorzystania środków unijnych. Należy jednak pamiętać, że w powyższej analizie przedstawiono dane zagregowane. W rzeczywistości sytuacja samorządów jest nieco bardziej zróżnicowana (BGK, 2023). W 2021 r. 12% gmin oraz 26% miast na prawach powiatu zanotowało deficyt. W tych jednostkach, które zanotowały nadwyżkę, jej wartość również była zróżnicowana (wykres 4). Zróżnicowanie to przekłada się na zdolność kredytową JST i warunki finansowe jakie mogą uzyskać na rynku. Nasza propozycja utworzenia Samorządowej Agencji Zielonych Obligacji przedstawiona w pkt. 3.3.1. rozwiązywałaby częściowo problem zróżnicowania sytuacji finansowej samorządów.

Wykres 4. Udział JST z deficytem oraz stosunkiem nadwyżki operacyjnej do dochodów o danej wielkości



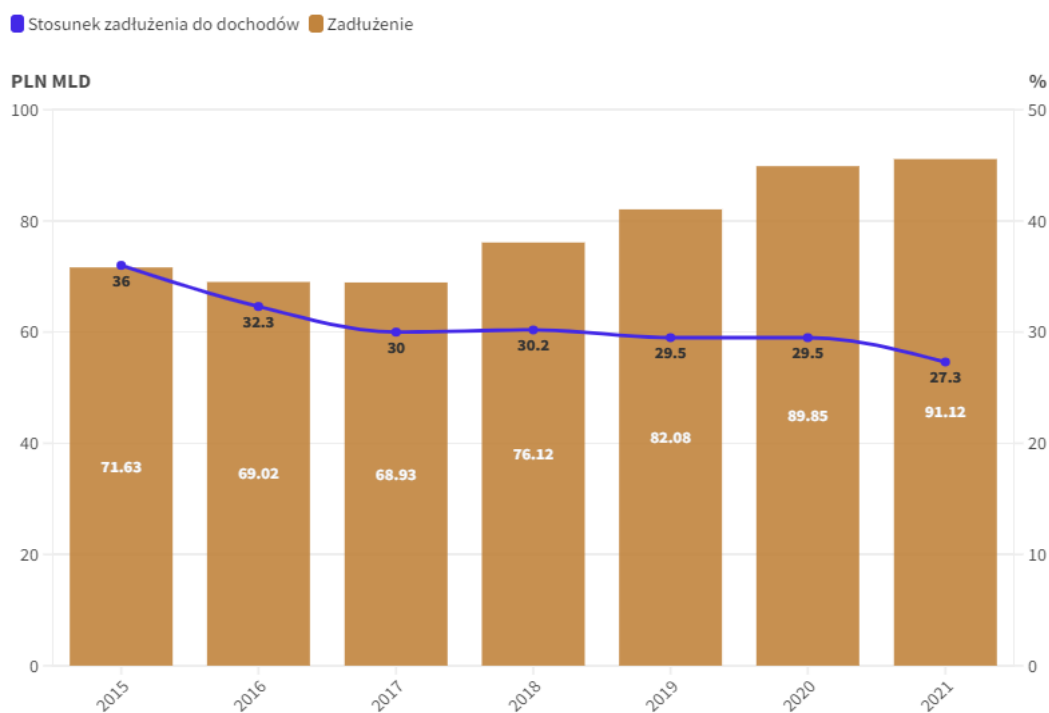
Źródło: Instrat na podstawie: KRRIO (2022).

Wykres 5. Nadwyżka operacyjna samorządów jako odsetek ich dochodów



Źródło: MliR (2022).

Wykres 6. Zadłużenie sektora JST i jego stosunek do dochodów (prawa oś)



Źródło: KRRIO (2022).

3.1.3. Obecny stan rynku obligacji komunalnych i praktyki JST w odniesieniu do długu samorządowego

Dług komunalny może przybrać zasadniczo dwie formy: kredytu (pożyczki) albo papieru wartościowego, najczęściej obligacji. Główną różnicą pomiędzy tymi formami długu (oczywiście poza odmiennie wyglądającym harmonogramem spłaty) jest łatwość obrotu danym aktywem finansowym, która jest znacznie większa w przypadku obligacji.

Specyfiką obligacji komunalnych jest jednak to, że są one w małym stopniu urynkowane. Finansowanie w formie obligacji, mimo że teoretycznie umożliwia dalszy obrót papierem wartościowym, ma w praktyce charakter analogiczny do finansowania kredytowego. Emisje obligacji komunalnych mają w przeważającej mierze charakter emisji prywatnych, w których całość obligacji obejmuje bank i zazwyczaj utrzymuje je on w swoim portfelu do terminu wykupu (NBP, 2022, s. 270). Udział obligacji wprowadzanych do obrotu w całości obligacji komunalnych utrzymuje się w przedziale 13–17%. Nawet w przypadku obligacji wprowadzonych do zorganizowanego obrotu na rynku Catalyst, który oferuje zarówno segment detaliczny, jak i hurtowy, obrót nimi na rynku wtórnym jest bardzo ograniczony. W 2022 r. zawarto na Catalyst 95 transakcji dotyczących obligacji komunalnych na kwotę zaledwie 2,8 mln złotych. Dla porównania, obrót obligacjami korporacyjnymi wynosił 2,3 mld zł i obejmował 74 tys. transakcji (Catalyst, 2022).

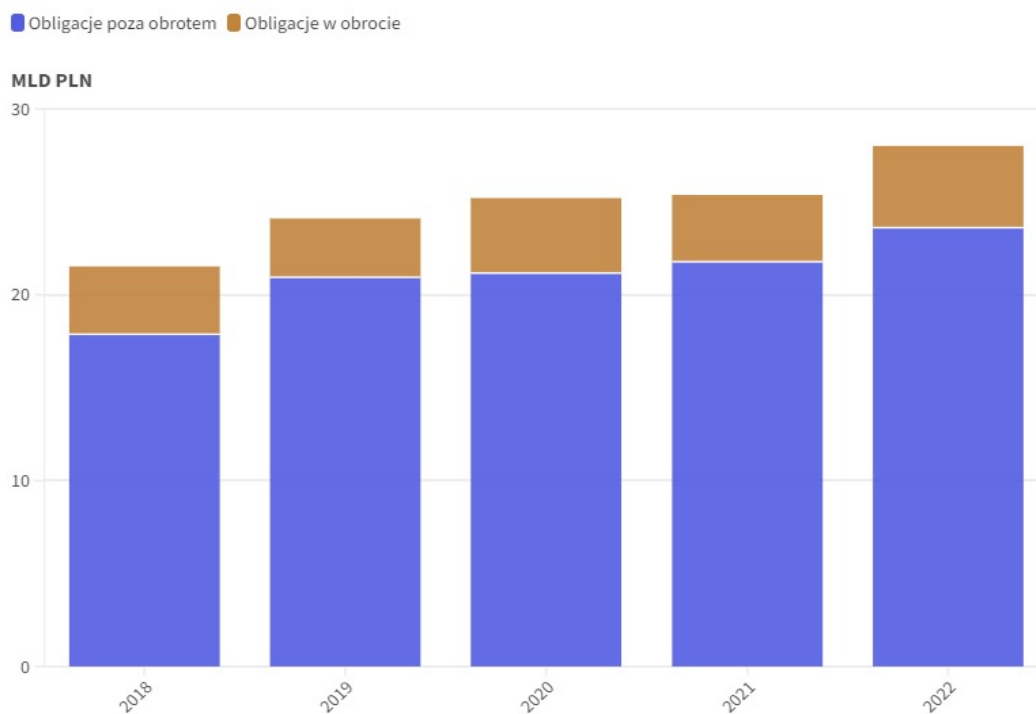
Skoro finansowanie obligacjami spełnia funkcjonalnie rolę kredytu bankowego, dlaczego samorządy w ogóle decydują się na tę formę długu? Samorządy wybierają obligacje z dwóch głównych względów. Po pierwsze, emisja obligacji, w odróżnieniu do zaciągania kredytu, nie jest objęta procedurą zamówień publicznych, co pozwala na mniej sformalizowany proces wyboru kredytodawcy oraz łatwiejszą ewentualną renegocjację zobowiązań. Po drugie, obligacje są poręcznym instrumentem, gdyż umożliwiają uzgodnienie dłuższego okresu karencji, w czasie którego spłacane jest jedynie oprocentowanie. Dla banków z kolei finansowanie samorządów jest atrakcyjne niezależnie od formy prawnej, jaką przybiera (Gołaszewski, 2018). W związku z tym samorządy nie odczuwają też potrzeby rozszerzania bazy kredytodawców i oferowania papierów do szerszego grona inwestorów (KPMG, 2021, s. 66). Tym bardziej, że wprowadzenie obligacji do obrotu wiąże się z dodatkowymi obowiązkami informacyjnymi i kosztami. Niski stopień urynkowania może więc potencjalnie ograniczać bazę inwestorów w obligacje JST. Co jednak istotne, brak wprowadzenia obligacji do obrotu nie wyklucza ich odsprzedaży przez banki innym inwestorom (np. funduszom inwestycyjnym) poza obrotem zorganizowanym (OTC).

W 2022 r. 69% zadłużenia JST miało formę kredytów i pożyczek, 26% stanowiły obligacje objęte przez banki w ramach emisji prywatnej (niewprowadzone do obrotu), a jedynie 4,8% obligacje wprowadzone do zorganizowanego obrotu. Wśród JST największy udział obligacji wprowadzonych do obrotu w całości długu notują miasta, dla których stanowią one 6,7% całości

zadłużenia. Jednocześnie, wprowadzone do obrotu obligacje wyemitowane przez miasta stanowią 75% wszystkich wprowadzonych do obrotu obligacji komunalnych.

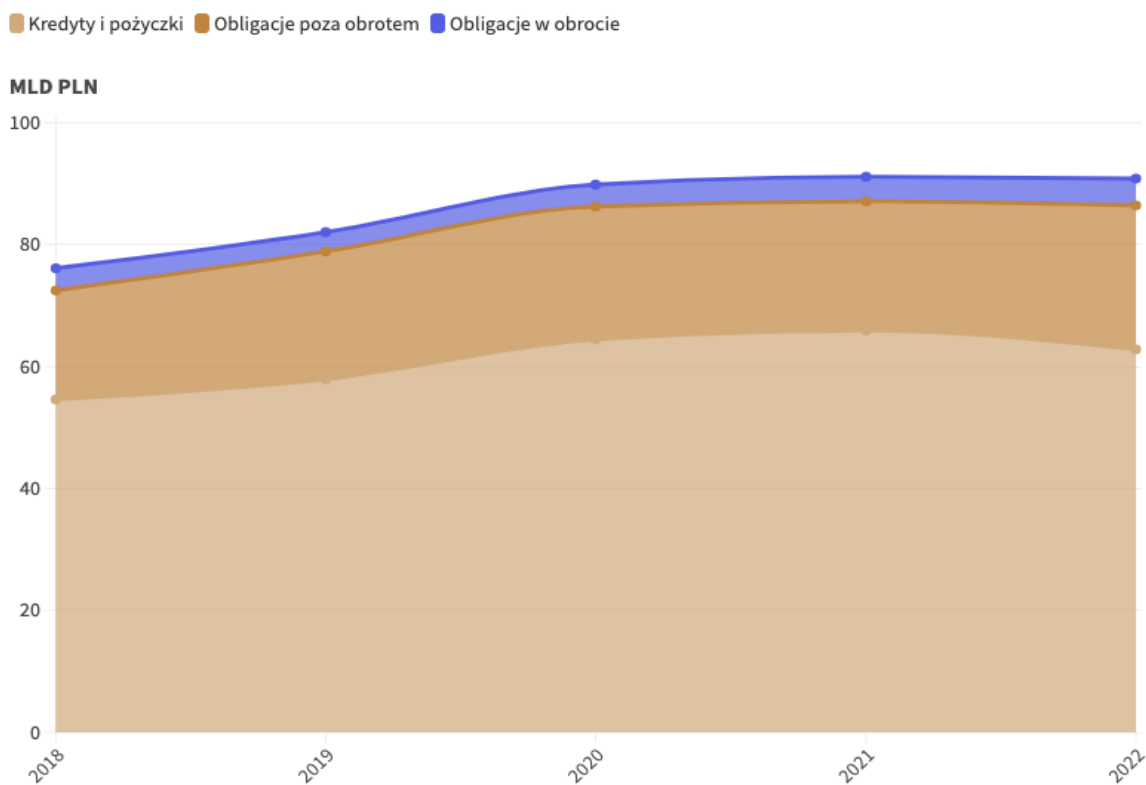
Wierzycielami JST są w przeważającej mierze (74%) podmioty krajowe. Największą grupę wierzycieli JST z tytułu wszystkich wyemitowanych obligacji stanowią banki (ok. 78%), a na drugim miejscu plasują się fundusze inwestycyjne (ok. 14%). Ogółem, obligacje komunalne odpowiadają za ok. 16% krajowego rynku długoterminowych, nieskarbowych papierów dłużnych (Fitch Ratings, 2022).

Wykres 7. Wartość zobowiązań JST z tytułu obligacji w i poza obrotem zorganizowanym



Źródło: Instrat na podstawie danych NBP i MF.

Wykres 8. Zobowiązania JST z tytułów dłużnych według rodzaju



Źródło: Instrat na podstawie danych NBP i MF.

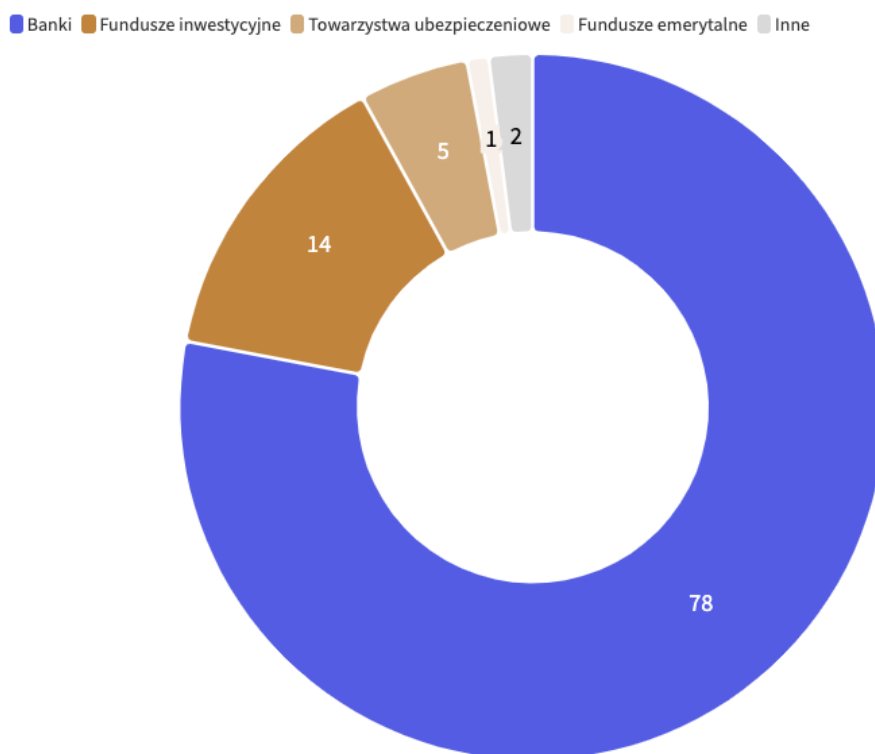
Przedstawione liczby nie odzwierciedlają jednak w całości skali zewnętrznego finansowania dłużnych zadań własnych samorządów, gdyż ich realizacja jest często powierzana samorządowym spółkom komunalnym. Jest tak zwłaszcza w przypadku miast. Aż 46% miast deklaruje, że większość inwestycji wodno-kanalizacyjnych jest realizowana przez spółki komunalne, a 27%, że jest tak w odniesieniu do inwestycji transportowych (BGK, 2022, s. 23). Długi spółek komunalnych nie są ujmowane w statystykach sektora JST ani objęte limitem zadłużenia. Brak też aktualnych danych dotyczących ich zadłużenia. Raport NIK z 2014 r. mówił o zobowiązaniach zaledwie 245 spółek komunalnych na kwotę ponad 80 mld zł (NIK, 2014, s. 24). Oznaczałoby to, że zobowiązania spółek komunalnych już dekadę temu były większe niż obecne zadłużenie całego sektora JST. Spółki te należy więc wziąć pod uwagę, oceniając potencjał emisji zielonych obligacji przez sektor samorządowy. Mimo że nie ujęte w oficjalnych statystykach JST, emitowane przez nich obligacje również mogą finansować ważne inwestycje klimatyczne z obszaru zadań JST.

Tabela 2. Zobowiązania JST w 2021 r. według typu instrumentu i wierzycieli (2021)

	Typ instrumentu	Wierzyciele			
		Krajowi	Zagraniczni		
	Udział w dłużu komunalnym	Kredyty i obligacje poza obrotem	Obligacje w obrocie	Krajowi	Zagraniczni
Gminy	37%	98,0%	2,0%	100%	0%
Miasta	49%	93,3%	6,7%	52%	48%
Powiaty	7%	98,8%	1,2%	100%	0%
Województwa	6%	95,9%	4,1%	60%	40%
JST łącznie	100%	95,6%	4,4%	74%	26%

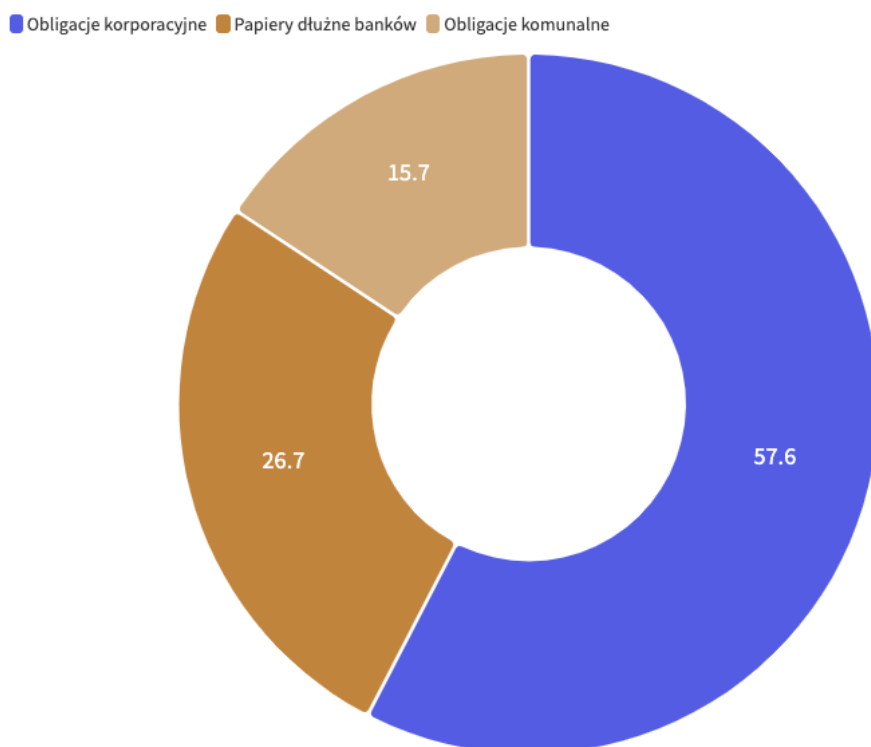
Źródło: Instrat w oparciu o dane MF

Wykres 9. Struktura posiadaczy obligacji JST (%)



Źródło: Fitch Ratings (2022).

Wykres 10. Struktura rynku obligacji nieskarbowych (%)

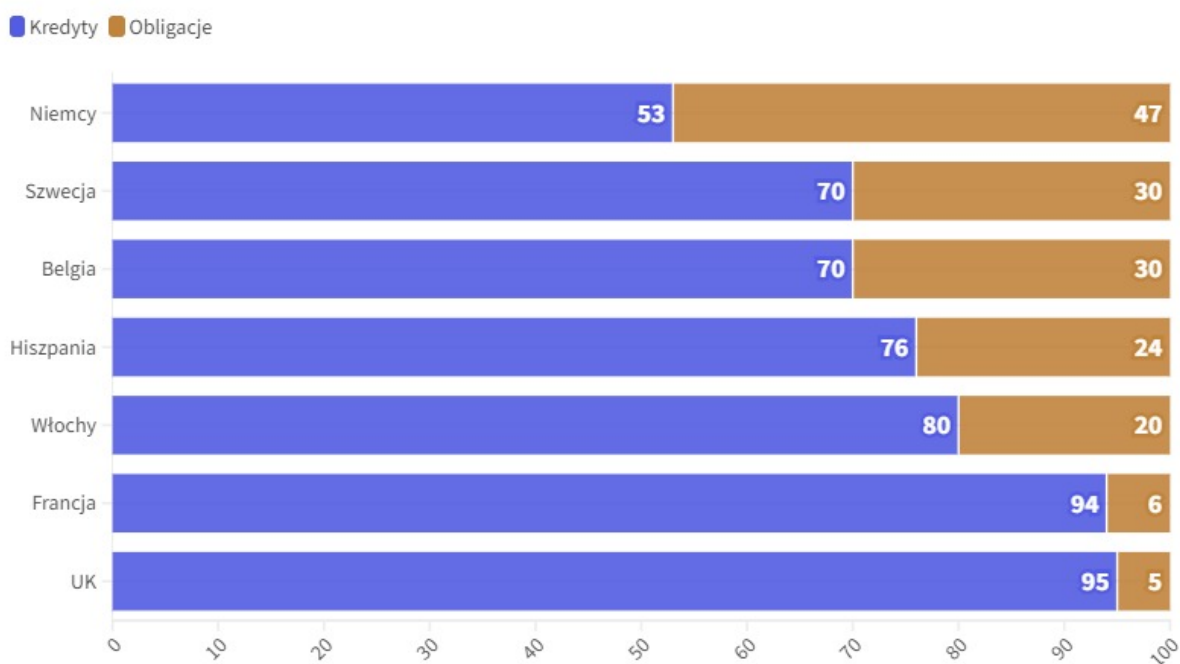


Źródło: InStrat na podstawie Fitch Ratings (2022).

W kontekście uzyskania *greenium*, zasadne jednak wydaje się poszukiwanie przez JST dostępu do jak najszerszego grona inwestorów. Brak urynkowienia obligacji komunalnych może być więc barierą dla rozwoju zielonych obligacji. Wyzwanie urynkowienia samorządowego długu wydaje się przy tym równie duże, co wyzwanie związane z jego zazielenieniem. W tym kontekście zasadne jest rozważenie, czy w przypadku implementacji polityk wspierających rozwój rynku zielonych obligacji, analogicznymi rozwiązaniami nie powinny zostać objęte zielone kredyty bankowe lub też, czy może w ogóle warto skupić się na rozwiązaniach wspierających zielone finansowanie udzielane przez banki.

Alternatywną formą poszerzania potencjalnego grona inwestorów w (zielone) obligacje komunalne poprzez upowszechnianie wprowadzania obligacji komunalnych do zorganizowanego obrotu jest – postulowana poniżej – agregacja finansowanych projektów w jednym podmiocie dokonującym emisji. Ze względu na większą skalę będzie on w stanie dokonywać emisji prywatnych, ale na szerszych rynkach (w tym w walutach obcych i na rynkach międzynarodowych) i w ten sposób docierać do szerszego grona potencjalnych inwestorów.

Wykres 11. Udział obligacji w dźugu komunalnym w wybranych państwach w Europie



Źródło: Instrat na podstawie Deutsche Bank (2014).

3.2. Bariery rozwoju rynku zielonych obligacji komunalnych

Wielkość emisji i koszty związane z wyborem obligacji jako formy finansowania

Jak wskazano wcześniej, obligacje komunalne, zarówno dla JST, jak i banków, stanowią najczęściej ekwiwalent kredytu bankowego i nie trafiają do zorganizowanego obrotu. Jednak nawet z emisją obligacji niewprowadzonych do zorganizowanego obrotu, wiążą się dodatkowe koszty i nakłady pracy. Są one związane np. z rejestracją papierów w KDPW, a także - co ma miejsce częściej w przypadku obligacji niż kredytów - zatrudnieniem zewnętrznego doradcy. Koszt jego zatrudnienia wynosiła w 2019 r. od 1,5 tys. do 4 tys. zł na milion złotych pozyskanego finansowania (Curulis 2020). Optymalność ponoszenia tych dodatkowych kosztów jest najczęściej wątpliwa, a w każdym razie wartość pozyskiwanego finansowania powinna być odpowiednio wyższa, żeby ich poniesienie było optymalne. W konsekwencji nieoptymalne jest finansowanie poprzez emisję obligacji projektów o mniejszej wartości (Gołaszewski, 2017). Z danych dotyczących rynku Catalyst wynika, że w 2022 r. całkowite kwoty emisji notowanych na nim obligacji komunalnych zaczynały się już od 4 mln zł. Po wyłączeniu dwóch największych emitentów, czyli Warszawy i Krakowa, których emisje odstają od reszty JST (ten ostatni jest odpowiedzialny za 30% wartości wszystkich notowanych na Catalyst obligacji komunalnych), średnia wartość emisji oscylowała ok. kwoty 60 mln zł, a mediana wynosiła ok. 30 mln zł. Bez wyłączenia tych podmiotów średnia to 93 mln zł. Dla porównania, dla obligacji korporacyjnych na Catalyst średnia wynosi ok. 500 mln zł, a mediana 150 mln zł (Catalyst 2022).

Dodatkowe koszty związane z certyfikacją emisji zielonych obligacji

W przypadku emisji zielonych obligacji problem kosztów nasila się. Do dodatkowych kosztów związanych z przygotowaniem emisji doliczyć należy: koszty identyfikacji projektów, które mogą być kwalifikowane jako zielone, koszty uzyskania zewnętrznej opinii poświadczającej zgodność emisji z danym standardem zielonych obligacji oraz koszty późniejszego raportowania osiągnięcia celów emisji. Średni koszt certyfikacji emisji wynosi od 20 do 40 tys. euro, natomiast koszt zewnętrznych raportów z wykorzystania środków wynosi od 5 do 10 tys. euro (KPMG 2021, s. 66)⁴.

Brak kompetencji i zasobów do oceny projektów pod kątem zgodności ze standardami zielonych obligacji i odpowiedniego raportowania

Jedną z głównych barier emisji zielonych obligacji stanowią też ograniczone kompetencje JST w zakresie planowania, realizacji i raportowania wykorzystania pozyskanych środków, które mogłyby być sfinansowane przez zielone obligacje. Choć odsetek JST, które wskazują podczas cyklicznych badań ankietowych na brak fachowej kadry mogącej zajmować się ochroną klimatu,

⁴ Inne szacunki wskazują na koszty certyfikacji w dość szerokim zakresie – od 10 do 100 tys. USD (zob. Grabowski, Kotecki 2020, s. 66).

spada i wynosi obecnie ok. 20% (Instytut na Rzecz Ekorozwoju, 2019), emisja zielonych obligacji wymaga z pewnością szerszych kompetencji. To połączenie szczegółowej wiedzy rynkowej (znajomość standardów zielonych obligacji, np. ICMA), prawnej i regulacyjnej (znajomość Taksonomii), technicznej oraz finansowej, trudnej do uzyskania nawet dla ekspertów w kwestiach klimatu. Tymczasem aż 85% samorządów deklaruje, że nie ma dedykowanych jednostek lub stanowisk odpowiedzialnych za kwestie zrównoważonego rozwoju (BGK, 2023). Ta bariera skutkować będzie wyższymi kosztami związanymi z doradztwem zewnętrznym bądź też w ogóle odstępniem od finansowania danego przedsięwzięcia zielonymi obligacjami przez brak świadomości, że jest ono możliwe do uzyskania.

3.3. Proponowane rozwiązania

3.3.1. Utworzenie Samorządowej Agencji Zielonych Obligacji

Proponujemy utworzenie Samorządowej Agencji Zielonych Obligacji odpowiedzialnej za agregowanie inwestycji środowiskowych, które poszczególne samorządy chciałyby sfinansować z użyciem finansowania dłużnego i emitowanie zielonych obligacji na rachunek uczestniczących JST. To rozwiązanie instytucjonalne pozwoli na pozyskanie większego zewnętrznego finansowania dłużnego JST po niższym koszcie, dzięki centralizacji kosztów stałych związanych z emisją obligacji.

Institucje, które umożliwiają wspólne finansowanie przedsięwzięć samorządów, funkcjonują z powodzeniem od dziesięcioleci w krajach, takich jak Dania, Szwecja czy Holandia. W ciągu ostatniej dekady podobne instytucje powstały także we Francji oraz Wielkiej Brytanii (tabela 3). Większość z nich funkcjonuje w podobnym modelu operacyjnym, w którym tworzony jest odrębny podmiot pełniący funkcję SPV (o publicznoprawnym lub prywatnoprawnym statusie). Podmiot ten zaciąga zobowiązania w imieniu własnym, ale na rachunek uczestniczących w nim JST. Poręczenia długów tego podmiotu udzielają uczestniczące samorządy lub Skarb Państwa (jak w przypadku finlandzkiego Munifin). Narzut na koszty operacyjne SPV szacuje się w państwach europejskich standardowo na 7–15 punktów bazowych wartości pozyskanego finansowania.

Niższe koszty pozyskiwania finansowania związane będą ze zwiększeniem wiarygodności kredytowej centralnego podmiotu w porównaniu do indywidualnych JST. Wiarygodność kredytową Agencji wzmocnić można na dwa sposoby: poprzez gwarantowanie jej zobowiązań przez JST będące jej członkami lub też poprzez gwarantowanie ich bezpośrednio przez Skarb Państwa. Ewentualna gwarancja Skarbu Państwa raczej nie powinna stwarzać bodźców do nadmiernego zadłużania się dla JST (*moral hazard*) ze względu na możliwość wpływania na poziom zadłużenia JST przez mechanizmy prawne (takie jak IWZ). Poza tym, już obecnie dług samorządów korzysta w pewnym stopniu z implikowanej gwarancji państwa, w związku z brakiem procedury upadłości JST i brak sygnałów, aby samorządy jej nadużywały.

Cykliczne emisje za pośrednictwem Agencji pozwoliłyby na osiągnięcie dodatkowych korzyści skali, związanych z centralizacją działalności emisyjnej:

- a) Niższe koszty pozyskiwania długu w porównaniu do warunków rynkowych, jakie uzyskać mogą poszczególne JST, wynikające z większej wiarygodności kredytowej Agencji, której długi będą poręczane przez uczestniczące JST lub Skarb Państwa. Niższe koszty finansowania będą w szczególności istotne dla JST znajdujących się w gorszej kondycji finansowej. Agencja ujednoczyłaby więc warunki kredytowe dla samorządów i zniwelowała różnice w koszcie długu.

- b) Zdjęcie z poszczególnych samorządów kosztów przygotowania emisji (przygotowania dokumentacji, *roadshow*, doradców zewnętrznych, certyfikacji zgodności ze standardem zielonych obligacji), które byłyby ponoszone w głównej mierze przez Agencję. Koszty stałe przygotowania emisji, które musiałaby ponieść każda z JST, poniesie jednorazowo Agencja.
- c) Pozyskanie finansowania dla inwestycji, których niska wartość czyniłaby nieopłacalnymi indywidualne emisje zielonych obligacji poszczególnych JST.
- d) Wykształcenie kompetencji w zakresie identyfikacji i planowania projektów, które mogłyby zostać sfinansowane z użyciem zielonych obligacji, a także w raportowaniu wykorzystania środków. Podobnie, jak w przypadku kosztów samej emisji, koszty wynikające z konieczności zapewnienia jej „zieloności” (wybranie odpowiedniego standardu regulacyjnego, raportowanie realizacji celu) zostaną w większości przerzucone na centralny, wyspecjalizowany podmiot i będą ponoszone tylko przez niego Agencja stanie się tym samym również centrum zielonych kompetencji dla samorządów., mogącym pełnić funkcje doradcze i konsultacyjne, na etapach poprzedzających sam proces emisji.
- e) Powstanie scentralizowanego podmiotu, angażującego się w emisje o dużych nominałach, pozwoli również na emisje w walutach obcych, skierowanych do zagranicznych inwestorów. Centralizacja pozwoli w takiej sytuacji zmniejszyć koszty zarządzania ryzykiem kursowym. Dostęp do zagranicznych rynków oznacza równocześnie dostęp do większej liczby inwestorów skłonnych dostarczyć premię za zieloność (*greenium*).

Podobne propozycje, zakładające uwspólnienie zaciągania zobowiązań przez JST, pojawiały się jako postulaty w komentarzach eksperckich (Dmuchowski, 2020), a także jako propozycje w niektórych dokumentach strategicznych i w oderwaniu od zagadnienia wsparcia rynku zielonych finansów. Przykładowo, opracowana przez Ministerstwo Rozwoju *Krajowa Strategia Rozwoju Regionalnego 2030 z 2019 r.* przewidywała tworzenie regionalnych funduszy rozwoju (RFR) „posiadających kompetencje w zakresie pomocy zwrotnej, instrumentów finansowych, emisji obligacji, wsparcia kapitałowego”, zakładając również ich współpracę w pozyskiwaniu środków z BGK (MliR, 2019). Zgodnie z niektórymi propozycjami rolę Agencji mógłby pełnić jeden z istniejących już podmiotów zajmujących się również finansowaniem samorządów, jak np. BGK, PFR czy NFOŚiGW. Takie rozwiązanie nie jest wykluczone, jednak wydaje się, że bardziej optymalne byłoby powołanie odrębnego podmiotu, który miałby za zadanie wyłącznie emitowanie długu na rachunek samorządów.

3.3.2. Ulga regulacyjna na zielone długi samorządów

Jedną z barier ograniczających skłonność samorządów do korzystania z dłużnego finansowania zewnętrznego, nawet na korzystnych warunkach, jest limit wynikający z Indywidualnego Wskaźnika Zadłużenia (art. 243 ust. 3 ustawy o finansach publicznych). Regulacja ta ma szereg konsekwencji zniekształcających motywacje samorządów i ich praktyki w obszarze zarządzania długiem. Ustalenie limitu zadłużenia skutkuje m.in. stosowaniem przez JST alternatywnych form finansowania nieobjętych limitem, zaciąganiem zobowiązań o dłuższym horyzoncie spłaty celem minimalizacji kosztów obsługi zadłużenia w poszczególnych okresach oraz de facto outsourcingiem zadań JST do spółek komunalnych, których zadłużenie nie wlicza się do wskaźnika.

Zadłużenie komunalne z tytułu emisji zielonych obligacji – zarówno emitowane przez Samorządową Agencję Zielonych Obligacji zgodnie z naszą propozycją, jak i indywidualnie przez poszczególne JST – nie powinno być wliczane do indywidualnego limitu zadłużenia poszczególnych JST (przynajmniej do określonego górnego limitu). Odpowiadałoby to obecnie obowiązującemu rozwiązaniu, zgodnie z którym zadłużenie zaciągnięte w celu sfinansowania wkładu własnego w inwestycje finansowane ze środków europejskich jest wyłączone z limitów IWZ.

Tabela 3. Wybrane instytucje zbiorowego zarządzania długiem komunalnym w Europie

Państwo - Instytucja	Data powstania	Model funkcjonowania
Dania - Kommunekredit	1898	Duński Kommunekredit jest najstarszą samorządową instytucją wspólnego pożyczania w Europie. Jej model funkcjonowania opiera się na solidarnych poręczeniach JST za zobowiązania Kommunekredit. Agencja nigdy nie musiała skorzystać z udzielonych poręczeń.
Szwecja - Kommuninvest	1986	Funkcjonowanie Kommuninvest również opiera się na solidarnym poręczeniu zobowiązań KI przez uczestniczące samorządy. W roku rozpoczęcia działalności koszt kredytu komunalnego był dla Kommuninvest niższy o 200 pb. w stosunku do innych źródeł. Obecnie, szacowany koszt kredytu jest dla agencji o 30 pb. niższy niż kredyt dla samorządów z innych źródeł, a koszty operacyjne wynoszą ok 8 pb. Rating

		Moody's i S&P dla Kommuninvest to AAA. Agencja nigdy nie musiała skorzystać z udzielonych poręczeń.
Francja - Agence France Locale (AFL)	2013	Agencja zrzesza chętne samorzady, które poręczają jej zobowiązania. Koszty operacyjne pokrywają składki członkowskie zróżnicowane w zależności liczby od ludności danej JST. Rating Moody's dla AFL wynosi aa2, jeden stopień poniżej długu skarbowego Francji. Premia w oprocentowaniu wobec długu skarbowego wynosi dla AFL 22 pb.
Wielka Brytania UK Municipal Bond Agency	2014	Przed utworzeniem UKMBA brytyjskie samorzady zaciągały pożyczki głównie za pośrednictwem rządowej linii kredytowej Public Works Loan Board. Podniesienie kosztów finansowania przez PWLB było impulsem do utworzenia UKMBA, która również opiera się na modelu solidarnych poręczeń. Oprocentowanie pierwszej emisji o wartości 350 mln GBP na rzecz Lancashire 80 pb ponad stopę SONIA, co oznaczało koszt niższy o 108 pb wobec finansowania z PWLB. Szacowana oszczędność dla Lancashire wyniosła 20 mln BGP.

Źródło: opracowanie Instrat na podstawie: Andersson (2015), FMDV (2018), Brady, Andersson, Francis (2014), Browne Jacobson LLP (2020).

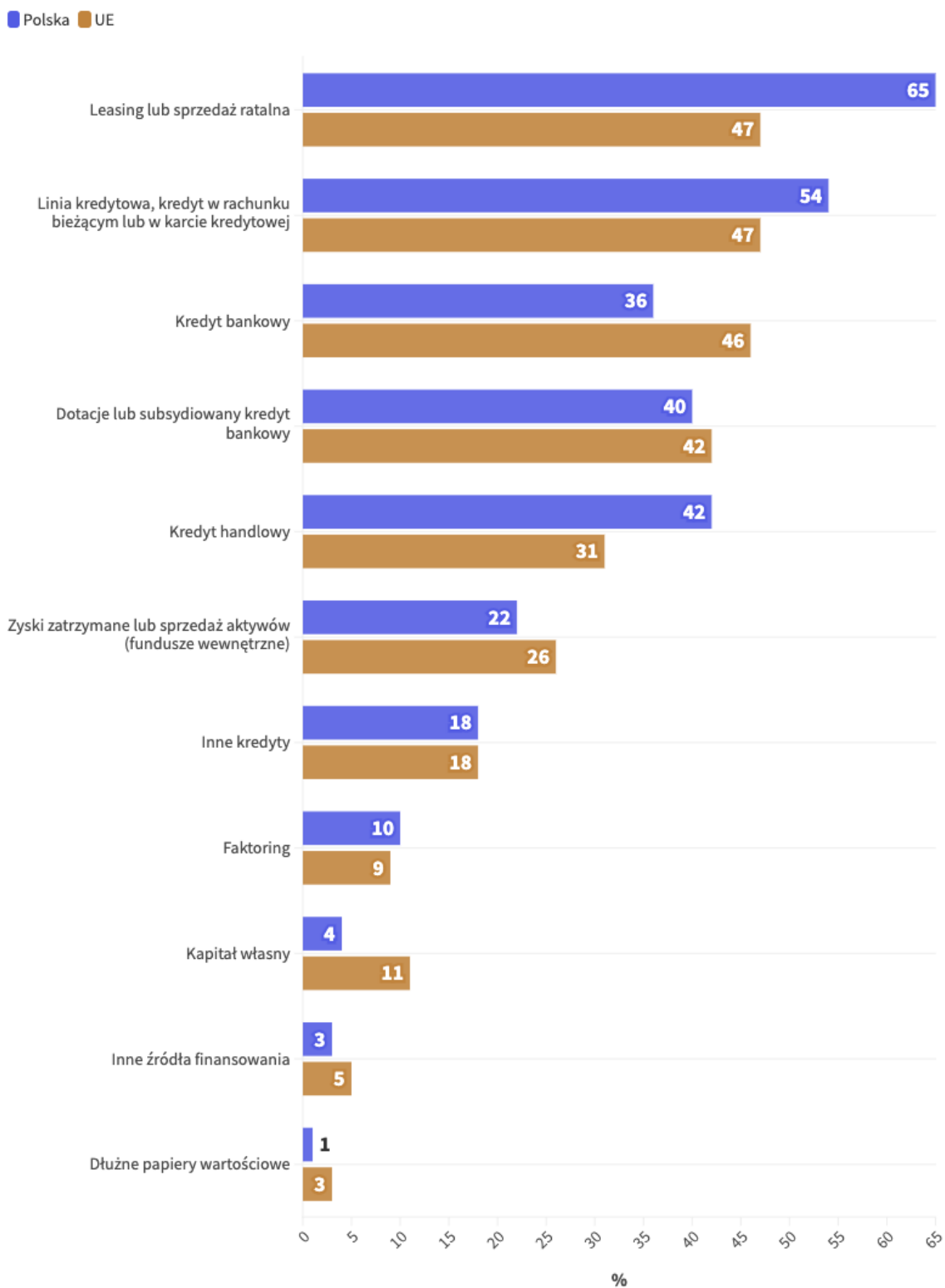
4. Zielone obligacje korporacyjne – systemy wsparcia emitentów i inwestorów

4.1. Znaczenie obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce

Polski rynek obligacji przedsiębiorstw jest wciąż niewielki w porównaniu do rynku obligacji emitowanych przez państwo (Stockbroker, 2020). Według raportu Narodowego Banku Polskiego, pod koniec roku 2021 zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji w kraju wyniosło 86,5 mld zł (NBP, 2022). W samym czasie obligacje skarbowe osiągnęły wartość 813,6 mld zł. Relacja zadłużenia z tytułu emisji tych papierów dłużnych do PKB Polski wyniosła w 2021 r. 3,3%, to wyraźnie mniej niż w państwach strefy euro, gdzie wskaźnik ten przekraczał nawet 40% (NBP, 2022). Rynek polskich obligacji korporacyjnych jest także zdominowany przez nielicznych emitentów. W 2021 r. ponad 35% całego rynku stanowiły papiery dłużne wyemitowane przez spółki energetyczne i wydobywcze (31 mld zł). Zaraz po nich znajdowały się natomiast spółki deweloperskie oraz przedsiębiorstwa sektora finansowego (spółki leasingowe, faktoringowe i zajmujące się obrotem wierzytelnościami).

Niski poziom finansowania przez rynki kapitałowe sprawia, że polskie firmy opierają swoje krótkoterminowe, jak i długoterminowe finansowanie na kredytach bankowych (Biatek-Jaworska i in., 2014). Potwierdza to badanie SAFE z 2022 r. przeprowadzone przez Europejski Bank Centralny i Komisję Europejską. Według niego najrzadziej wskazywanym źródłem finansowania polskich małych i średnich przedsiębiorców (wykres 11) są dłużne papiery wartościowe (KE, 2022).

Wykres 12. Odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystających z wybranych źródeł finansowania w Polsce i UE w 2022 r.



Źródło: Instrat na podstawie KE (2022).

4.2. Taksonomia fiskalnych systemów wsparcia emisji zielonych obligacji

Fiskalne wsparcie emisji zielonych obligacji związane jest z sygnalizowanym wcześniej problemem niepewności, co do tego, czy emitenci posiadają odpowiednie bodźce do ich emisji. Emisja wiąże się z dodatkowymi kosztami, które trzeba ponieść z góry, a korzyści finansowe w postaci *greenium* są niepewne. Z tego powodu postuluje się, żeby rolę zachęty przejęły – przynajmniej, dopóki rynek zielonego długu nie stanie się dostatecznie głęboki i płynny – zachęty fiskalne, niwelujące część dodatkowych kosztów emisji (w wariantcie konserwatywnym) lub nawet wpływające na ogólne obniżenie kosztów odsetkowych finansowania zielonych inwestycji.

Fiskalne wsparcie rozwoju zielonych obligacji może przybrać postać ulgi dla emitenta, polegającej na zwiększonej możliwości odliczenia podatkowego wydatków poniesionych przy certyfikacji lub przygotowaniu emisji albo ulgi dla inwestora, opierającej się na zmniejszeniu jego obciążeń fiskalnych.

Żeby zrozumieć funkcjonowanie każdego z tych mechanizmów, warto przypomnieć podstawy podatkowych skutków emisji obligacji. Dla emitenta kwota kapitału obligacji jest neutralna podatkowo – środki z emisji nie stanowią przychodu, a wykup obligacji nie stanowi kosztu podatkowego. Koszt podatkowy stanowią jednak płatności odsetkowe, prowizje i ewentualnie inne koszty poniesione przy emisji, jak koszty ratingu czy certyfikacji w przypadku zielonych obligacji. Dla inwestora kwota kapitału jest również neutralna podatkowo, ale płatności odsetkowe (i ewentualne prowizje) stanowią jego przychód.

4.2.1. Ulgi dla emitenta

Jak już wskazywano, przyszli emitenci zielonych obligacji muszą ponieść dodatkowe koszty, związane z identyfikacją zielonych projektów, certyfikacją zielonych emisji zgodnie z międzynarodowymi standardami oraz koszty raportowania osiągnięcia celów emisji (KPMG, 2021, s. 38). Obniżenie lub całkowite zrównoważenie kosztów, sięgających średnio 20–40 tys. euro na samą weryfikację zewnętrzną, może więc zachęcić podmioty do wydawania zielonych emisji (KPMG, 2021, s. 66). Ulgi podatkowe dla emitentów zazwyczaj wiążą się więc z możliwością odliczenia kwalifikowanych kosztów związanych z emisją zielonych obligacji (kosztów certyfikacji, doradztwa, szkoleń czy wdrożenia systemów monitorowania wydawania pozyskanych środków). Mogą jednak w wariantcie liberalnym objąć też kwalifikowane odliczenie kosztów odsetkowych.

W polskim systemie podatkowym podobną konstrukcję ma ulga na działalność badawczo-rozwojową (ulga B+R), wprowadzona w 2016 r.⁵ W ramach tej ulgi podatnik może odliczyć od podstawy opodatkowania (a więc od dochodu) koszty uzyskania przychodów poniesionych na działalność badawczo-rozwojową, niezależnie od ujęcia tych wydatków w kosztach zgodnie z ogólnymi regułami (MRIT, 2022). Do kosztów kwalifikowanych zaliczają się m.in. koszty wynagrodzeń, nabycia materiałów i surowców, ekspertyz, opinii oraz usług doradczych związanych z prowadzoną działalnością badawczo-rozwojową. Podatnicy posiadający status CBR mogą odliczyć w ramach ulgi B+R do 200% poniesionych kosztów kwalifikowanych. Z kolei podatnicy nieposiadający statusu CBR, mogą odliczyć od dochodu koszty kwalifikowane w wysokości 100%.

4.2.2. Ulgi dla inwestora

1. Zwolnienie przychodu odsetkowego inwestora z opodatkowania

By zachęcić inwestorów do zakupu obligacji, przychód z nich, stanowiący kwotę odsetek, może zostać zwolniony z podatku. Pomimo iż ulga tego typu jest skierowana do inwestora, korzyści z niej powinien móc odnieść także emitent, który będzie mógł dzięki niej liczyć na niższe oprocentowanie. Wśród obligacji niepodlegających opodatkowaniu w zagranicznych systemach znajdują się obligacje komunalne (SEC, 2023).

2. *Tax credits*

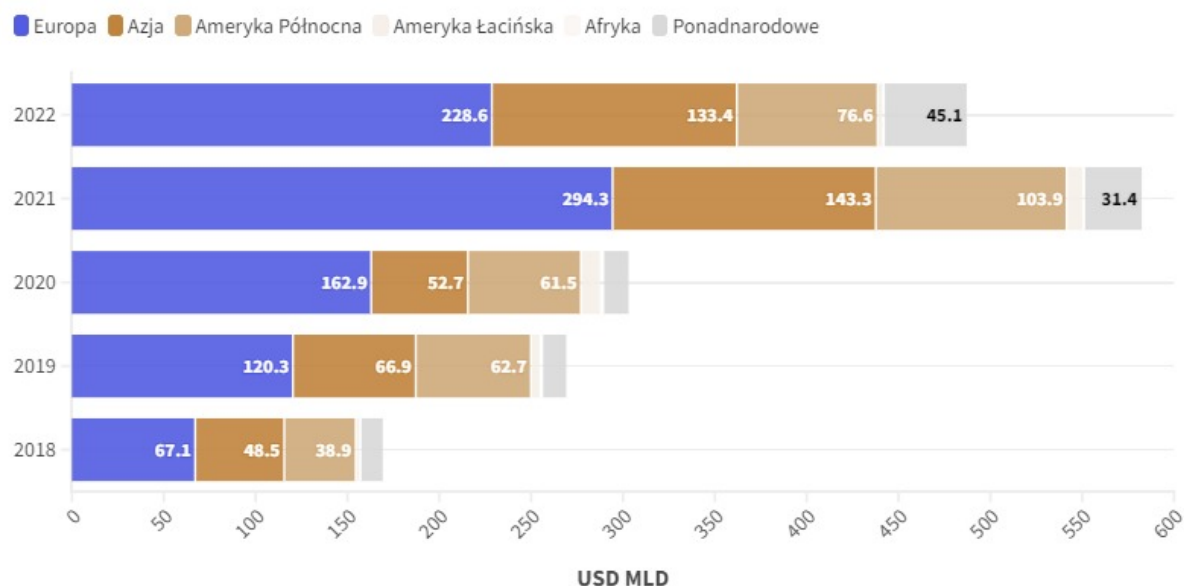
Innym rodzajem ulg podatkowych, stosowanym m.in. w Stanach Zjednoczonych, są tzw. *tax credits*, czyli ulgi podatkowe polegające na obniżeniu należnego podatku dochodowego inwestora o określoną kwotę (IRS, 2023). W oparciu o mechanizm *tax credits* do wsparcia emisji zielonych obligacji wykorzystać można *tax credit bonds* (TCB), czyli obligacje, zapewniające inwestorowi możliwość bezpośredniego zmniejszenia podatku dochodowego o ustaloną ulgę (CRS, 2021, s. 5). TCB stanowią więc alternatywę dla obligacji zwolnionych z podatku, które wyłączają dochody z tytułu odsetek z obligacji z opodatkowania. Wysokość „kredytu” dostępnego dla inwestora w TCB zależy od wysokości kwoty głównej obligacji i stopy kredytowej. Zazwyczaj też, aby zachęcić inwestorów, wartość *tax credits* jest większa niż wartość inwestycji, tzn. za każdego 1 dolara zainwestowanego w dany instrument, zobowiązanie podatkowe zmniejsza się o więcej niż 1 dolara. Pomimo iż bezpośrednią korzyść podatkową odnosi inwestor, ulga ta ma co do zasady przełożyć się na niższe oprocentowanie dla emitenta. W przypadku bardziej sformalizowanych mechanizmów założeniem jest, że emitent nie płaci odsetek w ogóle, gdyż w całości zastępują je *tax credits*.

⁵ PIT.PL, Ulga B+R, 2018, <https://www.pit.pl/ulga-br/>.

4.3. Porównawczy przegląd zachęt fiskalnych dla zielonych obligacji w wybranych państwach

Prekursorami zachęt regulacyjnych dla emitentów zielonych obligacji są państwa azjatyckie, takie jak Singapur, Chiny czy Malezja, które korzystając z subsydiów, promują emisje zielonych obligacji przez sektor prywatny (KPMG, 2021, s. 71). Pierwsze programy grantowe skierowane do emitentów pojawiły się w tym regionie w 2017 r. i skupiały się na pokryciu kosztów certyfikacji zielonych obligacji poniesionych przez emitenta (Azhgaliyeva i Kapsalyamova, 2021, s. 2). Zastosowane zachęty regulacyjne na azjatyckich rynkach zielonych obligacji przyczyniły się do prawie trzykrotnego wzrostu wartości emisji zielonych obligacji w tym regionie w latach 2020–2021 do wartości 143,3 mld USD (CBI, 2020).

Wykres 13. Struktura geograficzna emitentów zielonych obligacji (2018–2022)



Źródło: InStrat na podstawie Climate Bonds Initiative Green Bonds Database.

Jednocześnie państwa, takie jak Stany Zjednoczone czy Brazylia, wprowadziły zachęty podatkowe, by zmobilizować inwestycje w zielone obligacje (KPMG, 2021, s. 71). Zastosowane ulgi podatkowe niwelują wstępne koszty poniesione przez inwestora przy zakupie zielonej obligacji, zmniejszając tym samym poziom ryzyka wiążącego się z inwestycją w innowacyjne projekty.

4.3.1. Unia Europejska

Obecnie kraje UE nie stosują zachęt podatkowych ani systemów grantowych dla emitentów zielonych obligacji (KPMG, 2021). Jedynym państwem, które dotychczas wdrożyło system ulg

podatkowych, by zachęcić inwestorów do zakupu obligacji, jest Portugalia. Od 2018 r. kraj ten stosuje ulgi podatkowe związane z inwestycjami w obligacje o wpływie społecznym (*Social Investment Bonds*, SIB) (EIB, 2018, s. 22). Obligacje te muszą być przeznaczone na finansowanie projektów z dziedzin, takich jak ochrona społeczna, rynek pracy, edukacja, ochrona zdrowia, wymiar sprawiedliwości czy wspieranie integracji cyfrowej⁶. Po zainwestowaniu w SIB, inwestorzy społeczni mogą uznać za wydatek w danym okresie podatkowym 130% całkowitej kwoty zainwestowanej w obligacje, niezależnie od przyszłego zwrotu. W ten sposób Portugalia zachęca przedsiębiorstwa do inwestowania w innowacyjne i eksperymentalne projekty, obejmujące priorytetowe obszary polityk publicznych.

4.3.2 Kraje poza Unią Europejską

Wśród państw spoza Unii Europejskiej wyróżnić można dwa główne typy zachęt regulacyjnych, zgodnych z przedstawioną wcześniej taksonomią. Są to kolejno ulgi podatkowe dla inwestorów oraz programy grantowe umożliwiające emitentowi zmniejszenie kosztów poniesionych przy przygotowywaniu i emisji zielonych obligacji.

Tabela 4. Podsumowanie zachęt regulacyjnych wspierających rynki zielonych obligacji

Państwo	Rodzaj programu	Opis programu
Stany Zjednoczone	Ulgi podatkowe dla inwestorów	<p>Qualified Energy Conservation Bonds</p> <ul style="list-style-type: none"> • Obligacje z ulgą podatkową (DSIRE, 2018); • Pożyczkobiorca spłaca jedynie główną część obligacji, a inwestor otrzymuje federalne ulgi podatkowe zamiast tradycyjnych odsetek od obligacji. Ulga podatkowa może być pobierana kwartalnie w celu wyrównania zobowiązań podatkowych posiadacza obligacji; • Kwalifikujące się projekty: inwestycje w efektywność energetyczną infrastruktury, produkcja energii odnawialnej, programy wspierające lokalne społeczności, R&D, transport zbiorowy, publiczne kampanie edukacyjne (DSIRE, 2018);

⁶ Portugal Inovacao Social, Social Impact Bonds, <https://inovacaosocial.portugal2020.pt/en/financing/social-impact-bonds/>.

		<p>Clean Renewable Energy Bonds</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kwalifikowanymi emitentami CREB są organy rządowe, wzajemne lub spółdzielcze firmy elektryczne oraz pożyczkodawcy czystej energii odnawialnej (Hunton and Williams, 2007). • Pożyczkobiorca spłaca jedynie główną część obligacji, a inwestor otrzymuje federalne ulgi podatkowe zamiast tradycyjnych odsetek od obligacji (DSIRE, 2018). • Kwalifikujące się projekty muszą być związane z: energetyką wiatrową, wodną, geotermalną, słoneczną, biomasą, gazem wysypiskowym (Hunton i Williams, 2007).
Japonia	Program grantowy dla emitentów	<ul style="list-style-type: none"> • Dofinansowanie: <ul style="list-style-type: none"> ◦ kosztów oceny zewnętrznej obligacji (przed lub po wyemitowaniu obligacji), ◦ kosztów konsultacji (np. w zakresie zgodności obligacji z Ramami Emisji Zielonych Obligacji). • Kwalifikujące się projekty: projekty wpływające na dekarbonizację kraju i wspierające lokalną gospodarkę. • Emitent musi mieć swoją siedzibę w Japonii.
Chiny (Hongkong)	Program grantowy dla emitentów	<p>Green and Sustainable Finance Grant Scheme:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Program dofinansowania wydatków, w tym: <ul style="list-style-type: none"> ◦ 50% wydatków wynikających z wyemitowania zielonych obligacji dla nowych emitentów zielonych obligacji (do 2,5 miliona dolarów hongkońskich); ◦ 100% kosztów zewnętrznej weryfikacji obligacji, dla każdego emitenta zielonych obligacji, do 800 tys. dolarów hongkońskich (HKMA, 2023).

<p>Singapur</p>	<p>Program grantowy dla emitentów</p>	<p>Sustainable Bond Grant Scheme:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Program dofinansowania wydatków, w tym: <ul style="list-style-type: none"> ○ kosztów oceny zewnętrznej obligacji, (do 100 tys. dolarów singapurskich), ○ kosztów oceny zgodności obligacji z ramami zielonych obligacji (MAS, 2022). ● Program przeznaczony dla nowych emitentów zielonych obligacji. ● Obligacje mogą zostać wydane w dowolnej walucie. Emitent nie musi być spółką singapurską, ale kwalifikujące się obligacje muszą być notowane na singapurskiej giełdzie (Hogan Lovells, 2018). ● Minimalna wartość obligacji – 200 mln dolarów singapurskich. ● Emitent może złożyć więcej niż jeden wniosek o dofinansowanie, o ile wnioski te dotyczą różnych obligacji.
<p>Brazylia</p>	<p>Ulga podatkowa dla inwestorów</p>	<p>Ulgi podatkowe dla inwestorów zielonych obligacji i obligacji o wpływie społecznym (Machado Meyer, 2020):</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Dla osób fizycznych zamieszkałych w Brazylii, dochód z ww. obligacji nie podlega opodatkowaniu. ● W przypadku osób prawnych, dochód z ww. obligacji podlega opodatkowaniu na poziomie 15%. ● Obligacje muszą wspierać co najmniej jeden z sektorów: <ul style="list-style-type: none"> ○ mobilność miejska ○ energetyka ○ infrastruktura sanitarna ○ projekty realizowane na obszarach o niższym standardzie życia
<p>Kenia</p>	<p>Ulgi podatkowe dla inwestorów</p>	<p>Zwolnienie z podatku:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● od dochodów z obligacji, wykorzystywanych do

		<p>finansowania zielonej infrastruktury (budownictwa), a także projektów dostarczania energii (GABC, 2019).</p> <ul style="list-style-type: none"> • termin wykupu kwalifikujących się obligacji nie może być krótszy niż trzy lata (Kenyan Treasury, 2022).
Chiny (prowincja Jiangsu)	<p>Program grantowy dla emitentów oraz zachęty dla poręczycieli</p>	<p>Program dofinansowania wydatków podmiotów niefinansowych, emitujących zielone obligacje:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zwrot do 30% rocznych odsetek zapłaconych przez podmioty niefinansowe, do wysokości 850 tys. USD (CBI, 2020). <p>Zachęty dla poręczycieli zielonych obligacji:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wynagrodzenie finansowe w wysokości 300 tys. RMB (43,4 tys. USD) za każdą emisję obligacji; • Mechanizm kompensacji ryzyka pokrywający 30% rzeczywistej straty poręczycieli zielonych obligacji małych i średnich przedsiębiorstw (Ma et al, 2018).
Malezja	<p>Program grantowy i ulgi podatkowe dla emitentów</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Program dofinansowania wydatków (MSFI, 2021): <ul style="list-style-type: none"> ◦ do 90% kosztów wyemitowania zielonych obligacji (SRI Sukuk), maksymalnie 300 tys. MYR (ADB, 2022). ◦ dofinansowanie wypłacane w ciągu 60 dni od złożenia wniosku (Securities Commission Malaysia, 2019). ◦ warunkiem uzyskania dofinansowania jest publiczne udokumentowanie zgodności obligacji z ramami SRI Sukuk, za pośrednictwem wyznaczonej strony internetowej (Securities Commission Malaysia, 2019). • Ulgi podatkowe: <ul style="list-style-type: none"> ◦ zwolnienia z podatku dochodowego są

		przewidziane dla emitentów, którzy otrzymali wsparcie z programu SRI Sukuk i Bond Grant Scheme na okres pięciu lat, do 2025 roku (ADB, 2022).
--	--	---

Źródło: opracowanie Instrat.

4.4. Rzetelne plany transformacji kluczem dla rynku SLB i finansowania transformacyjnego

4.4.1. Rosnąca rola strategii dekarbonizacji

Jak wspomniano w części 2.1. opracowania, rosnącą i coraz ważniejszą częścią rynku zrównoważonych finansów są obligacje powiązane ze zrównoważonym rozwojem (*Sustainability-linked Bonds*; SLB). Nie finansują one konkretnego „zielonego” przedsięwzięcia, ale obejmują zobowiązanie emitenta do polepszenia jego ogólnego środowiskowego lub klimatycznego profilu działalności, np. poprzez obniżenie emisji gazów cieplarnianych lub zwiększenie udziału energii ze źródeł niskoemisyjnych w jego zużyciu energii. Równocześnie, wymogi dla powiązania przychodów z klasycznych instrumentów *use of proceeds* zakłada projekt standardu EU GB. Na rynku pojawiają się też mechanizmy hybrydowe, łączące oba te wymogi. Widać więc znaczący trend w kierunku ogólnokorporacyjnych planów dekarbonizacji jako kluczowego mechanizmu ochrony przed *greenwashing* (Stefaniak, Kubiczek i Padiasek, 2023, s. 12).

W konsekwencji brak rzetelnych planów dekarbonizacji może stanowić barierę dla emitentów obligacji SLB, a możliwe, że już wkrótce również zielonych. Obecnie tego typu cele dekarbonizacji publicznie ogłosiło niespełna 30 spółek z głównych indeksów na GPW⁷. Nie zawsze też są one zgodne z wymogami porozumienia paryskiego (Stefaniak, Kubiczek i Padiasek, 2023). Niski odsetek spółek giełdowych przyjmujących tego rodzaju zobowiązania pozwala sądzić, że wśród spółek prywatnych praktyka ta jest na porównywalnie niskim lub nawet niższym poziomie, nie mówiąc już o małych i średnich przedsiębiorstwach. W niedawnym reprezentatywnym badaniu ankietowym wśród średnich i dużych przedsiębiorstw aż 53% spółek nie spotkało się z pojęciem ESG, a jedynie 20% posiadało strategię środowiskową (Polskie Stowarzyszenie ESG, 2023). Jednocześnie koniecznym wymogiem wstępnym dla wyznaczenia celów redukcji emisji jest uprzednie wyliczenie śladu węglowego, co łączy się z kosztami i wysiłkiem organizacyjnym.

⁷ Cele te zbieramy i publikujemy na bieżąco w bazie danych Fundacji Instrat: esg.instrat.pl.

4.4.2. Polityki w celu upowszechnienia planów dekarbonizacji

Wsparcie przedsiębiorstw w opracowywaniu i wdrażaniu planów dekarbonizacji jest więc istotne dla ich dostępu do zrównoważonego długu. Można zaproponować w tym obszarze następujące rozwiązania:

1. **Powiązanie wymogów uzyskania dofinansowania ze środków publicznych z posiadaniem wyznaczonych celów klimatycznych**

Wprowadzenie wymogów wyznaczenia celów klimatycznych (redukcji emisji, zwiększenia efektywności energetycznej itp.) przy programach pomocowych finansowanych ze środków publicznych. Wymogi takie mogłyby zostać wprowadzone m.in. w ramach programów środowiskowych (np. dystrybuowanych przez NFOŚiGW). Jednak, aby takie wymogi miały większy wpływ, zasadne wydaje się wprowadzenie podobnych mechanizmów w programach o ogólnym przeznaczeniu (takich jak programy wsparcia Agencji Rozwoju Przemysłu czy PFR). Obecnie istnieją mechanizmy dofinansowania tego typu działań, jak np. program Czyste Powietrze (dotacja na audyt energetyczny i wdrożenie jego wyników). Jednak zakładać można, że do tych programów zgłaszają się firmy, których świadomość klimatyczna jest już i tak duża.

Jednocześnie, posiadanie planu dekarbonizacji nie powinno być warunkiem koniecznym do uzyskania finansowania. Powinno to raczej stanowić zobowiązanie emitenta do podjęcia takich działań w przypadku jego uzyskania. Zasadne też byłoby oferowanie wsparcia technicznego przez dysponenta środków w procesie liczenia gazów cieplarnianych. Równocześnie, aby zapewnić proporcjonalność, wymóg ten powinien być ograniczony do dużych przedsiębiorstw.

2. **Nieodpłatne udostępnienie narzędzi wspomagających firmy w wyznaczaniu celów redukcji emisji**

Opracowanie i nieodpłatne udostępnienie przez administrację publiczną prostych narzędzi do obliczania emisji gazów cieplarnianych lub zarządzania danymi środowiskowymi w łańcuchu dostaw (zintegrowanych z systemami CRM) może być realnym wsparciem dla firm, które chcą zredukować swój ślad węglowy. Podobne rozwiązania dostępne są na rynku⁸, jednak opublikowanie takiego narzędzia przez administrację publiczną mogłoby zwiększyć zaufanie do jego wyników. Podobne działania podjęły agencje rządowe w innych krajach⁹. Innym narzędziem wspomagającym działania firm w omawianym obszarze byłoby opracowanie i promocja

⁸ Przykładowe kalkulatory śladu węglowego: <https://climatestrategiespoland.pl/oblicz-slad-weglowy/> oraz <https://kalkulatorsladuweglowego.pl/>.

⁹ Na przykład w Stanach Zjednoczonych: <https://www3.epa.gov/carbon-footprint-calculator/>.

oraz dystrybucja przewodnika dla przedsiębiorstw, wyjaśniającego proces liczenia i redukcji emisji gazów cieplarnianych w przedsiębiorstwach.

3. Ulga podatkowa na koszty wdrażania działań klimatycznych

Wreszcie, należy rozważyć wprowadzenie mechanizmu fiskalnego wsparcia kwalifikowanych kosztów związanych z wybranymi działaniami klimatycznymi przedsiębiorstw, na wzór przedstawianej powyżej ulgi B+R. Pozwalałyby one na odliczenie od podatku części kosztów, np. obliczania śladu węglowego lub audytu energetycznego.

Bibliografia

- ADB. (2022). *Green Bond Market Survey for Malaysia*, Asian Development Bank, 2022.
<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/838756/green-bond-market-survey-malaysia.pdf>.
- AFME. (2023) *ESG Finance Report Q4 2022 and Full Year 2022*,
<https://www.afme.eu/publications/data-research/details/afme-esg-finance-report-q4-2022-and-full-year-2022>.
- Andersson, M. (2015). *Overview of municipal pooled financing practices*. International Finance Corporation of the World Bank Group, 2015.
- Azhgaliyeva, D., Kapsalyamova, Z. (2021). *Policy Support in Promoting Green Bonds in Asia*, ADBi Working Paper Series, Asian Development Bank Institute, No. 1275.
<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/726166/adbi-wp1275.pdf>.
- Białek-Jaworska A., Dzik, A., Nehrebecka N. (2014). *Wpływ polityki monetarnej na źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1995–2012*, Materiały i Studia NBP nr 304, Warszawa.
- Bitner, M. Gałązka, A. Sierak, J. (2021). *Oszacowanie środków niezbędnych do zapewnienia krajowego wkładu publicznego do projektów realizowanych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027*.
- BGK. (2022). *Zrównoważony rozwój na tle wyzwań inwestycyjnych i sytuacji finansowej polskich samorządów*. <https://www.bgk.pl/files/public/Raporty/20221102-Raport-o-inwestycjach-JST.pdf>.
- BGK. (2023). *Różnorodność polskich samorządów terytorialnych na tle wspólnych wyzwań*.
<https://www.konferencjajst.pl/materialy-konferencyjne/Raport%20-%20Ro%CC%81z%CC%87norodnos%CC%81c%CC%81%20polskich%20samorza%CC%A8do%CC%81w.pdf>.
- Brady, A. Andersson, L. Francis, B. (2014). *The UK Municipal Bonds Agency. Establishment of a Local Government Collective Agency for the issue of Local Authority Bonds. Report to the Local Government Association*.
<https://www.local.gov.uk/sites/default/files/documents/municipal-bonds-agency-re-dcd.pdf>.
- Browne Jacobson LLP. (2020). *Municipal Bonds Agency – more than just about cheap finance!*.
<https://www.brownejacobson.com/about-us/news-and-media/published-articles/2020/05/municipal-bonds-agency-more-than-just-about-cheap-finance>
- Budzeń D., Marchewka-Bartkowiak, K. (2022). „Zielone” wydatki samorządowe w obliczu europejskiej taksonomii zrównoważonego rozwoju – nowe propozycje klasyfikacyjne. W: *Zielone Finanse w Polsce*, L. Kotecki (red.), Warszawa 2022.
- Catalyst. (2022). *Roczny biuletyn statystyczny*,
https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/statystyki/statystyki_roczne/2022_CAT.pdf.

CBI. (2020). *China's Green Bond Issuance and Investment Opportunity Report*, Raport przygotowany przez Climate Bonds Initiative i SynTao Green Finance, https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gfo_china_05b.pdf

CBI. (2023). *Climate Bonds Initiative Interactive Data Platform*. <https://www.climatebonds.net/market/data/#country-map>

CRS. (2021). *Tax Credit Bonds: Overview and Analysis*, Congressional Research Service. <https://sgp.fas.org/crs/misc/R40523.pdf>.

Curulis. (2020) Rynek obligacji komunalnych w 2019 r., <https://raport-obligacje2019.curulis.pl/>

Deutsche Bank. (2014). *Small is beautiful? Capital market funding for sub-sovereign authorities on the rise*. https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000444499/Small_is_beautiful%253F_Capital_market_funding_for_sub.pdf?undefined&reaload=bv4K8uWeMZ0ChmiQ8minJ9uhpwz8xxbS6sAgbrQO/S~Nhhf2vVi8mcXnJ5H4Ymy2.

Dmuchowski, P. (2020). *Zrównoważone finansowanie samorządów*. W: *Zielone finanse w Polsce*, L. Kotecki (red.), Warszawa, 2020.

DSIRE. (2018a). *Qualified Energy Conservation Bonds*. <https://programs.dsireusa.org/system/program/detail/3098/qualified-energy-conservation-bonds-qecbs>.

DSIRE. (2018b). *Clean Renewable Energy Bonds*. <https://programs.dsireusa.org/system/program/detail/2510>

EIB. (2018). *The Portuguese Social Innovation Initiative*, fi-compass, Europejski Bank Inwestycyjny. <https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/fi-compass%20study%20on%20the%20Social%20Impacts%20Bond%20programme%20under%20the%20Portugal....pdf>.

Fitch Ratings. *Przegląd rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych*, 5(417), 31.05.2022, <https://www.fitchratings.com/research/pl/international-public-finance/rating-rynek-may-2022-15-06-2022>

FMDV. (2018). *The Potential Catalytic Role of Subnational Pooled Financing Mechanisms*. https://www.urbanet.info/wp-content/uploads/2016/08/FMDV_Policy-Paper_-SPFM-ENG.pdf.

GABC. *Free Land as Incentive for Green Affordable Housing. Income Tax Deduction for Green Bond Investment*, *Global Alliance for Building and Construction, Kenya*. https://globalabc.org/sites/default/files/inline-files/Kenya_GlobalABC%20WA%20Finance_Stimulus_0.pdf

Gołaszewski, M. (2017). *Obligacje? Kredyt? Co lepsze?*. Wspólnota, <https://wspolnota.org.pl/news/obligacje-kredyt-co-lepsze>.

Gołaszewski, M. (2023). *Zdolność kredytowa JST – jak uniknąć problemów z art. 243 uofp i bezpiecznie spłacać finansowanie zwrotne*, wystąpienie na szkoleniu Wolters Kluwer 28.02.2023 r.

Gołaszewski M., *Dlaczego banki chcą finansować samorzędy?*. Wspólnota 12/2018.
<http://media2.aesco.com.pl/storage/2018/06/W12-2018-Dlaczego-banki-chca-finansowac%CC%81-samorza%CC%A8dy-s34-35.pdf>.

Grabowski, M., Kotecki, L. (2020). *Zielone obligacje w Polsce. Przewodnik dla emitenta*. GUS. (2022). *Gospodarka finansowa jednostek samorządu terytorialnego 2021*.
<https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rachunki-narodowe/statystyka-sektora-instytucji-rzadowy-ch-i-samorzadowych/gospodarka-finansowa-jednostek-samorzadu-terytorialnego-2021,5,18.html>.

HDFC Bank. (2023). *Tax Free Bonds And Its Advantages*.
<https://www.hdfcbank.com/personal/resources/learning-centre/invest/what-are-tax-free-bonds>

HKMA. (2023). *Tax Concessions and Incentive Schemes*. Hong Kong Monetary Authority
<https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/bond-market-development/tax-concessions-and-incentive-schemes/>.

Hogan Lovells. (2018). *MAS Green Bond Grant Scheme*.
https://www.hoganlovells.com/~/_media/hogan-lovell/s/pdf/new-mas-green-bond-grant-scheme.pdf?la=en.

Hunton and Williams. (2007). *Summary of Clean Renewable Energy Bonds*.
<https://www.huntonak.com/images/content/3/4/v3/3433/CREBs-Overview.pdf>.

ICMA. (2021). *Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.

ICMA. (2018). *Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji*.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-GBP2018-06.pdf>.

Instytut na Rzecz Ekorozwoju. (2019). *Klimat okiem samorządowców*.
https://www.pine.org.pl/wp-content/uploads/2019/06/klimat_okiem_samorzadowcow.pdf.

IRS. (2023). *Tax credits for individuals: What they mean and how they can help refunds*.
<https://www.irs.gov/newsroom/tax-credits-for-individuals-what-they-mean-and-how-they-can-help-refunds>.

Kenyan Treasury. (2022). *Draft National Green Fiscal Incentives Policy Framework*. Republic of Kenya, National Treasury and Economic Planning.
<https://www.treasury.go.ke/wp-content/uploads/2023/01/Draft-Green-Fiscal-Incentives-Policy-Framework.pdf>

Komisja Europejska. (2022). *Survey on the Access to Finance of Enterprises*.
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html.

KPMG. (2021). *Perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce*.
<https://home.kpmg/pl/pl/home/insights/2021/12/raport-perspektywy-rozwoju-rynku-zielonych-obligacji-w-polsce.html>.

KRRIO. (2022). *Sprawozdania z działalności regionalnych izb obrachunkowych i wykonania budżetu przez jednostki samorządu terytorialnego w 2021 roku*.
https://rio.gov.pl/download/attachment/109/sprawozdanie_za_2021_r.pdf.

Krzemiński, J. (2019). *Koniec złotych lat. Zwiększy się wkład własny w unijnych projektach*. PAP Samorządy,
<https://samorzad.pap.pl/kategoria/archiwum/koniec-zlotych-lat-zwiekszy-sie-wklad-wlasny-w-unijnych-projektach>.

Lau, P. et al. (2022). *The Economics of the greenium: How much is the World willing to pay to save the earth?*. *Environmental and Resource Economics*, 81(2), s. 379–408.

Machado Meyer. (2020). *New Decree Extends Tax Benefits to Green Bonds and Social Bonds*.
<https://www.machadomeyer.com.br/en/recent-publications/publications/capital-markets/new-decree-extends-tax-benefits-to-green-bonds-and-social-bonds?tmpl=articlepdf>.

Ma et al. (2018). *China's Green Bond Market, The Future of China's Bond Market*,
<https://www.hkgreenfinance.org/wp-content/uploads/2019/12/China%E2%80%99s-Green-Bond-Market.pdf>.

MAS. (2022). *Sustainable Bond Grant Scheme*, Monetary Authority Singapore,
<https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/sustainable-bond-grant-scheme>.

MliR. (2019). *Krajowa Strategia Rozwoju Regionalnego 2030*.
<https://www.gov.pl/attachment/38c54257-5b35-4b2d-b379-c897a31c85e7>.

MliR (2022). *Raport Inwestycje w Polsce. Okres I kw. 2020 R. – I kw. 2022*.
https://www.ewaluacja.gov.pl/media/111456/DSR_Raport_Inwestycje_I2020-I2022-web.pdf.

Ministerstwo Finansów. (2022). *Zestawienia zbiorcze. Informacja zbiorcza po IV kwartałach 2022 r.* <https://www.gov.pl/web/finanse/zestawienia-zbiorcze5>.

Ministerstwo Finansów. (2019). *Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego*,
<https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-ryнку-kapitałowego>.

Ministerstwo Środowiska Japonii. *Financial Support Programme for Green Bond Issuance*. Green Finance Portal. https://greenfinanceportal.env.go.jp/en/bond/promotion_support/assist.html.

MRiT. (2022). *Ulga na badania i rozwój*, Ministerstwo Rozwoju i Technologii,
<https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/ulga-na-badania-i-rozwoj>.

MSFI. (2021). *SRI Sukuk and Bond Scheme*, Malaysian Sustainable Finance Initiative.
<https://www.msfi.com.my/incentives-sri-sukuk-and-bond-grant-scheme/>

NBP. (2022). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2021 r.*
<https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/rozwoj2021-1.pdf>.

NBP. *Należności i zobowiązania monetarnych instytucji finansowych i banków*,
<https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/naleznosci-i-zobowiazania-monetarnych-instytucji-finansowych-i-bankow/>.

NIK. (2014). *Realizacja zadań publicznych przez spółki tworzone przez jednostki samorządu terytorialnego*. <https://www.nik.gov.pl/plik/id,10139,vp,12457.pdf>.

PIS. *Social Impact Bonds, Portugal Inovacao Social*. Dostęp: 18 maja 2023, <https://inovacaosocial.portugal2020.pt/en/financing/social-impact-bonds/>

PIT.PL. *Ulga B+R*. Dostęp: 8 maja 2018. <https://www.pit.pl/ulga-br/>.

Polskie Stowarzyszenie ESG. (2023). *Raport. Koszty i wyzwania ESG*, <https://polskiestowarzyszenieesg.pl/raport-koszty-i-wyzwania-esg/>.

PWC. *Polski Ład. Nowe ulgi podatkowe od 1 stycznia 2022 roku*. Dostęp: 25 listopada 2021. <https://studio.pwc.pl/aktualnosci/alerty/nowe-ulgi-podatkowe-dla-podatnikow-prowadzacych-dzialalnosc-br>.

SEC. (2023). *What are Municipal Bonds*. US Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/munied>

Securities Commission Malaysia. (2019). *Sustainable and Responsible Investment Sukuk Framework. An Overview*. <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=84491531-2b7e-4362-bafb-83bb33b07416>.

Smoleńska, A., *Aktualny stan rynku zielonych obligacji w Polsce*, prezentacja z wystąpienia 27.04.2023 r. na Grupie Roboczej ds. Zielonych Obligacji Platformy Zrównoważonych Finansów, działającej przy Ministerstwie Finansów

Stefaniak, S., Kubiczek, P., Padiasek, A. (2023). *Droga do zera netto*, Instrat Policy Paper 02/2023. <https://instrat.pl/cele-klimatyczne-gpw/>.

Stockbroker. (2020). *Obligacje przedsiębiorstw – jak wygląda polski rynek?*, <https://stockbroker.pl/obligacje-przedsiębiorstw-radosław-galecki-aviva/>

ZMP. (2020). *Stan finansów JST*. Związek Miast Polskich. https://www.miasta.pl/uploads/attachment/file/3912/Stan_finans_w_JST_10.12.2020_final.pdf.