

Finanse

Zrównoważony rozwój europejskich rynków finansowych – zarys problematyki

Małgorzata Janicka

Artur Sajnóg



**Zrównoważony
rozwój europejskich
rynków finansowych
– zarys problematyki**



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Zrównoważony rozwój europejskich rynków finansowych – zarys problematyki

Małgorzata Janicka

Artur Sajnóg

Małgorzata Janicka (ORCID: 0000-0003-2199-0093)
Artur Sajnóg (ORCID: 0000-0001-9475-8848)
– Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych, 90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENCI

Wawrzyniec Michalczyk, Adam A. Ambroziak

REDAKTOR INICJUJĄCY

Katarzyna Włodarczyk

REDAKCJA

Julia Gierczak

SKŁAD I ŁAMANIE

PAJ-Press

KOREKTA TECHNICZNA

Anna Mateusiak

PROJEKT OKŁADKI

efectoro.pl

agencja komunikacji marketingowej

Grafika wykorzystana na okładce: Flaticon.com

© Copyright by Małgorzata Janicka, Artur Sajnóg, Łódź 2025
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2025
<https://doi.org/10.18778/8331-827-1>

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.11806.25.0.M

Ark. wyd. 10; ark. druk. 10

ISBN 978-83-8331-826-4
e-ISBN 978-83-8331-827-1

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-237 Łódź, ul. Matejki 34A
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1.	
Zrównoważona transformacja rynków finansowych krajów Unii Europejskiej	11
1.1. Wprowadzenie do koncepcji zrównoważonych finansów	11
1.2. Geneza zrównoważonej przebudowy gospodarczej krajów Unii Europejskiej	17
1.3. Zrównoważone finanse w planach i strategiach Unii Europejskiej	25
1.4. Finansowanie zrównoważonego rozwoju w Unii Europejskiej	32
Rozdział 2.	
Ramy regulacyjne zrównoważonej przebudowy rynków finansowych	39
2.1. Globalny wymiar regulacji w obszarze zrównoważonych finansów	39
2.2. Regulacje dotyczące zrównoważonego działania systemu finansowego Unii Europejskiej	47
2.3. Raportowanie zrównoważonego działania przedsiębiorstw w wybranych krajach gospodarki światowej	64
2.4. Geneza powstania ocen i mierników zrównoważonego rozwoju	71
Rozdział 3.	
Ratingi i indeksy ESG na europejskich rynkach kapitałowych	77
3.1. Charakterystyka mierników ESG – definicje i proces przetwarzania informacji	77
3.2. Przegląd rynku dostawców informacji ESG	82
3.3. Ratingi i wyniki ESG krajów członkowskich Unii Europejskiej	85
3.4. Kluczowe indeksy ESG rynków giełdowych wybranych krajów członkowskich Unii Europejskiej	90
Rozdział 4.	
Rola rynków kapitałowych w zrównoważonej transformacji gospodarczej krajów Unii Europejskiej	101
4.1. Unia rynków kapitałowych – geneza, cele, zaawansowanie budowy	101
4.2. Ewolucja działalności giełd papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej	114

6 Spis treści

4.3. Znaczenie rynków giełdowych w krajach Unii Europejskiej dla realizacji wyzwań zrównoważonego rozwoju	123
4.4. Zrównoważony rynek finansowy – propozycja reformy	132
Zakończenie	139
Literatura	141
Spis tabel	157
Spis rysunków	159

Wstęp

Na rynkach finansowych ma miejsce transmisja kapitału inwestycyjnego, niezbędnego do rozwoju podmiotów gospodarczych i gospodarek krajowych. Rynki finansowe, mimo wykonywania tej ważnej funkcji, często nie są jednak postrzegane pozytywnie. Oceniane przez pryzmat negatywnych opinii dotyczących bezwzględności ich uczestników w walce o osiągnięcie jak najwyższych zysków, spekulacji, krótkoterminowości czy nieuwzględniania żadnych innych kryteriów poza finansowymi w procesie podejmowania decyzji, budzą mocno ambiwalentne odczucia. Źródła globalnego kryzysu finansowego 2008+, jego zasięg i głębokość, każą pochylić się nad tymi opiniami i uzasadnieniami przekazywanymi przez ich autorów. Dobrej atmosfery wokół rynków finansowych nie budują także pojawiające się w przestrzeni publicznej informacje, które odsłaniają mroczne kulisy toczących się na nich rozgrywek.

W ostatnich dekadach, obok klasycznie postrzeganych finansów, pojawiła się druga koncepcja – finansów zrównoważonych. Wpisuje się ona w proces przebudowy globalnej gospodarki zgodny z wyzwaniem zrównoważonego rozwoju. Przebudowa ta wymaga nie tylko ogromnych nakładów finansowych, które w znaczącym stopniu będą musiały pochodzić ze źródeł prywatnych, ale także zmiany paradygmatu działania rynków finansowych skoncentrowanych na maksymalizacji zysku. Zmiana ta ma dotyczyć przede wszystkim uczestników rynku – kapitałodawców i kapitałobiorców. Zgodnie z koncepcją finansów zrównoważonych kapitałodawcy powinni zacząć uwzględniać w decyzjach nie tylko oczekiwaną stopę zwrotu z planowanej inwestycji, ale także sposób działania podmiotu, któremu użyczają środków finansowych. Działalność podmiotów oceniana jest w trzech obszarach: środowiskowym (*environmental*), społecznym (*social*) i zarządczym (*governance*), czyli ESG¹. Oczekuje się również, że kapitałodawcy ograniczą swoją koncentrację na krótkoterminowych zyskach, aby podmioty, w które inwestują, mogły podjąć długoterminowe, zrównoważone działania inwestycyjne. Jednocześnie kapitałobiorcy powinni na bieżąco udzielać wyczerpujących, dostępnych i przejrzystych informacji na temat swojego zrównoważonego działania

1 Akronim ESG jest powszechnie stosowany w zagranicznej i polskiej literaturze przedmiotu, nie tłumaczy się go na język polski.

w obszarach ESG, z uwzględnieniem oddziaływania na interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych. Zmiana paradygmatu funkcjonowania rynków finansowych to działanie długoterminowe, które wymaga nie tylko czasu, dostępu do edukacji czy informacji, ale także przygotowania ram prawnych, które tę zmianę wspierałyby regulacyjnie.

Niniejsza publikacja poświęcona została problematyce genezy i rozwoju finansów zrównoważonych w Unii Europejskiej (UE), która jest obecnie najbardziej zaawansowana we wprowadzaniu zasad rozwoju zrównoważonego w gospodarce światowej. Finanse zrównoważone stanowią jego naturalne dopełnienie. Naszym zamiarem jest przybliżenie procesu przebudowy europejskich rynków finansowych zgodnie z wymogami zrównoważonej transformacji.

W rozdziale pierwszym przybliżona została koncepcja zrównoważonych finansów jako takich. Koncepcja ta nie jest homogeniczna – badacze definiują zrównoważone finanse zarówno w wymiarze makro-, jak i mikroekonomicznym. Dokonana została też charakterystyka uwarunkowań zrównoważonej przebudowy gospodarczej krajów UE wraz z planami i strategiami, które tej przebudowie towarzyszą. Rozdział kończy przybliżenie kwestii finansowania zrównoważonej transformacji krajów UE. Potrzeby w tym obszarze są ogromne i rosną z każdym rokiem. Mobilizacja środków finansowych musi odbywać się przez dostępne kanały publiczne i prywatne, w ramach odpowiednich regulacji prawnych. Obecnie trwają intensywne prace w tym zakresie.

Rozdział drugi obejmuje charakterystykę środowiska regulacyjnego w UE, dokonaną na tle rozwiązań obecnych w gospodarce światowej. Analiza regulacji prawnych, przyjętych w odniesieniu do kwestii finansów zrównoważonych przez Unię Europejską, nie pozostawia wątpliwości, że jest ona obecnie najbardziej zaawansowana w odniesieniu do zakresu regulacji, ich obligatoryjności i szczegółowości w skali globalnej. W tej części książki przedstawione zostały również koncepcje globalnych regulacji i obowiązujące zasady raportowania zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw w wybranych krajach gospodarki światowej. Wysoka jakość tego raportowania jest warunkiem *sine qua non* realizacji zasad zrównoważonych finansów zarówno przez kapitałodawców, jak i kapitałobiorców działających na rynkach finansowych. Stanowi także punkt wyjścia do przygotowania przez dostawców danych wykorzystywanych przez nich mierników i ratingów.

Bardziej szczegółowe informacje dotyczące procesu przygotowywania mierników i ratingów przez dostawców danych ESG, wraz z przeglądem podmiotów wchodzących w skład tej grupy, znajdują się w rozdziale trzecim. Została tu również dokonana charakterystyka obecnie funkcjonujących mierników i ratingów ESG, także w odniesieniu do krajów członkowskich UE. Rozdział kończy przegląd indeksów ESG obecnych na rynkach giełdowych wybranych krajów UE.

W rozdziale czwartym scharakteryzowano koncepcję, którą UE próbuje od lat wdrożyć na europejskim rynku finansowym. Dotyczy ona pogłębienia integracji europejskich rynków kapitałowych i wzrostu ich znaczenia w finansowaniu rozwoju europejskiej gospodarki. Obecnie idea ta jest urzeczywistniania poprzez

budowę unii rynków kapitałowych, która być może wkrótce zostanie zastąpiona przez szerszy projekt, jakim jest unia inwestycji i oszczędności. Koncepcja ta powstała na początku 2025 roku, jej szczegóły nie są jeszcze znane. Centralnym podmiotem rynków kapitałowych, wokół którego koncentruje się współcześnie gros aktywności, są giełdy papierów wartościowych. W rozdziale przedstawiona została ewolucja rynków giełdowych UE oraz ich rola w procesie zrównoważonej przebudowy. Rozdział kończy przedstawienie uwarunkowań zrównoważonej transformacji europejskich rynków finansowych.

Podstawowymi metodami badawczymi wykorzystanymi w dysertacji są: metoda analizy i krytyki piśmiennictwa, dogmatyczno-prawna, komparatystyczna, empiryczna, analizy i konstrukcji logicznej oraz syntezy. W monografii przywołano najnowsze wyniki badań dotyczące zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych finansów oraz poddano je krytycznej analizie. Przedstawiono ramy prawne przebudowy rynków finansowych, regulacje unijne oraz inicjatywy związane ze zrównoważonym rozwojem i zrównoważonymi finansami, a także dokonano przeglądu obowiązujących standardów dotyczących raportowania niefinansowego przedsiębiorstw. Omówiono międzynarodowe koncepcje regulacyjne oraz wybrane standardy dotyczące raportowania zrównoważonego rozwoju, obowiązujące w różnych państwach świata. Teoretyczne rozważania zostały wsparte empiryczną analizą giełd papierów wartościowych w UE wraz z mechanizmami ujawniania informacji z zakresu ESG, podmiotów zajmujących się opracowywaniem informacji ESG oraz oferowanych przez nie produktów i usług. Ponadto przeprowadzono analizę procesu tworzenia wskaźników i ocen ESG, w tym mierników, rankingów i ratingów ESG z uwzględnieniem państw członkowskich UE, a także indeksów ESG funkcjonujących na giełdach papierów wartościowych wybranych państw UE. W celu zidentyfikowania wiodących problemów związanych ze zrównoważonym rozwojem europejskich rynków finansowych przeprowadzono analizę ewolucji rynków giełdowych w państwach UE z podziałem na UE-14 i UE-13 i ich znaczenia dla realizacji koncepcji zrównoważonego rozwoju. Dokonano również syntetycznego omówienia głównych wyzwań i determinant związanych ze zrównoważoną transformacją gospodarczą krajów UE.

Europejskie rynki finansowe nieustannie podlegają w procesie zrównoważonej przebudowy bardzo dynamicznym zmianom. Podobnie dynamiczny jest proces tworzenia regulacji prawnych i rekomendacji w tym obszarze. W niniejszej publikacji zostały zawarte rozwiązania, a także proponowane koncepcje ich modyfikacji, obowiązujące w maju 2025 roku.

Rozdział 1.

Zrównoważona transformacja rynków finansowych krajów Unii Europejskiej

1.1. Wprowadzenie do koncepcji zrównoważonych finansów

W 1972 roku Klub Rzymski opublikował raport *Granice wzrostu*. Wskazano w nim, że na skutek postępującego na Ziemi procesu wyczerpywania się zasobów naturalnych i wzrostu liczby ludności dalszy wzrost gospodarek krajowych stanie się niemożliwy. Wynikające stąd obawy oraz postępujące zanieczyszczenie środowiska naturalnego można uznać za główne czynniki powstania koncepcji zrównoważonego rozwoju. Idea ta pojawiła się w gospodarce światowej na przełomie lat 80. i 90. XX wieku i stała odpowiedzią na negatywne skutki ekstensywnego rozwoju gospodarczego uważanego za jedną z kluczowych przyczyn degradacji środowiska naturalnego. Fundamentalne dla życia na Ziemi zasoby naturalne (ropa naftowa, węgiel) są wyczerpywalne i mają ograniczoną zdolność regeneracji (woda, powietrze). W konsekwencji postępującego zubożenia i degradacji środowiska naturalnego mogą nastąpić zaburzenia równowagi ekosystemu i utrata jego zdolności do autoregeneracji.

Pojawienie się realnego zagrożenia dla trwania naszej planety stało się punktem wyjścia do rozpoczęcia dyskusji na temat działań zapobiegawczych, które pozwoliłyby zniwelować negatywne skutki przyjętego w skali globalnej modelu rozwoju gospodarczego. Na forum międzynarodowym dyskusja ta została formalnie rozpoczęta w 1972 roku. W trakcie odbywającej się wówczas w Sztokholmie I Konferencji Narodów Zjednoczonych na temat środowiska i rozwoju (tzw. konferencji sztokholmskiej) po raz pierwszy wybrzmiało pojęcie „rozwój zrównoważony”. W dokumencie końcowym konferencji (tzw. Deklaracji sztokholmskiej) nie

posłużono się nim jednak wprost. W treści dokumentu wskazano na konieczność zabezpieczenia zasobów nieodnawialnych przed wyczerpaniem i zaakcentowano inne kwestie środowiskowe. Pojęcie *sustainable development* znalazło się dopiero w deklaracji będącej pokłosiem kolejnej konferencji Organizacji Narodów Zjednoczonych (ONZ), która odbyła się w 1992 roku w Rio de Janeiro (United Nations, 1992).

W okresie pomiędzy konferencjami, czyli w latach 80. XX wieku, także pod auspicjami ONZ, obradowała Światowa Komisja ds. Środowiska i Rozwoju, powszechnie znana jako Komisja Brundtland (od nazwiska jej przewodniczącej, norweskiej polityczki Gro Harlem Brundtland). W 1987 roku komisja opublikowała raport *Nasza wspólna przyszłość* (zwany Raportem Brundtland), w którym po raz pierwszy zdefiniowano rozwój zrównoważony jako „rozwój, który umożliwi zaspokojenie bieżących potrzeb przez społeczeństwa bez ograniczenia tej możliwości dla przyszłych pokoleń”¹ (World Commission, 1987). Początkowo rozwój zrównoważony wiązano przede wszystkim z kwestiami środowiskowymi, ponieważ w degradacji środowiska upatrywano głównego zagrożenia dla funkcjonowania i rozwoju gospodarki globalnej. Wraz z upływem czasu dostrzeżono także inne aspekty tego pojęcia i poszerzono je o kwestie społeczne i zarządcze. Rozwój zrównoważony został tym samym uznany za komplementarny proces obejmujący nie tylko czynniki stricte środowiskowe, ale wszelkie czynniki oddziałujące na jakość życia współczesnych społeczeństw.

Kolejnym ważnym wydarzeniem dla kwestii zrównoważonego rozwoju stało się przyjęcie we wrześniu 2000 roku, podczas Szczytu Milenijnego, tzw. Deklaracji Milenijnej ONZ. Zostały w niej sformułowane Milenijne Cele Rozwoju (Millennium Development Goals – MDGs), które miały zostać zrealizowane do 2015 roku. Wśród nich znalazły się (United Nations, 2000):

- eliminacja skrajnego ubóstwa i głodu,
- zapewnienie powszechnego nauczania na poziomie podstawowym,
- promocja równości płci i awansu społecznego kobiet,
- ograniczenie umieralności dzieci,
- poprawa opieki zdrowotnej nad matkami,
- ograniczenie rozprzestrzeniania się HIV/AIDS, malarii i innych chorób,
- stosowanie zrównoważonych metod gospodarowania zasobami naturalnymi,
- stworzenie partnerskiego, globalnego porozumienia na rzecz rozwoju.

Tylko dwa spośród celów ONZ odnosiły się do rozwoju zrównoważonego postrzeganego przez pryzmat ochrony środowiska naturalnego:

- cel 7 – nawiązujący do problemu zagrożonej dostępności zasobów naturalnych, w którym pojawił się postulat uwzględniania przez kraje zasad zrównoważonego rozwoju w strategiach i programach, a także stosowania metod „hamujących zubożenie zasobów środowiska naturalnego” (United Nations, 2000),

1 Wszelkie tłumaczenia cytowanych treści pochodzą od autorów z wyjątkiem miejsc, gdzie podano inaczej.

- cel 8 – odnoszący się przede wszystkim do konieczności istnienia sprawnego, przejrzystego i działającego efektywnie w skali globalnej systemu handlowo-finansowego, a także poprawy sytuacji gospodarczej krajów najsłabiej rozwiniętych i redukcji ubóstwa.

Wymienione cele nie dotyczyły systemu finansowego jako takiego, z wyjątkiem wymogu jego sprawnego funkcjonowania w skali globalnej. Wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2000 roku, zapoczątkowanego przez pęknięcie tzw. „bańki internetowej” na giełdach papierów wartościowych, nie przyczynił się do powiązania zrównoważonego rozwoju gospodarki globalnej ze stabilnym działaniem i rozwojem sektora finansowego. Brak dostrzeżenia tego związku i wpływu działania sektora finansowego na stabilność gospodarki wskazuje, że w 2000 roku nie postrzegano sektorów finansowego i produkcyjno-usługowego jako struktur współzależnych. Co więcej, nie uwzględniono faktu, że kryzys w systemie finansowym zawsze oznacza zaburzenia działania sektora realnego, co zagraża stabilnemu rozwojowi gospodarczemu.

Piętnaście lat później, we wrześniu 2015 roku, ONZ przedłożyła społeczności międzynarodowej dokument *Agenda 2030 na rzecz zrównoważonego rozwoju (2030 Agenda for Sustainable Development*, por. United Nations, 2015), który można uznać za kontynuację wcześniej podjętych inicjatyw. Dokument ten objął szerszy zakres tematyczny niż ten z 2000 roku, co znalazło odzwierciedlenie w 17 Celach Zrównoważonego Rozwoju (Sustainable Development Goals – SDGs). Realizacja tych celów ma służyć przekształceniu gospodarek i społeczeństw zgodnie z wytycznymi zrównoważonego rozwoju. Wskazanymi celami były (United Nations, 2015):

- eliminacja ubóstwa na świecie,
- eliminacja głodu, osiągnięcie bezpieczeństwa żywnościowego, promowanie zrównoważonego rolnictwa,
- dostępność opieki zdrowotnej i osiągnięcie społecznego dobrobytu,
- dostępność edukacji i promocja kształcenia przez całe życie,
- równość płci i ochrona kobiet,
- dostęp do czystej wody i udogodnień sanitarnych,
- dostęp do „czystej” energii elektrycznej,
- stabilny wzrost gospodarczy, zatrudnienie i godna praca,
- promocja stabilnej i zrównoważonej infrastruktury, uprzemysłowienia i innowacyjności,
- spadek nierówności w krajach i pomiędzy nimi,
- budowa zrównoważonych miast, promocja społecznego włączenia,
- promocja odpowiedzialnej produkcji i konsumpcji,
- przeciwdziałanie zmianom klimatu i ich skutkom,
- ochrona mórz i oceanów, zrównoważone wykorzystanie ich zasobów,
- zrównoważone gospodarowanie zasobami lądowymi, ochrona bioróżnorodności,
- promocja sprawiedliwości i budowa silnych instytucji,
- promocja globalnych działań na rzecz zrównoważonego rozwoju.

Mimo istotnego poszerzenia zakresu tematycznego SDGs w stosunku do Celów Milenijnych do problematyki *stricto* gospodarczej, w tym systemu finansowego, odnosi się tylko jeden z nich – cel 8, zaś wśród 12 zdefiniowanych zadań obejmujących jego realizację, tylko jedno dotyczy wprost rynków finansowych. Jest to zadanie 8.10, zgodnie z którym należy „zwiększyć zdolność krajowych instytucji finansowych, by ułatwić i rozszerzyć dostęp do bankowości, ubezpieczeń i usług finansowych dla wszystkich”². Treść tego zadania wskazuje jednak nie na konieczność zrównoważonej przebudowy systemu finansowego, lecz na wymóg wzrostu dostępności usług finansowych dla obywateli. Jest zastanawiające, że po raz kolejny sektor finansowy nie został potraktowany jako odrębna struktura, zdolna do generowania istotnych zagrożeń systemowych, bezpośrednio oddziałujących na możliwość realizacji celów zrównoważonego rozwoju. Nie wszyscy poparli bowiem stanowisko, które znalazło się w *Agendzie 2030*. Jak wskazali eksperci powołani przez UE w ramach Grupy ekspertów wysokiego szczebla ds. zrównoważonych finansów (High-Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG): „biorąc pod uwagę złożoność systemu finansowego oraz jego polityki i ram regulacyjnych, nie ma jednej dźwigni, która pozwoliłaby osiągnąć te ambicje i „przetawić” system finansowy na zrównoważony rozwój” (European Commission, 2018b, s. 5).

Dla problematyki finansów zrównoważonych istotne są także ustalenia zawarte w tzw. porozumieniu paryskim. Porozumienie paryskie to pierwszy prawnie wiążący dokument dotyczący kwestii klimatycznych o charakterze globalnym. Został przygotowany podczas konferencji klimatycznej w Paryżu w grudniu 2015 roku i dotyczył konieczności ograniczenia globalnego ocieplenia w celu uniknięcia niebezpiecznej zmiany klimatu. Warunkiem jego wejścia w życie była ratyfikacja dokonana przez co najmniej 55 krajów, odpowiadających za co najmniej 55% światowej emisji gazów cieplarnianych. UE formalnie go ratyfikowała w październiku 2016 roku, a w listopadzie 2016 roku porozumienie paryskie weszło w życie.

Wyzwania zrównoważonego rozwoju wymagają zreformowania systemu finansowego w taki sposób, aby środki inwestycyjne przekazywane były na realizację projektów wpisujących się w koncepcję zrównoważonej gospodarki – „zrównoważony rozwój jest tematem naszych czasów – a system finansowy ma do odegrania kluczową rolę w realizacji tych ambicji [dotyczących zrównoważonego rozwoju]” (European Commission, 2018b, s. 3). Połączenie idei zrównoważonego rozwoju i działalności sektora finansowego doprowadziło do powstania pojęcia „finanse zrównoważone”. Odnoszone jest ono zwykle do transmisji środków finansowych do przedsięwzięć o charakterze niskoemisyjnym. Interpretacja ta jest jednak znacznym uproszczeniem nawiązującym przede wszystkim do tzw. „zielonych finansów”, definiowanych jako „finansowanie inwestycji, które zapewniają [działania] środowiskowe w szerszym kontekście zrównoważonego rozwoju środowiskowego” (G20 Green Finance Study Group, 2016, s. 3). Zielone finanse

2 Cel 8: Promować stabilny, zrównoważony i inkluzywny wzrost gospodarczy, pełne i produktywnie zatrudnienie oraz godną pracę dla wszystkich ludzi.

obejmują tym samym instrumenty finansowe i działania przyczyniające się do pozytywnej zmiany dla środowiska i społeczeństwa. Podstawowym kryterium „zazieleniania” przedsięwzięcia lub projektu jest jego wpływ na zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych (Wardle i in., 2019, s. 2). Zielone finanse stanowią zatem część finansów zrównoważonych, ale nie są to pojęcia tożsame. Precyzyjne zdefiniowanie finansów zrównoważonych nie jest proste. Powstało w tym obszarze wiele definicji, poniżej zostało zaprezentowanych kilka z nich.

Pierwsza grupa obejmuje definicje szerokiego ujęcia, w których punkt ciężkości przesuwa się w stronę makroekonomiczną. W to ujęcie wpisuje się definicja przygotowana przez ekspertów HLEG, która obejmuje dwa elementy (European Commission, 2018b, s. 6):

- poprawę wkładu finansów w zrównoważony wzrost sprzyjający włączeniu społecznemu oraz łagodzeniu zmian klimatycznych,
- wzmocnienie stabilności finansowej poprzez uwzględnienie czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Ich zdaniem „zrównoważone finanse to zobowiązanie do działania w dłuższej perspektywie oraz wykazywanie cierpliwości i zaufania do kształtowania się wartości inwestycji, która potrzebuje czasu do materializacji” (European Commission, 2018b, s. 9). Szczególnie podkreśla się konieczność długoterminowego zaangażowania kapitału inwestycyjnego, który postrzegany jest jako kluczowy czynnik stabilnych inwestycji o charakterze prośrodowiskowym. UE, korzystając z raportów przygotowanych przez HLEG, ostatecznie zdefiniowała finanse zrównoważone jako „proces uwzględniania kwestii środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (ESG) podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych w sektorze finansowym, który prowadzi do bardziej długoterminowych inwestycji w zrównoważone działania i projekty gospodarcze” (European Commission, 2016).

Zrównoważone finanse postrzegane są również jako przepływy kapitału, działania związane z zarządzaniem ryzykiem i procesy finansowe asymilujące czynniki społeczno-środowiskowe, które promują zrównoważony wzrost gospodarczy i długoterminową stabilność systemu finansowego (Government of Canada, 2019, s. 2). Należy podkreślić uwzględnienie w tej definicji znaczenia stabilności systemu finansowego, która została pominięta w definicji UE koncentrującej się na długoterminowych inwestycjach inkorporujących czynniki ESG. W szerokie ujęcie wpisuje się także definicja, zgodnie z którą zrównoważone finanse to finansowanie oraz powiązania instytucjonalne i rynkowe, które przyczyniają się do osiągnięcia silnego, trwałego, zrównoważonego i sprzyjającego włączeniu społecznemu wzrostu poprzez bezpośrednie i pośrednie wspieranie ram celów zrównoważonego rozwoju (G20 Sustainable Finance Study Group, 2018).

Część definicji wiąże finanse zrównoważone z działaniami przedsiębiorstw i inwestorów, czyli dotyczy głównie obszaru mikroekonomicznego. Takie podejście prezentuje definicja przygotowana przez Bank Światowy, w której zrównoważone finanse są rozumiane jako „zobowiązanie właścicieli i menedżerów do uczynienia

kwestii zrównoważonego rozwoju podstawowym elementem strategii biznesowej, poprzez włączanie strategii zrównoważonego rozwoju do procesu alokacji zasobów w celu wsparcia tworzenia nowych zrównoważonych linii biznesowych, wspierania rozwoju istniejących i odchodzenia od działań niezgodnych ze zrównoważonym rozwojem” (World Bank Group, 2017, s. 11).

Definicję koncentrującą się przede wszystkim na działaniu inwestorów sformułowali Boffo i Patalano (2020, s. 11). Ich zdaniem zrównoważone finanse to proces uwzględniania kwestii środowiskowych, społecznych i zarządczych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, który prowadzi do zwiększenia długoterminowych inwestycji w zrównoważone działania i projekty gospodarcze. Jest to podejście zbieżne ze stanowiskiem HLEG, w którym wyraźnie wybrzmiewa aspekt długoterminowej perspektywy funkcjonowania przedsiębiorstwa i wynikających stąd uwarunkowań podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Najszerzą definicję finansów zrównoważonych przygotowała Ziolo (2020, s. 8), określając je jako rodzaj finansów, którego celem jest przeciwdziałanie negatywnym skutkom efektów zewnętrznych, ograniczenie ich i łagodzenie. Ziolo (2020, s. 32–34) wskazuje również na niejednorodność tej kategorii oraz zestawia jej rodzaje, przyrządkowując je do trzech filarów zrównoważonego rozwoju, jakie stanowią:

- zielone finanse, finanse węglowe, finanse środowiskowe, finanse energetyczne (*green finance, carbon finance, environmental finance, energy finance*) – aspekt środowiskowy,
- mikrofinanse, finanse społeczne (*microfinance, social finance*) – aspekty ekonomiczny i społeczny,
- finanse rozwoju, finanse odpowiedzialne, finanse mieszane (*development finance, responsible finance, blended finance*) – aspekty środowiskowy, społeczny i ekonomiczny.

Pomiędzy wymienionymi pojęciami występuje niekiedy wysoki stopień zbieżności. W związku z tym różnice pomiędzy np. zielonymi finansami a finansami środowiskowymi czy też finansami rozwoju a odpowiedzialnymi finansami stają się niewielkie i trudne do uchwycenia.

Ciekawe stanowisko prezentuje Migliorelli (2021, s. 2). Jego zdaniem zrównoważone finanse powinny być określane jako „finanse na rzecz zrównoważonego rozwoju” i postrzegane jako niezależny czynnik w procesie budowy zrównoważonego społeczeństwa, w szczególności w odniesieniu do SDGs i porozumienia paryskiego. Jest to istotna zmiana w stosunku do pierwotnie przyjmowanego znaczenia tego pojęcia i oznacza ona nadanie finansom zrównoważonym podmiotowości w procesie zmian. Migliorelli definiuje zrównoważone finanse jako „finanse wspierające sektory lub działania, które przyczyniają się do osiągnięcia lub poprawy co najmniej jednego z określonych wymiarów zrównoważonego rozwoju” (Migliorelli, 2021, s. 10). Warto podkreślić, że Migliorelli umieszcza finanse poza elementami zrównoważonego rozwoju, przypisując im funkcję wspierającą i obsługującą procesy zrównoważonej przebudowy.