

Maciej Pawłowski

Uniwersytet Szczeciński  
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług  
e-mail : maciej.pawlowski@usz.edu.pl

## Zielone obligacje rządowe

**Kody JEL:** G1, H63

**Słowa kluczowe:** rynek kapitałowy, obligacje, zielone obligacje, obligacje klimatyczne, finanse publiczne, ekologia

**Streszczenie.** Artykuł poświęcono ocenie dotychczasowych doświadczeń polskiego rządu w zakresie emisji zielonych obligacji. W artykule przedstawiono istotę zielonych obligacji oraz zilustrowano wartość i strukturę emisji zielonych obligacji rządowych przeprowadzonej przez polski rząd. Na tym tle podjęto próbę oceny przeprowadzonego procesu emisyjnego wraz ze wskazaniem szans i zagrożeń finansowania na rynku zielonych obligacji.

### Wprowadzenie

Idea emisji zielonych obligacji pojawiła się w 2007 roku jako odpowiedź Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) na ogłoszony przez Komisję Europejską *Plan działania na rzecz efektywności energetycznej*<sup>1</sup>. Dokument ten obejmował swym zakresem plan działań zmierzających do redukcji zużycia energii o 20% do 2020 roku poprzez: poprawę energooszczędności produktów, budynków i usług; ograniczenie energochłonności produkcji i dystrybucji energii; redukcję wpływu transportu na zużycie energii oraz ułatwienie dostępu do finansowania i podjęcie działań sprzyjających realizacji inwestycji w powyżej wyszczególnionym obszarze. Realizacja tak zdefiniowanej wiązki celów wymagała popularyzacji postaw oraz wzmocnienia racjonalności

---

<sup>1</sup> Ang. *Action Plan for Energy Efficiency*.

zachowań w zakresie gospodarki energetycznej, zarówno na szczeblu społeczeństw krajów członkowskich UE, jak również decydentów politycznych i szeroko pojmowanych podmiotów rynkowych (<http://eur-lex.europa.eu>). Zaangażowanie EBI w realizację postulatów Komisji Europejskiej znalazło wyraz w emisji dłużnych papierów wartościowych (obligacji)<sup>2</sup>, której celem było zgromadzenie kapitału stanowiącego podstawę dla pożyczkowego finansowania projektów inwestycyjnych w zakresie odnawialnych źródeł energii (wiatrowej, wodnej, słonecznej, geotermalnej) oraz poprawy efektywności energetycznej (ciepłownictwa lokalnego, kogeneracji, izolacji budynków, ograniczenia strat energii w sieciach jej dystrybucji) (Theulier i in., 2007, s. 3). Podjęta przez Europejski Bank Inwestycyjny aktywność emisyjna nie tylko umożliwiła zgromadzenie funduszy w kwocie 600 mln euro, ale również zapoczątkowała nowy segment dłużnych papierów wartościowych – zielonych obligacji (Dziawgo, 2010, s. 78). Mimo że po dziesięcioletnim okresie funkcjonowania rynek tych instrumentów stanowi mniej niż 1% światowego rynku obligacji, to wykazuje on ponadprzeciętną dynamikę wzrostu wartości i sukcesywnie poszerza spektrum notowanych instrumentów. Ponadto w strukturze rynku zielonych obligacji obserwuje się dywersyfikację kierunków alokacji pozyskanego kapitału w rozmaite obszary (rodzaje) działalności proekologicznej, a co bardziej istotne – wyraźnemu zróżnicowaniu uległy kategorie emitentów obecnych w strukturach rynku zielonych obligacji. W 2016 roku do puli emitentów długu – obok banków i innych instytucji finansowych, przedsiębiorstw i samorządów lokalnych – po raz pierwszy w historii dołączył emitent rządowy – Polska.

Na tle powyższych uwag za cel artykułu przyjęto próbę oceny emisji zielonych obligacji przeprowadzoną przez polski rząd wraz z identyfikacją szans i zagrożeń wynikających z finansowania w tym segmencie rynku kapitałowego. Przyjęte zamierzenie badawcze wymagało przybliżenia definicyjnej istoty zielonych obligacji oraz ilustracji wybranych statystyk charakteryzujących rynek tych instrumentów, jak również parametrów emisji zielonych obligacji przeprowadzonej przez Ministerstwo Finansów.

## 1. Zielone obligacje – dylematy definicyjne

Definicyjne wyodrębnienie kategorii zielonych obligacji nie jest jednoznaczne. Dylematy na tle teorii wynikają nie tyle z konstrukcji tych instrumentów, co mocno zróżnicowanego celu emisji zielonych obligacji oraz faktu, iż obok analizowanej kategorii – w literaturze przedmiotu, jak i praktyce gospodarczej – funkcjonuje określenie obligacji klimatycznych. Granica pomiędzy wskazanymi terminami nie jest ścisła i właściwie trudna do wyraźnego uchwycenia. Przegląd źródeł literatury skłania do wniosku, iż zielone obligacje traktuje się zarówno jako synonim obligacji klimatycznych (Lütken, 2015, s. 77; OECD, 2015, s. 42–43; Cooperman, 2017, s. 149–150; Wang i in., 2013, s. 165; Więckowska, 2013, s. 455), ale również – jako odrębną klasę dłużnych papierów

---

<sup>2</sup> Program emisji został określony mianem *Climate Awareness Bond (CAB)*.

wartościowych. Podejmując próbę identyfikacji cezury pomiędzy zielonymi obligacjami a obligacjami klimatycznymi, wskazuje się, iż pierwsza kategoria instrumentów służy gromadzeniu kapitału celem finansowania przedsięwzięć ukierunkowanych na ochronę środowiska naturalnego, natomiast druga – zasila kapitałowo projekty mające na celu redukcję emisji gazów cieplarnianych i dostosowanie gospodarki do zmian klimatycznych (Kerste i in., 2011, s. 196; Nordic Council of Ministers, 2011, s. 47). Na tle powyższego uznać można, iż kategoria zielonych obligacji jest znaczeniowo szersza od pojęcia obligacji klimatycznych, bowiem kapitał zgromadzony w ramach emisji tych instrumentów (zielonych obligacji) może zostać alokowany w projekty prośrodowiskowe pozostające bez wpływu na zmiany klimatyczne (Kidney, Boule, 2015, s. 582).

Zgoła odmienny punkt widzenia prezentują instytucje podejmujące aktywność w obszarze rynku zielonych obligacji. W materiałach informacyjnych oraz cyklicznie publikowanych raportach Banku Światowego (jednego z głównych emitentów walorów tej klasy) oraz Climate Bond Initiative (instytucji rekomendującej standardy emisji zielonych obligacji) wyraźnie podkreślana jest tożsamość zielonych obligacji z obligacjami klimatycznymi. Według wskazanych źródeł zielone obligacje stanowią instrument gromadzenia kapitału przeznaczonego na finansowanie projektów służących ochronie środowiska naturalnego i przeciwdziałaniu zmianom klimatycznym (World Bank, 2015, s. 23; [www.climatebonds.net](http://www.climatebonds.net)). W efekcie omawiana kategoria dłużnych papierów wartościowych utożsamiana jest z instrumentami zapewniającymi finansowanie przedsięwzięć łączących dwa uprzednio wspomniane aspekty, stanowiące jednocześnie wyróżnik zielonych obligacji na tle pozostałych kategorii (rodzajów) obligacji.

Dla potrzeb niniejszego opracowania przyjmuje się za wiodącą definicję zielonych obligacji zgodną ze stanowiskiem Banku Światowego. Przesłanką ku temu jest przede wszystkim fakt, iż trudno jest dokonać jednoznacznej identyfikacji projektów inwestycyjnych służących ochronie środowiska i jednocześnie – pozostających bez wpływu na zmiany klimatyczne. Ponadto statystyki ilustrujące sytuację na rynku zielonych obligacji ujmowane są w sposób zagregowany<sup>3</sup>.

## 2. Zasady emisji zielonych obligacji

Stosownie do dotychczasowych ustaleń, zielone obligacje stanowią klasyczny instrument dłużny spełniający standardy obligacji, a ich jedyny wyróżnik stanowi zadeklowany przez emitenta przedmiot alokacji kapitału – środki pozyskane w ramach emisji długu muszą zostać wykorzystane w ramach działalności sprzyjającej ochronie środowiska naturalnego. Wszelkie pozostałe uregulowania prawne i rynkowe związane z procesem emisyjnym są właściwe dla miejsca emisji obligacji. W konsekwencji – brak

---

<sup>3</sup> Obejmujący zarówno aktywność emisyjną ukierunkowaną na ochronę środowiska, jak i ograniczanie negatywnych zmian klimatycznych.

jest jednych, kompleksowych i powszechnie obowiązujących ram regulujących kwestie pozyskiwania kapitału na rynku zielonych obligacji.

Wysoka dynamika wzrostu wielkości analizowanego rynku sprawiła, że kwestia regulacji mechanizmu finansowania projektów o znaczeniu ekologicznym za pośrednictwem emisji obligacji nabrała szczególnego znaczenia. Brak spójnych warunków towarzyszących plasowaniu długu na rynku ograniczał jego transparentowość, zagrażając tym samym dalszemu rozwojowi segmentu zielonych obligacji. Problem ten został dostrzeżony przez największe instytucje finansowe, które w 2014 roku, pod auspicjami Międzynarodowego Stowarzyszenia Rynków Kapitałowych (ICMA – *International Capital Markets Association*), opublikowały dokument *Green Bonds Principles* (GBP). W jego treści ujęto rekomendacje służące standaryzacji emisji zielonych obligacji oraz wprowadzeniu dobrych praktyk celem promowania i wspierania dalszego rozwoju rynku tych instrumentów (Chiang, 2017, s. 9). Zalecenia ujęte w treści GBP odnoszą się w szczególności do czterech aspektów (*Green Bonds Principles*, 2016, s. 2–5):

- a) kierunku wykorzystania funduszy zgromadzonych w drodze emisji zielonych obligacji:
  - pozyskany kapitał musi zostać przeznaczony na rzecz finansowania (bądź re-finansowania) projektów ekologicznych, przy czym istotne jest to, iż środowiskowy charakter przypisywany jest istocie finansowanego przedsięwzięcia, nie działalności emitenta,
  - w ramach rekomendacji GBP postuluje się realizację projektów skoncentrowanych na problemie zmian klimatycznych, kwestii stopniowego wyczerpywania zasobów naturalnych czy zagadnieniu ochrony środowiska; przykładowa, choć niezamknięta, lista przedsięwzięć kwalifikowanych do finansowania za pośrednictwem emisji zielonych obligacji obejmuje m.in. następujące obszary i aktywności: źródła energii odnawianej (w tym produkcję, dystrybucję, urządzenia i produkty/usługi), zapobieganie zanieczyszczeniu środowiska i jego kontrola, recykling, zrównoważone zarządzanie zasobami naturalnymi (w tym rolnictwo, rybołówstwo, leśnictwo), ochronę różnorodności biologicznej, zrównoważoną gospodarkę wodną czy niskoemisyjny transport (wodny i lądowy);
- b) procesu oceny i selekcji finansowanych projektów:
  - w warunkach emisji emitent powinien wyraźnie zdefiniować przedmiot alokacji pozyskanego kapitału (najlepiej w powiązaniu z rekomendowanymi i wyróżnionymi powyżej obszarami) z jednoczesnym wskazaniem na ekologiczne korzyści płynące z podejmowanego przedsięwzięcia;
- c) zarządzania zgromadzonymi funduszami:
  - w ramach GBP zaleca się zgromadzenie i ewidencjonowanie środków finansowych pozyskanych w ramach emisji zielonych obligacji na odrębnym rachunku finansowym, celem zachowania najwyższego stopnia transparentności;

d) obowiązków informacyjnych emitenta zielonych obligacji:

- emitent przyjmuje na siebie obowiązek corocznego sporządzania i publikowania sprawozdań informujących o aktualnym na dany dzień poziomie alokacji kapitału, z jednoczesnym wskazaniem projektów (i ich charakterystyki), które zostały zrealizowane bądź są realizowane na podstawie funduszy zgromadzonych na rynku zielonych obligacji.

Wyraźnego podkreślenia wymaga fakt, iż zarysowane w sposób ogólny warunki finansowania na rynku zielonych obligacji nie mają charakteru obowiązkowego. Decyzją emitenta pozostaje to, czy emisja zostanie przeprowadzona przy uwzględnieniu sformułowanych rekomendacji, czy też z ich pominięciem. Oczywiście jest, że zadeklarowanie przestrzegania ładu rynku zielonych obligacji z pewnością podniesie rangę emitenta długu i zapewni przejrzystość jego oferty, przekładając się w konsekwencji na większe zainteresowanie inwestorów.

### 3. Zielone obligacje rządu polskiego na tle rynku zielonych obligacji

5 grudnia 2016 roku Ministerstwo Finansów w Polsce przeprowadziło emisję pięcioletnich zielonych obligacji, kierując ofertę ich nabycia do inwestorów zagranicznych. Wydarzenie to jest istotne z co najmniej kilku względów, przy czym najważniejszy – a tym samym godny wyraźnego podkreślenia – jest fakt, iż była to pierwsza na świecie emisja zielonych obligacji zrealizowana przez emitenta rządowego. W konsekwencji polski rząd zainicjował powstanie nowego segmentu w strukturze dynamicznie rozwijającego się rynku zielonych obligacji.

Celem pozyskania przez polski rząd kapitału za pośrednictwem emisji zielonych obligacji jest finansowanie lub refinansowanie projektów inwestycyjnych służących ochronie środowiska naturalnego, obejmujących m.in.:

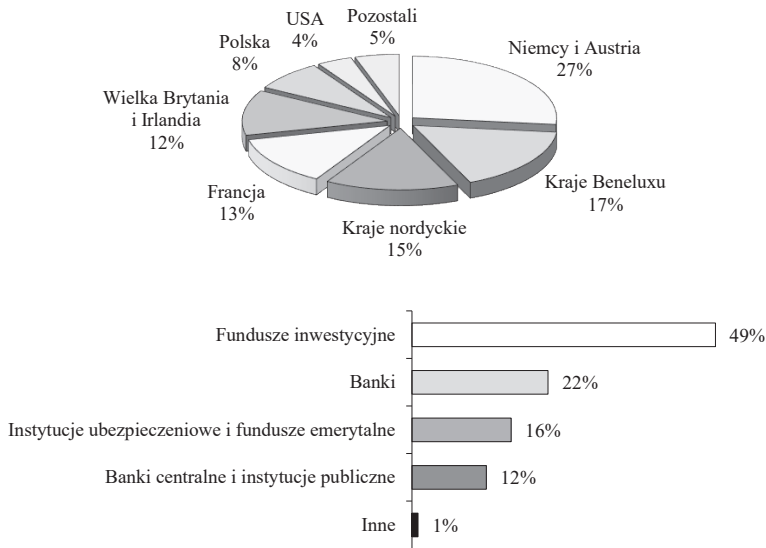
- modernizację infrastruktury kolejowej celem ograniczenia użycia samochodów spalinowych w komunikacji między miastami,
- zalesianie i rozwój rolnictwa ekologicznego celem zmniejszenia skali wykorzystania pestycydów,
- rozwój odnawialnych źródeł energii,
- ulgi podatkowe i dotacje dla firm wytwarzających zieloną energię oraz prosumentów oddających część energii do systemu (Wieczerzak-Krusińska, 2017).

Wedle początkowych założeń emitent planował zgromadzić fundusze w kwocie 500 mln euro. Zgodnie z przyjętym standardem, elementem poprzedzającym emisję na rynkach zagranicznych jest tzw. *roadshow*<sup>4</sup>, w ramach którego przedstawiciele Ministerstwa Finansów odbyli spotkania z ponad 30 potencjalnymi inwestorami

---

<sup>4</sup> Roadshow jest elementem budowania księgi popytu na emitowane walory finansowe. W swej istocie roadshow polega na spotkaniu przedstawicieli emitenta z gronem potencjalnych inwestorów celem przedstawienia oferty emitowanych walorów (w szczególności struktury emisji, sytuacji ekonomicznej emitenta, uwarunkowań mikro- i makroekonomicznych itd.).

z Londynu, Francji, Holandii, Niemiec i Norwegii. Zgłoszony na tej podstawie popyt inwestorów zdecydowanie przewyższył oczekiwania emitenta i w konsekwencji pozwolił ministerstwu na zwiększenie kwoty emisji do poziomu 750 mln euro i jednocześnie zawężenie marży ponad stopę swapową ze wstępnie ogłoszonego poziomu 60 pb do 48 pb ([www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl)). Podmiotową i geograficzną strukturę grona inwestorów przedstawiono na rysunku 1.



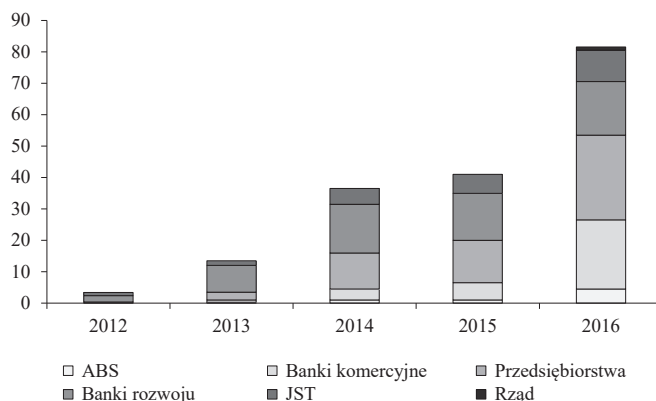
Rysunek 1. Geograficzna i podmiotowa struktura inwestorów zielonych obligacji rządu polskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.forsal.pl](http://www.forsal.pl) (25.06.2017).

Poziom alokacji i strategia podziału puli zgromadzonych funduszy nie zostały dotychczas podane do wiadomości publicznej. Niemniej jednak w warunkach emisji emitent zadeklarował zachowanie standardów (rekomendacji) ujętych w *Green Bond Principles*, tym samym zobowiązując się do przestrzegania obowiązków informacyjnych. Spodziewać się zatem można, iż w IV kwartale 2017 roku opublikowany zostanie wykaz projektów wraz z ich charakterystyką oraz poziomem zaangażowania kapitałowego.

Przeprowadzona przez Ministerstwo Finansów emisja zielonych obligacji stanowi zaledwie niewielki fragment całego rynku tych instrumentów (rys. 2). Podjęta przez polski rząd aktywność emisyjna w tym obszarze rynku kapitałowego zasługuje jednak na szczególną uwagę. Nie ze względu na wartość uplasowanych walorów, ale wspomniany uprzednio fakt, iż była to pierwsza w historii tego rynku emisja zielonych obligacji rządowych. Dotychczasowe grono emitentów, reprezentowane przez przedsiębiorstwa, banki i inne instytucje sektora finansowego oraz jednostki samorządu terytorialnego,

poszerzone zostało o nową kategorię podmiotów dokonujących zasileń finansowych za pośrednictwem zielonych obligacji.



Rysunek 2. Wartość rynku zielonych obligacji w latach 2012–2016 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.climatebonds.pl](http://www.climatebonds.pl) (25.06.2017).

Pionierska emisja zielonych obligacji rządowych znalazła uznanie kapituły przyznającej nagrodę *Climate Bond Award*, wręczaną podmiotom, które poprzez swoje działania wykazały potencjał rynku zielonych obligacji, przyczyniły się do jego rozwoju oraz pobudziły aktywność emitentów i inwestorów. W uzasadnieniu werdyktu instytucja *Climate Bond Initiative* określiła działania rządu polskiego jako „kamień milowy dla tego rynku” ([www.pap.gov.pl](http://www.pap.gov.pl)).

## Podsumowanie – szanse i zagrożenia emisji zielonych obligacji przez polski rząd

Rynek zielonych obligacji jest młodą strukturą rynkową, charakteryzującą się dużą dynamiką wzrostu jego wartości i stopniowym wzrostem znaczenia w strukturze rynków kapitałowych. Rok 2016 był szczególny dla tego rynku, bowiem nastąpił 92-procentowy przyrost jego wartości względem roku poprzedzającego, a wartość zrealizowanych emisji osiągnęła rekordową wielkość niemal 12 mld USD. Emitenci obecni w strukturach rynku reprezentowali 24 państwa, pojawiło się ponad 90 nowych emitentów, a nieco więcej niż 50 przeprowadziło ponowną emisję (*Green Bonds Highlights...*, 2016, s. 1). Statystyki te dowodzą potrzeby istnienia wyodrębnionego segmentu finansowania dedykowanego działalności o znaczeniu ekologicznym, a jednocześnie dają podstawę, by przypuszczać, iż kierunek, w jakim podąża rynek, zostanie zachowany. Uwzględniając przy tym deklarowaną przez Ministerstwo Finansów chęć ponownej emisji zielonych obligacji, warto rozważyć szanse i zagrożenia z tym związane.

Emisja zielonych obligacji z pewnością stanowi instrument dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, sprzyjając tym samym zróżnicowaniu bazy inwestorów. Szczególnym walorem aktywności podejmowanej na rynku zielonych obligacji jest powiązanie aspektów finansowych z (cieszącą się dużym uznaniem i zainteresowaniem ze strony potencjalnych inwestorów) koncepcją zrównoważonego rozwoju. Powiązanie obu elementów kreuje pozytywny wizerunek emitenta w gronie uczestników rynku, prowadząc do odnotowania korzyści z reputacji, przejawiającej się zwiększoną skalą popytu na oferowane instrumenty. Zachodzi wówczas przesłanka do uplasowania emisji o zwiększonej wartości, prowadząc w konsekwencji nie tylko do szerszej skali finansowania, ale – co równie istotne – zmniejszenia kosztów pozyskania kapitału (efekt skali).

Nie sposób pominąć faktu, iż rynek zielonych obligacji nie tylko wspiera realizację strategii zrównoważonego rozwoju, ale stanowić może jedyne źródło finansowania jej implementacji. W zależności od przedmiotu alokacji kapitału zarówno instytucje sektora bankowego, jak i inwestorzy giełdowi wykazywać mogą ograniczone zainteresowanie finansowaniem projektów prośrodowiskowych (choćby z uwagi na ryzyko ich powodzenia bądź skalę osiągniętej rentowności).

Wskazując na zagrożenia procesu finansowania na rynku zielonych obligacji, przede wszystkim należy zwrócić uwagę na stosunkowo krótką historię rynku tych instrumentów. O ile głębokość rynku trudno jest zakwestionować, o tyle dylematem pozostaje kwestia oceny płynności emitowanych instrumentów i ewentualne reperkusje jej braku (np. sukces przyszłej emisji). Relatywnie niedługi czas funkcjonowania rynku zielonych obligacji wiąże się także z kwestią braku odpowiednich regulacji, stanowiących instrument ochrony uczestników rynku, jak również podstawę jego stabilnego rozwoju. Wprawdzie funkcjonują liczne rekomendacje i dobre praktyki, nie mają one jednak mocy prawnej. Jawi się wobec tego problem właściwej oceny jakości zielonych obligacji, mierzonej skalą efektywności projektów prośrodowiskowych finansowanych poprzez emisję tych walorów.

## Bibliografia

- Chiang, J. (2017). *Growing the U.S. Green Bond Market: Volume 1: The Barriers and Challenges*. Sacramento: Treasurer State of California.
- Cooperman, E.S. (2017). *Managing Financial Institutions: Markets and Sustainable Finance*. New York: Routledge.
- Dziawgo, L. (2010). *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*. Warszawa: PWE.
- Green Bonds Highlights 2016*. Climate Bonds Initiative. Pobrane z: [www.climatebonds.net](http://www.climatebonds.net) (25.06.2017).
- Green Bonds Principles 2016*. International Capital Markets Association. Pobrane z: [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org) (20.06.2017).



<http://eur-lex.europa.eu> (15.06.2017).

Kerste, M., Rosenboom, N., Sikken, B.J., Weda, J. (2011). *Financing Sustainability: Insights for Investors, Corporate Executives, and Policymakers*. Amsterdam: VU University Press.

Kidney, S., Boulle, B. (2015). The Opportunity for Bonds to Address the Climate Finance Challenge. W: K. Wendt (red.), *Responsible Investment Banking: Risk Management Frameworks, Sustainable Financial Innovations and Sofilaw Standards* (s. 575–599). Switzerland: Springer.

Lütken, S.E. (2015). *Financial Engineering of Climate Investment in Developing Countries*. London: Anthem Press.

Nordic Council of Ministers (2011). *Nordic Perspectives on Carbon Market Mechanisms*. Copenhagen: Nordic Council of Ministers.

OECD (2015). The role of institutional investors in financing sustainable energy infrastructure. W: *Mapping Channels to Mobilise Institutional Investment in Sustainable Energy*. Paris: OECD Publishing.

Theulier, J., Podesta, A., Altichieri, P. (2007). *EPOS II: The Climate Awareness Bond – Nature will show its gratitude*. European Investment Bank.

Wang, X., Stern, R., Limaye, D., Mostern, W., Zhang, Y. (2013). *Unlocking Commercial Financing for Clean Energy in East Asia*. Washington, DC: World Bank.

Wieczerek-Krusińska, A. (2016). *Kolejna emisja zielonych obligacji rządu polskiego w 2017 r.* Pobrane z: [ww.rp.pl](http://ww.rp.pl) (22.06.2017).

Więckowska, M. (2013). Stan i perspektywy rozwoju rynku obligacji klimatycznych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 766. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 62*, 455–465.

World Bank (2015). *What are green bonds?* Washington, DC: World Bank.

[www.climatebonds.net](http://www.climatebonds.net) (25.06.2017).

[www.forsal.pl](http://www.forsal.pl) (25.06.2017).

[www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl) (22.06.2017).

[www.pap.gov.pl](http://www.pap.gov.pl) (22.06.2017).

## GREEN GOVERNMENT BONDS

**Keywords:** capital market, bonds, green bonds, climate bonds, public finance, ecology

**Summary.** The article shows the experience of the Polish government in issuing green bonds. The first part of the paper presents the essence of green bonds and gives an illustration of a Polish green government bonds issuance structure. The second part of the paper brings an attempt of evaluation of the Polish green government bonds issuance program with an identification of the opportunities and threats of financing on the green bond market.

## Cytowanie

Pawłowski, M. (2017). Zielone obligacje rządowe. *Ekonomiczne Problemy Usług, 4* (129), 219–227. DOI: 10.18276/epu.2017.129-18.