



**Rzecznik
Finansowy**

www.rf.gov.pl

Zrównoważone produkty finansowe w praktyce



Warszawa, maj 2024



Zrównoważone produkty finansowe w praktyce

Departament Analiz i Legislacji

Karol Osiak

Patryk Słodziński

WPROWADZENIE

Zrównoważony rozwój, ekologia czy ESG to hasła, które coraz częściej pojawiają się w opisach oferty produktowej instytucji finansowych. Bez trudu zaobserwować można również rosnącą podaż produktów inwestycyjnych odwołujących się w materiałach promocyjnych do zrównoważonego rozwoju. W mediach i debacie publicznej zielone czy zrównoważone finanse traktowane są jako istotny segment rynku.

Skrót **ESG** oznacza czynniki w oparciu, o które tworzone są oceny pozafinansowe. Składają się one z 3 elementów: kwestii środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego.

ang. **Enviroment** – środowisko,
Social – społeczna (odpowiedzialność),
Governance – ład korporacyjny.

Według Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w 4 kwartale 2022 r. ponad połowę aktywów funduszy zarządzanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) na terenie Unii Europejskiej stanowiły produkty, dla których dokonywane były ujawnienia odnośnie do ich aspektów zrównoważonego rozwoju na podstawie art. 8 lub art 9 SFDR. ESMA zwraca również uwagę na stabilny przyrost popularności tego rodzaju produktów na przełomie ostatnich lat.¹ **Ponad połowa osób ankietowanych na terenie Unii Europejskiej w badaniu Eurobarometru przeprowadzonym na zlecenie Komisji Europejskiej deklaruje, że istotnym dla nich jest, aby ich inwestycje nie finansowały działalności o negatywnych skutkach dla planety. Średnio na terenie UE 62% ankietowanych wskazało, że stanowczo lub raczej zgadza się z tym stwierdzeniem.**^{2,3} Trendy te widoczne są również w Polsce. W tym samym badaniu **z twierdzeniem tym zgodziło**

¹ TRV Risk Monitor, ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1, 2023 [ESMA50-165-2438 ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1, 2023 \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/esma/509); str 34-35 dostęp 30.04.2024 r.

² Raport Flash Eurobarometer 509, Retail financial services and products, Październik 2022 dostępny na stronie <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2666>, dostęp 30.04.2024 r.

³ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_22_6162, dostęp 30.04.2024 r.

się 52% ankietowanych w naszym kraju.⁴ Z kolei, z badań opublikowanych przez francuski think-tank 2nd Degree Initiative wynika natomiast, że aż 65% respondentów na terytorium Polski wyraża zainteresowanie produktami mającymi ambicje środowiskowe. Dla porównania średnia z innych 6 krajów Unii Europejskiej, w tym samym badaniu wyniosła 57%.⁵ Biorąc pod uwagę ten wynik, wzrost dostępności produktów finansowych odwołujących się do zrównoważonego rozwoju interpretować można jako naturalną odpowiedź na rosnący popyt. Produkty odpowiadające na to zainteresowanie nie są też rzadkością także na polskim rynku. Z wyszukiwania na portalu Analizy.pl wynikało, że na dzień 27 maja 2024 r. r. dostępnych było 58 Funduszy Inwestycyjnych Otwartych⁶ oferowanych przez zarejestrowane w Polsce Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, oznaczonych etykietą wyszukiwania „ESG”.⁷ Według dziennika Parkiet pod koniec 2022 roku analogiczne wyszukiwanie skutkowało 32 pozycjami spełniającymi to kryterium.⁸ Ponadto, wyszukiwanie na portalu Analizy.pl wskazało, że dostępnych było także ponad 400 funduszy w ramach ubezpieczenia z Ubezpieczeniowym Funduszem Kapitałowym oferowanych przez zarejestrowane w Polsce zakłady ubezpieczeń⁹ oraz ponad 1000 funduszy zagranicznych oznaczonych etykietą wyszukiwania „ESG”¹⁰

Z drugiej strony warto jednak zauważyć, że zaufanie do twierdzeń odnośnie do cech zrównoważonego rozwoju w produktach finansowych i wiedza na ich temat są jednak niskie. Z badań Eurobarometru wynika, że tylko 34% ankietowanych wie, czy ich oszczędności lub inwestycje są inwestowane w zrównoważoną działalność gospodarczą.¹¹ Z badań przeprowadzonych na zlecenie Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) wynika, że 62%

⁴ Retail Financial Services and Products - Country Factsheets - Poland, <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2666>, dostęp 30.04.2024 r., odpowiedzi: stanowczo się zgadzam – 17%, raczej się zgadzam – 36%;

⁵ Moving the blockers of retail sustainable finance in Poland, str. 5 wykres 1, <https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2023/08/Moving-the-blockers-of-retail-sustainable-finance-in-Poland.pdf>, dostęp 27.05.2024 r.

⁶ Wliczając w to również wydzielone subfundusze dostępne w ramach danego funduszu inwestycyjnego otwartego. W dalszej części opracowania zarówno na funduszy jak i subfunduszy używane jest zbiorczo określenie „fundusz”.

⁷ <https://www.analizy.pl/fundusze-inwestycyjne-otwarte/notowania?&jednPodst=1&isEsgPolicy=1&limit=50&page=1&stan> na 27.05.2024 r.

⁸ <https://www.parkiet.com/esg/art37318721-zielone-inwestycje-sa-coraz-bardziej-popularne-i-daja-zarobic>, dostęp 27.05.2024 r.

⁹ <https://www.analizy.pl/ubezpieczeniowe-fundusze-kapitalowe/notowania?&jednPodst=1&isEsgPolicy=1&stan> na 27.05.2024 r. r., etykietą wyszukiwania „ESG” oznaczono 439 Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych spośród ogółem 2090

¹⁰ <https://www.analizy.pl/fundusze-zagraniczne/notowania?&isActiveSalePl=1&isEsgPolicy=1&stan> na 27 maja 2024 r. etykietą wyszukiwania „ESG” oznaczono 1054 fundusze zagraniczne spośród 2457.

¹¹ Flash Eurobarometer 509 Retail financial services and products - Report, str. 31, <https://europa.eu/eurobarometer/api/deliverable/download/file?deliverableId=84015>, dostęp 27.05.2024 r.

konsumentów w UE nie ufa twierdzeniom zakładów ubezpieczeń lub dystrybutorów co do zrównoważonego rozwoju a podobny odsetek (63%) uważa, że twierdzenia dotyczące zrównoważonego rozwoju dotyczące produktów ubezpieczeniowych często wprowadzają w błąd.¹² Zdecydowana większość ankietowanych wskazała także, że trudno im stwierdzić, czy produkt ubezpieczeniowy jest zrównoważony, ponieważ dostarczona dokumentacja jest zbyt skomplikowana, aby ją zrozumieć.^{13,14} **Stwarza to niebezpieczną przestrzeń do oferowania produktów, jedynie deklaratywnie „zielonych” lub „zrównoważonych”, w rzeczywistości w niskim stopniu realizujących cele związane ze zrównoważonym rozwojem.**

Ostatnie lata przyniosły zmiany w obszarze regulacji mające na celu uporządkowanie niektórych aspektów związanych z oferowaniem produktów określanych jako zrównoważone. W Unii Europejskiej były to między innymi Rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (SFDR), Rozporządzenia w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (tzw. Taksonomia) oraz akty delegowane do nich. Regulacje te nałożyły na uczestników rynku finansowego nowe obowiązki, przez co bez wątpienia rozszerzył się zakres dostępnych informacji na temat produktów finansowych odwołujących się do zrównoważonego rozwoju. Inne z kolei regulacje nakazały badanie preferencji klienta w zakresie zrównoważonego rozwoju¹⁵, co – przynajmniej w teorii – z punktu widzenia klienta ułatwiło wybór odpowiednich produktów.

¹²Advice to the European Commission on Greenwashing – progress report, str. 13, https://www.eiopa.europa.eu/publications/eiopas-progress-report-greenwashing-advice-european-commission_en, dostęp 27.05.2024 r.

¹³ EIOPA Consumer Trends Report 2022 str. 30 wykres 18; <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-01/eiopa-consumer-trends-report-2022.pdf>, dostęp 27.05.2024 r.

¹⁴ Flash Eurobarometer - Consumer trends in insurance services, <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-07/Eurobarometer%20EU27%20full%20results%20-%20consumers.pdf> str. 47, dostęp 27.05.2024 r.

¹⁵ Zmiany wprowadzone przez: Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2021/1253 z dnia 21 kwietnia 2021 r. zmieniające Rozporządzenie Delegowane (UE) 2017/565 w odniesieniu do uwzględniania czynników, ryzyk i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w niektórych wymogach organizacyjnych i warunkach prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne, oraz Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2021/1257 z dnia 21 kwietnia 2021 r. zmieniające Rozporządzenie Delegowane (UE) 2017/2358 i (UE) 2017/2359 w odniesieniu do uwzględnienia czynników zrównoważonego rozwoju, ryzyk dla zrównoważonego rozwoju i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w wymogach w zakresie nadzoru nad produktem i zarządzania nim dla zakładów ubezpieczeń i dystrybutorów ubezpieczeń oraz w przepisach dotyczących prowadzenia działalności i doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych;

Mimo najlepszych intencji, nowe regulacje przyniosły niekiedy także i niezamierzone skutki. Wejście w życie SFDR doprowadziło do upowszechnienia nowych pojęć o chwytliwym brzmieniu jak fundusze „jasno” czy „ciemnozielone”, ale często o trudnych do uchwycenia właściwościach dotyczących ESG. Określenia tego rodzaju są często używane także w celach marketingowych, mimo, że SFDR nie był pomyślany jako system certyfikacji ani oznaczenia co do cech zrównoważonego rozwoju w produktach finansowych.

W momencie wejścia w życie SFDR zarządzający funduszami zaczęli zmieniać ich nazwy i oznaczać je kategoriami, które ich zdaniem wynikały z SFDR. Często jednak nie wiązało się to ze zmianą struktury portfeli. Badanie PwC wykazało, że spośród ponad 10 tysięcy przebadanych w 2022 roku produktów zakwalifikowanych jako „jasnozielone” i „ciemnozielone” tylko około 500 (4.5%) stanowiły produkty nowe¹⁶. Pozostałe 95,5% stanowiły fundusze, które funkcjonowały wcześniej i tylko zostały przeklasyfikowane na bez istotnych zmian.

Biorąc pod uwagę coraz większą istotność kwestii zrównoważonego rozwoju dla klientów rynku finansowego przygotowaliśmy niniejszą publikację. Przyjrzymy się w niej wybranym aspektom związanym z funkcjonowaniem produktów finansowych odwołujących się do kwestii zrównoważonego rozwoju oraz realizacji niektórych z obowiązków informacyjnych.

Część analityczna jest poprzedzona rozdziałem, który ma na celu przystępne omówienie i uporządkowanie wiedzy o otoczeniu regulacyjnym obszaru zrównoważonych finansów (rozdział **Otoczenie regulacyjne i terminologia**). Trzeba jednak zwrócić uwagę, że obecnie obowiązuje wiele regulacji w ten czy inny sposób odnoszących się do kwestii zrównoważonego rozwoju, dyskutowanych jest także wiele wniosków prawodawczych w tym zakresie. Publikacja siłą rzeczy, więc nie wyczerpuje problemu

¹⁶<https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>,
dostęp 27.05.2024 r.

całości regulacji dotyczących tych kwestii, a ma jedynie przybliżyć podstawowe pojęcia, które funkcjonują w dalszej części publikacji.

Rozdział **Analiza** zawiera przegląd wybranych oferowanych na rynku funduszy inwestycyjnych, które w materiałach informacyjnych odwołują się do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem. Rozdział zawiera także wnioski co do praktyk rynkowych w tym zakresie, ze szczególnym uwzględnieniem obowiązków informacyjnych.

Uwaga: Niniejsze opracowanie nie jest poradnikiem inwestycyjnym. Inwestowanie wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Przed podjęciem decyzji co do wyboru określonej inwestycji należy zapoznać się szczegółowo z dokumentacją danego produktu, a także wziąć pod uwagę poziom akceptowalnego ryzyka, poziom własnej wiedzy i możliwości finansowe, w tym w zakresie poniesienia straty.



OTOCZENIE REGULACYJNE I TERMINOLOGIA

Oferowanie funduszy inwestycyjnych lub ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych regulowane jest wieloma aktami prawa, takimi jak ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹⁷, ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej¹⁸ czy też Rozporządzenie PRIIP.¹⁹ W aktach tych na oferujących produkty inwestycyjne nałożono szereg obowiązków informacyjnych, które powinny pozwolić potencjalnemu klientowi poznać profil produktu, zrozumieć kwestie dotyczące horyzontu inwestycyjnego, ryzyka i opłat, a także pomóc porównać go z innymi. Obowiązki te nie obejmowały jednak zasadniczo kwestii ESG i miały na celu głównie przekazanie informacji co do finansowych aspektów produktu.

Coraz większe zainteresowanie produktami odwołującymi się do ESG wiąże się jednak z nowymi ryzykami, takimi jak zjawisko „greenwashingu”. Termin ten choć często i chętnie przywoływany nie posiada wciąż wiążącej definicji prawnej. Ogólnie rzecz biorąc, „greenwashing” może być rozumiany jako rodzaj pseudoekologicznego marketingu, godzącego w ochronę konkurencji i konsumentów. Zjawisko to może mieć wiele postaci, wynika ono przede wszystkim z oznaczenia produktu lub usługi jako zrównoważony/zrównoważona przy jednoczesnym braku spełnienia wymogów prawnych takiej kwalifikacji.²⁰ Niedawno pewnego rodzaju oficjalny sposób rozumienia tego pojęcia zaprezentowały Europejskie organy nadzoru (EBA, ESMA, EIOPA).

¹⁷ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, t.j. Dz.U.2023 poz. 681 ze zm.

¹⁸ Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, t.j. Dz.U.2023 poz. 656 ze zm.

¹⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych;

²⁰ Weronika Wojturska, Walka ze zjawiskiem greenwashingu jako nowy obowiązek compliance, w: Zielone Finanse w Polsce 2023 red. L. Kotecki str. 34, <https://odpowiedzialnybiznes.pl/wp-content/uploads/2023/06/Zielone-Finanse-w-Polsce-2023.pdf>, dostęp 27.05.2024 r.

Europejskie organy nadzoru rozumieją greenwashing jako praktykę, w której twierdzenia związane ze zrównoważonym rozwojem, deklaracje, działania lub komunikacje nie odzwierciedlają w sposób jasny lub uczciwy leżących u ich podstaw: profilu podmiotu, produktu finansowego lub usługi finansowej. Jak wskazują Europejskie organy nadzoru, praktyka tego rodzaju może być myląca dla konsumentów, inwestorów lub innych uczestników rynku.²¹

W przeciągu ostatnich lat w życie weszły nowe regulacje dotyczące obszaru zrównoważonego rozwoju, które miały m. in. ustalić klarowne kryteria klasyfikacji.



²¹ Progress Report on Greenwashing, ESMA, str. 11 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf, dostęp 27.05.2024 r.

SFDR

Fundamentalnym aktem, który ma wpływ na zakres informacji przekazywanej klientowi oraz jest kluczowy dla zrozumienia produktów finansowych odwołujących się do cech zrównoważonego rozwoju, jest **Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych** funkcjonujące najczęściej pod postacią skrótu **SFDR** (od jego nazwy w języku angielskim **Sustainable Finance Disclosures Regulation**).

Rozporządzenie SFDR objęło podmioty rynku finansowego nazywane tam „uczestnikami rynku finansowego” – są to między innymi Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, podmioty zarządzające alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zakłady ubezpieczeń udostępniające ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym.²² Wprowadziło ono wymogi dotyczące ujawnień i informacji okresowych związanych z działalnością tych podmiotów, a także oferowanych przez nich produktów finansowych takich jak Fundusze Inwestycyjne Otwarte, usługi zarządzania portfelem inwestycyjnym, alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI), ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, czy produkty emerytalne.²³

SFDR wprowadza różnego rodzaju obowiązki dokonywania tzw. ujawnień związanych ze zrównoważonym na poziomie podmiotu (np.: Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnej), jak również na poziomie produktów, objętych ich zakresem.

²² Pełną listę podmiotów będących „uczestnikami rynku finansowego” zawiera definicja w art. 2 pkt 1 "SFDR.

²³ Pełną listę produktów finansowych objętych zakresem SFDR zawiera art. 2 pkt 12 SFDR.

INFORMACJE O DZIAŁALNOŚCI PODMIOTU

Uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są opublikować na swoich stronach internetowych informacje na temat swoich strategii odnoszące się do tego, w jaki sposób biorą pod uwagę możliwe negatywne konsekwencje wynikające z ryzyka zrównoważonego rozwoju (np.: zmian środowiskowych lub klimatycznych) dla wyników inwestycyjnych.²⁴ Zobowiązani są także do publikowania na swoich stronach internetowych informacji czy biorą pod uwagę główne niekorzystne skutki decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju.

Główne niekorzystne skutki to najbardziej znaczące negatywne skutki decyzji inwestycyjnych na czynniki zrównoważonego rozwoju związane z kwestiami środowiskowymi, społecznymi i pracowniczymi, poszanowaniem praw człowieka, kwestiami przeciwdziałania korupcji i przekupstwu.²⁵

W przypadku, gdy uczestnicy rynku finansowego biorą pod uwagę główne niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju, zobowiązani są opublikować między innymi informacje na temat strategii ich określania i hierarchizacji i opis wszelkich podjętych i planowanych działań.²⁶

Ponadto, **zobowiązani są opublikować coroczne oświadczenie na temat głównych niekorzystnych skutków. Muszą w nim odnieść się do obowiązkowych wskaźników**, którymi są na przykład: ślad węglowy i emisje gazów cieplarnianych, luka płacowa między kobietami a mężczyznami, czy zróżnicowanie zarządu ze względu na płeć w spółkach, w które dokonano inwestycji, a także **do wybranych wskaźników spośród listy dobrowolnych**, oraz wszelkich innych wskaźników stosowanych w celu identyfikacji i oceny głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju.

²⁴ Art. 3 ust. 1 SFDR, definicja ryzyka zrównoważonego rozwoju jest zawarta w art. 2 pkt 22 SFDR

²⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1288, por. załączniki II i III

²⁶ Art 4 ust. 1 i 2 SFDR

Uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są także **opisać zrealizowane w danym roku i zaplanowane działania i cele na kolejny okres z myślą o zapobieganiu głównym niekorzystnym skutkom lub ich ograniczeniu.**²⁷ Uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są opisać także w jaki sposób aktualizują i stosują swoje strategie dotyczące głównych niekorzystnych skutków, a także w jaki sposób wybierają stosowane wskaźniki, a także jaki jest ich margines błędu i źródła danych. Jeżeli informacje dotyczące któregoś z zastosowanego wskaźnika nie są łatwo dostępne, należy wyjaśnić jakie podjęto starania w celu uzyskania informacji bezpośrednio od spółek, w które dokonano inwestycji, w ramach dodatkowych analiz, w drodze współpracy z zewnętrznymi dostawcami danych, lub też jakie przyjęto założenia.²⁸ **Informacja ta jest istotna, ponieważ pozwala na weryfikację w jakiej części sprawozdanie wynika z rzeczywistych, dostępnych danych.**

W przypadku gdy podmioty te nie biorą pod uwagę głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju konieczne jest jasne uzasadnienie takiego postępowania, obejmujące w stosownych przypadkach informacje na temat tego, **czy i kiedy zamierzają brać je pod uwagę.**

²⁷ Art. 6 ust. 1 -3 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2022/1288

²⁸ Art. 7 ust 1 i 2 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2022/1288

INFORMACJE O PRODUKCIE

SFDR wprowadziło również wymogi co do ujawniania informacji o zrównoważonym rozwoju w produktach finansowych objętych jego zakresem.

Podstawowe informacje odnoszące się do kwestii zrównoważonego rozwoju **należy przekazać dla każdego rodzaju produktu objętego SFDR**. Zgodnie z art. 6 SFDR do informacji ujawnianych przed zawarciem umowy należy włączyć opis:

- sposobu, w jaki ryzyka dla zrównoważonego rozwoju są wprowadzane w podejmowanych przez nich decyzjach inwestycyjnych oraz
- wyniki oceny prawdopodobnego wpływu ryzyka dla zrównoważonego rozwoju na zwrot z tytułu produktów finansowych, które udostępniają.²⁹

Ponadto, w ramach dokumentacji umownej należy także udostępnić informację o tym, czy a jeżeli tak – w jaki sposób dany produkt bierze pod uwagę główne niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju, a jeżeli kwestie te nie są brane pod uwagę – wyjaśnienie z jakich przyczyn³⁰. Informacje na ten temat należy także przekazać okresowo w sprawozdaniach właściwych dla danego produktu.³¹

Na podstawie ujawnień wynikających z art. 6 SFDR klient może więc zorientować się, czy dany produkt, mimo że nie zawiera cech ESG w ogóle bierze pod uwagę niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju. Może być to pewną pomocą przy wyborze produktu, który nie ma „ambicji” w zakresie zrównoważonego rozwoju, ale zgodnie z wolą klienta, miałby przynajmniej „nie szkodzić”.

Więcej obowiązków informacyjnych przewidziano dla produktów które mają promować aspekty zrównoważonego rozwoju, lub mają na celu realizację zrównoważonych inwestycji. Każdy, kto w ostatnich latach miał styczność z ofertą produktów inwestycyjnych, na pewno spotkał się z przywołaniem **artykułu 8 czy 9 SFDR** bądź bardziej

²⁹ Art. 6 ust. 1 SFDR

³⁰ Art 7 ust. 1 i 2 SFDR

³¹ Art. 11 ust. 2 w zw. z art. 7 ust. 1 SFDR

potocznymi terminami **fundusz „jasnozielony” (light-green) lub „ciemnozielony” (dark-green)**. Są one używane zarówno w informacjach wymaganych prawem, jak i w materiałach marketingowych.

Artykuł 8 SFDR dotyczy produktów, które **mają promować aspekt środowiskowy lub społeczny**, lub oba te aspekty. Produkty te określane są potocznie również jako **jasnozielone**.

Artykuł 9 SFDR obejmuje z kolei produkty, które **mają na celu zrównoważone inwestycje**. Produkty te potocznie określane są również jako **ciemnozielone**.

Aby zrozumieć różnicę pomiędzy produktami „jasno” i „ciemnozielonymi” konieczne jest odwołanie się do definicji „zrównoważonej inwestycji”.

Zrównoważona Inwestycja oznacza inwestycję w działalność gospodarczą:

• która przyczynia się do realizacji **celu środowiskowego**, na przykład taką, która jest mierzona za pomocą kluczowych wskaźników zasobooszczędności pod kątem zużycia energii, wykorzystywania energii ze źródeł odnawialnych, wykorzystywania surowców, zużycia wody i użytkowania gruntów, generowania odpadów, emisji gazów cieplarnianych lub wpływu na różnorodność biologiczną i gospodarkę o obiegu zamkniętym,

LUB

• która przyczynia się do realizacji **celu społecznego**, w szczególności inwestycję przyczyniającą się do przeciwdziałania nierównościom lub inwestycję wspierającą spójność społeczną, integrację społeczną i stosunki pracy, lub inwestycję w kapitał ludzki lub w społeczność znajdujące się w niekorzystnej sytuacji pod względem gospodarczym lub społecznym,

o ile takie inwestycje nie naruszają poważnie któregokolwiek z tych celów, a spółki, w które dokonano inwestycji, stosują dobre praktyki w zakresie zarządzania, w szczególności w odniesieniu do solidnych struktur zarządzania, stosunków pracowniczych, wynagrodzenia dla osób zatrudnionych i przestrzegania przepisów prawa podatkowego.

³² Art. 2 ust. 17 SFDR

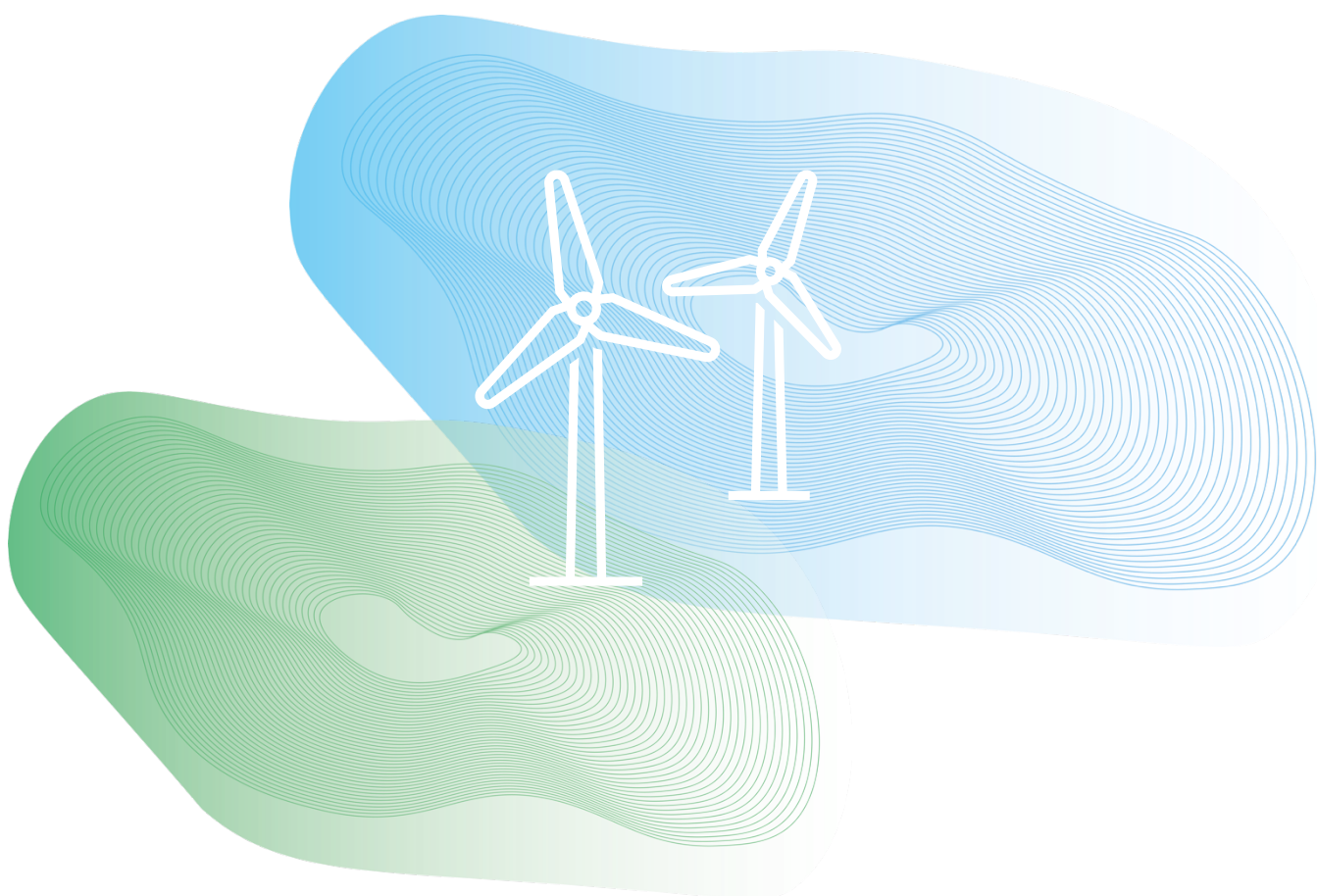
Inwestycją zrównoważoną jest więc zarówno inwestycja mająca cel środowiskowy, jak również cel społeczny lub obydwa te cele równocześnie, o ile spełnione są również przesłanki stosowania dobrych praktyk w odniesieniu do zarządzania. Produkty zgodne z art. 9 SFDR to takie, które mają na celu zrównoważone inwestycje i przyczyniają się do realizacji celów środowiskowych lub społecznych. Ocena czy dana inwestycja „przyczynia się” do realizacji celów zrównoważonego rozwoju jest jednak w pewien sposób poddana pod osąd uczestników rynku finansowego. W odpowiedzi na pytania dotyczące stosowania SFDR Komisja Europejska stwierdziła, że „**definicja zrównoważonej inwestycji określona w art. 2 pkt 17 SFDR nie przewiduje żadnego konkretnego podejścia do określenia wkładu inwestycji w realizację celów środowiskowych lub społecznych.** Uczestnicy rynku finansowego muszą ujawnić metodologię, którą zastosowali w celu przeprowadzenia oceny zrównoważonych inwestycji, w tym w jaki sposób określili wkład inwestycji w realizację celów środowiskowych lub społecznych, w jaki sposób inwestycje nie powodują znaczących szkód dla jakiegokolwiek środowiskowego lub społecznego celu inwestycyjnego oraz w jaki sposób spółki, w które dokonano inwestycji, spełniają wymóg „dobrych praktyk zarządzania”.³³

Odnosnie do produktów z **art. 8 SFDR** potocznie określanych jako „jasnozielone” ogólnie można powiedzieć, że **mają one pewien poziom „ambicji” zrównoważonego rozwoju, ale jest on jest niższy niż w produktach mających za cel zrównoważone inwestycje zgodnie z art. 9 SFDR („ciemnozielone”).**³⁴ Produkty określone w art. 8 SFDR nie muszą realizować celów środowiskowych lub społecznych a tylko „promują” te aspekty. Warto zwrócić uwagę, że SFDR nie określa na czym promowanie aspektów zrównoważonego rozwoju musi konkretnie polegać. **Jak wskazuje Komisja Europejska, termin „promowanie” na potrzeby art. 8 SFDR może być rozumiany bardzo**

³³ Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288), str. 6 https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Governance%20structure/JC/Q%26As/1055488/JC%202023%2018%20-%20Consolidated%20JC%20SFDR%20QAs.pdf dostęp 30.04.2024 r.;

³⁴ Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088), str. 7, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf dostęp 30.04.2024 r.;

szeroko.³⁵ Każdy twórca produktu samodzielnie określa co przez to rozumie i zobowiązany jest wyjaśnić na czym ono polega. Może to więc mieć na przykład formę inwestowania w aktywa spółek posiadających określone polityki, wybór lub wykluczenie aktywów określonego rodzaju. Produktem „jasnozielonym”, zgodnym z art. 8 SFDR będzie także taki, który ma sprecyzowane cel zrównoważonego rozwoju, ale nie można go zaklasyfikować jako zgodny z art. 9 SFDR („ciemnozielony”) ponieważ nie bierze on pod uwagę głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju.³⁶



³⁵ Komisja Europejska wskazuje, że Termin "promocja" w rozumieniu art. 8 rozporządzenia (UE) 2019/2088 obejmuje na przykład bezpośrednie lub pośrednie twierdzenia, informacje, sprawozdawczość, ujawnienia, a także wrażliwość że inwestycje realizowane w ramach danego produktu finansowego uwzględniają również cechy środowiskowe lub społeczne pod względem polityki inwestycyjnej, celów, założeń lub ogólnych ambicji; tak: Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088, str. 8; https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf , dostęp 30.04.2024 r.;

³⁶ Question related to Regulation (EU) 2019/2088, op. cit. str. 7.

Rozporządzenie SFDR wymaga kilku rodzajów informacji odnośnie do cech zrównoważonego rozwoju na poziomie produktu.

W odniesieniu do każdego produktu finansowego, o którym mowa w art. 8 i art. 9 uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są prezentować **ustandaryzowaną informację przedkontraktową** co do cech produktu odnośnie do zrównoważonego rozwoju, m. in:

- Czy dany produkt służy celowi zrównoważonego rozwoju i będzie mieć na celu zrównoważone inwestycje (art. 9) albo czy jest produktem promującym cele zrównoważonego rozwoju (art. 8)?
- Jaki jest minimalny udział inwestycji promujących lub mających na celu zrównoważone inwestycje?
- W jakiej części produkt obejmuje inwestycje zgodne z unijną systematyką (tzw. Taksonomią- szerzej o niej w dalszej części tekstu)?
- Czy wyznaczony został indeks lub wskaźnik referencyjny?
- Czy w tych produktach brane są pod uwagę główne niekorzystne skutki dla zrównoważonego rozwoju?

Informacje te muszą być podane w sposób jasny, zwięzły oraz zrozumiały oraz według wzoru wynikającego z przepisów Rozporządzenia Delegowanego 2022/1288 uzupełniającego SFDR.³⁷ Informacje te przekazuje się w postaci załącznika do dokumentów lub informacji wymaganych przepisami prawa.³⁸ W przypadku Funduszy Inwestycyjnych Otwartych informacje te są podawane w prospekcie informacyjnym.

Ponadto, uczestnicy rynku finansowego mają obowiązek **publikować i utrzymywać informacje** dotyczące produktów promujących aspekty zrównoważonego rozwoju (art.

³⁷ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w zakresie regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady "nie czyni poważnych szkód", określających treść, metody i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także określających treść i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji w dokumentach udostępnianych przed zawarciem umowy, na stronach internetowych i w sprawozdaniach okresowych.

Wzory ujawnień dotyczące produktów, o których mowa w art. 8 i art. 9 SFDR określają załączniki II i III do tego Rozporządzenia.

³⁸ Chodzi o dokumenty wskazane w art. 6 ust. 3 Rozporządzenia 2019/2088 (SFDR)

8 SFDR) lub mających na celu zrównoważone inwestycje (art. 9 SFDR). **na swoich stronach internetowych**, co wynika z art. 10 SFDR.

Informacje te powinny być publikowane w odrębnej sekcji zatytułowanej **"Ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem"** w tej samej części strony internetowej, na której publikuje się pozostałe informacje o produkcie finansowym, uwzględniając materiały marketingowe.

Informacja taka musi zawierać określone przepisami sekcje, które nieco różnią się dla produktów „jasno” i „ciemnozielonych” choćby ze względu na to, że te drugie mają na celu zrównoważone inwestycje. Informacje te obejmują takie sekcje jak między innymi „Podsumowanie”, „Strategia inwestycyjna”, „Udział inwestycji”, „Monitorowanie aspektów środowiskowych lub społecznych”, czy „Źródła i przetwarzanie danych” oraz „Ograniczenia dotyczące metod i danych”.

W zamierzeniu, na podstawie tych informacji zainteresowany klient powinien móc zorientować się co sprawia, że inwestycje w danym produkcie pozwalają na zaklasyfikowanie go jako „promującego” zrównoważony rozwój, lub jakie planowane inwestycje czynią go inwestycją zrównoważoną.

Uczestnicy rynku finansowego zobowiązani są także do przedstawienia **okresowych sprawozdań dla produktów z art. 8 i 9 SFDR** w formie określonej przepisami. Obowiązki sprawozdawcze generalnie odnoszą się do kwestii, które poruszane są w informacji przedkontraktowej wynikającej z SFDR. W sprawozdaniu należy zawrzeć m.in.:

- stopień, w jakim zrealizowano cele promowania aspektów zrównoważonego rozwoju lub osiągnięto cel dotyczący zrównoważonych inwestycji,
- informację jak przedstawiała się alokacja aktywów oraz wykaz najważniejszych inwestycji w ramach produktu,
- informację w jakim stopniu inwestycje te były zgodne z Taksonomią,

- w jakie sektory i podsektory dokonano inwestycji, uwzględniając te czerpiące przychody z poszukiwania, wydobycia, ekstrakcji, produkcji, przetwarzania, przechowywania, rafinacji lub dystrybucji paliw kopalnych.³⁹

Informacje te podlegają ujawnieniu w sprawozdaniach rocznych właściwych dla danego rodzaju produktów finansowych.⁴⁰

Przyglądając się produktom finansowym należy jednak pamiętać, że klasyfikacji na produktu zgodne z art. 8 i art. 9 SFDR dokonują sami **uczestnicy rynku finansowego w oparciu o elastyczne ramy pojęciowe**. Określenia wskazujące na artykuł 8 czy artykuł 9 czy „jasnozielony” czy „ciemnozielony” nie należy więc traktować jako rodzaj certyfikatu, który nadany został przez nadzór krajowy czy instytucje Unii Europejskiej. **SFDR zaprojektowano, wyłącznie jako system ujawniania informacji o zrównoważonym rozwoju, nie certyfikacji produktów pod tym kątem**. Artykuł 8 czy Artykuł 9 **nie miały być rodzajem oznaczenia czy oceną jakości danego produktu** pod kątem zrównoważonego rozwoju.

³⁹ Wymogi co do treści sprawozdania dla produktów, o których mowa w art. 8 i art. 9 SFDR określają art. 50-67 i załączniki IV i V do Rozporządzenia Delegowanego 2022/1288

⁴⁰ Art. 11 ust 2 rozporządzenia SFDR

UNIJNA SYSTEMATYKA

Aby można było ocenić, w jakim stopniu inwestycje realizują cele zrównoważonego rozwoju, konieczne było stworzenie ram odniesienia. Leżało to u zarania powstania unijnej systematyki zwanej Taksonomią – to potoczna **nazwa Rozporządzenia w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje**.⁴¹

Według Taksonomii dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo, jeżeli łącznie spełnia cztery warunki, tj.:

1) wnosi istotny wkład w realizację co najmniej jednego z sześciu celów środowiskowych. Cele środowiskowe to:

- łagodzenie zmian klimatu,
- adaptacja do zmian klimatu,
- zrównoważone wykorzystywanie i ochrona zasobów wodnych i morskich,
- przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym,
- zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola,
- ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów.

Każdy z celów środowiskowych jest zdefiniowany, np. „łagodzenie zmian klimatu” oznacza procesy mające na celu powstrzymanie tempa wzrostu zgodnie z pułapami jakie określono w porozumieniu paryskim.

2) nie wyrządza poważnych szkód w żadnym z pozostałych celów środowiskowych,

3) spełnia techniczne kryteria kwalifikacji określone w aktach delegowanych,

4) jest prowadzona zgodnie z minimalnymi gwarancjami – dotyczą one przestrzegania międzynarodowych standardów odpowiedzialnego prowadzenia działalności gospodarczej z zakresu ochrony środowiska, ale również praw pracowników czy zwalczania korupcji, wyznaczanych przez organizacje takie jak Organizacja Narodów Zjednoczonych, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju czy Międzynarodowa Organizacja Pracy.

⁴¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088

Ponadto, **z Taksonomii wynikają także pewne obowiązki sprawozdawcze**. Podmioty, które podlegają obowiązkowi publikowania informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju w sprawozdaniach z działalności zobowiązane są ogłaszać także w jakim stopniu ich działalność poddaje się ocenie pod kątem Taksonomii (kwalifikowalność taksonomii) i w jakiej części jest ona zgodna z kryteriami technicznymi określonymi w aktach delegowanych (zgodność z Taksonomią). Szczegółowy zakres informacji różni się dla poszczególnych podmiotów.⁴² Obowiązkami w zakresie kluczowych wskaźników zgodności określonych w aktach delegowanych przedsiębiorstwa finansowe będą objęte od 1 stycznia 2024 r.⁴³

Taksonomia jest obecnie jedynym usystematyzowanym i wspólnym dla wszystkich punktem odniesienia, jeśli chodzi o kryteria oceny pozytywnego wpływu danego rodzaju działalności na środowisko. Ma jednak swoje ograniczenia. Nie każdego rodzaju inwestycja poddaje się ocenie pod kątem Taksonomii i nie można jeszcze stwierdzić, czy jest, czy też nie jest z nią zgodna. Przykładowo regulacja określająca standardy dla europejskich zielonych obligacji (tzw. European Green Bonds – EuGB) w tym momencie oczekuje jeszcze na wejście w życie, co nastąpi 21 grudnia 2024 r.⁴⁴

Taksonomia pozwala określić tylko, czy dana działalność przyczynia się do realizacji celów środowiskowych. Należy jednak wskazać, że Taksonomia jest klasyfikacją „działalności” pod kątem zrównoważonego rozwoju, a nie sposobem na ocenę konkretnej inwestycji i przeznaczenia konkretnych środków i ich wpływu na środowisko. Środki zainwestowane w daną działalność ocenianą jako zgodna z Taksonomią niekoniecznie bezpośrednio muszą przedkładać się na realizację celów zrównoważonego rozwoju. Przykładowo – zainwestowanie w akcje spółki z branży, która zgodnie z taksonomią jest uznana za zrównoważoną środowiskowo na rynku wtórnym na giełdzie

⁴² art. 8 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852;

⁴³ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2021/2178 z dnia 6 lipca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 przez sprecyzowanie treści i prezentacji informacji dotyczących zrównoważonej środowiskowo działalności gospodarczej, które mają być ujawniane przez przedsiębiorstwa podlegające art. 19a lub 29a dyrektywy 2013/34/UE, oraz określenie metody spełnienia tego obowiązku ujawniania informacji, art. 10 ust 3 i 5.

⁴⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 2023/2631 z dnia 22 listopada 2023 r. w sprawie europejskich zielonych obligacji oraz opcjonalnego ujawniania informacji na temat obligacji wprowadzanych do obrotu jako zrównoważone środowiskowo i obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem

papierów wartościowych nie oznacza, że w ten sposób spółka ta posiada większą ilość środków na rozwijanie nowych projektów.

Nie ma na chwilę obecną także „brązowej” taksonomii, która pozwalałaby na określenie działalności, które z całą pewnością poważnie szkodzą celom środowiskowym. Nie opracowano także taksonomii „społecznej” pozwalającej na ocenę zgodności działalności z celami społecznymi.

Taksonomia nie jest także listą działalności, w które „wolno inwestować”. Aktualnie regulacje nie zakazują inwestowania w działalność inną niż klasyfikująca się jako zgodna z taksonomią.

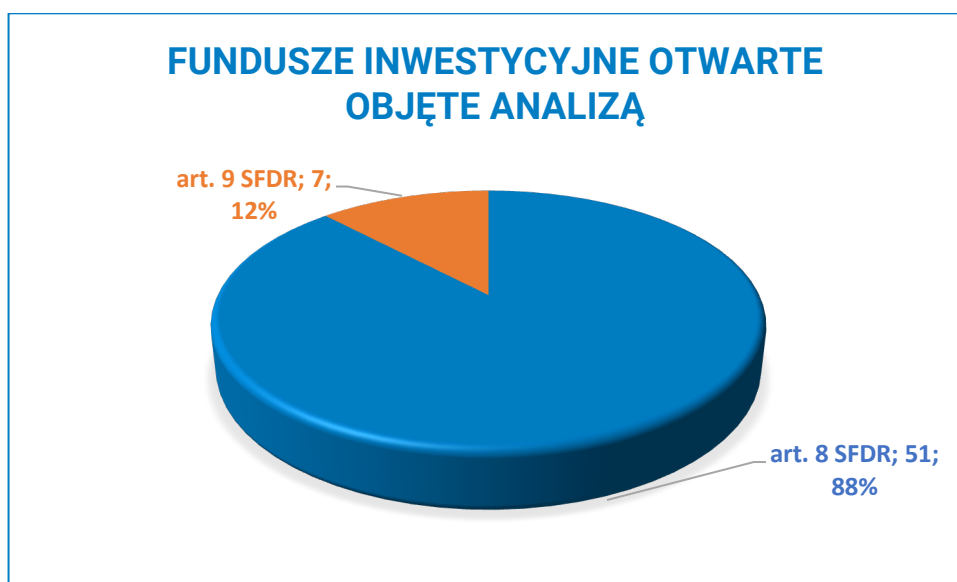


ANALIZA

Celem analizy opisanej w niniejszym rozdziale było przyjrzenie się jak w **praktyce wygląda realizacja niektórych z obowiązków** dotyczących ujawnień produktowych wynikających z SFDR oraz **przegląd dostępnych na rynku produktów objętych tą regulacją** pod kątem deklarowanej alokacji aktywów.

Na potrzeby niniejszego opracowania dokonano analizy i porównania przedkontraktowych dokumentów informacyjnych wymaganych przez SFDR dotyczących 58 funduszy inwestycyjnych otwartych, oferowanych przez zarejestrowane w Polsce Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (stan na 30 kwietnia 2023 r.). Wyboru dokonaliśmy przy użyciu narzędzia dostępnego na portalu Analizy.pl, które poprzez zaznaczenie opcji „ESG” pozwala wyselekcjonować oferowane za pośrednictwem tego portalu produkty sklasyfikowane jako promujące aspekt zrównoważonego rozwoju (art. 8 SFDR) lub mające na celu zrównoważone inwestycje (art.9 SFDR).

W przypadku wszystkich produktów poddanych analizie opracowane zostały dokumenty z informacjami przedkontraktowymi wymaganymi przez art. 10 SFDR, dostępne na stronach internetowych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych.



Wśród przebadanych produktów finansowych zdecydowaną **większość - 51 - stanowią produkty promujące aspekty środowiskowe, społeczne, lub oba te aspekty, tj. produkty z art. 8 SFDR („jasnozielone”). Siedem (7) funduszy stanowiły natomiast fundusze mające na celu zrównoważone inwestycje – a więc fundusze określone w art. 9 SFDR („ciemnozielone”).**

Jeśli chodzi o kwestie dostępności dokumentu informacyjnego, o którym mowa w art. 10 SFDR, to dokument taki powinien być opublikowany w odrębnej sekcji zatytułowanej "Ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem" w tej samej części strony internetowej, na której publikuje się pozostałe informacje o produkcie finansowym, uwzględniając materiały marketingowe⁴⁵.

W przypadku funduszy promujących aspekty zrównoważonego rozwoju (art. 8 SFDR) informacje wymagane przez art. 10 SFDR były dostępne dla 48 funduszy (subfunduszy).

W większości przypadków zostało to wykonane poprzez umieszczenie dokumentu w formacie .pdf do pobrania (41 funduszy) na podstronie internetowej poświęconej danemu funduszowi. W 8 przypadkach informacje zostały opublikowane w formie wyodrębnionej sekcji na stronie internetowej funduszu i osobno dokumentu pdf do pobrania. W jednym (1) przypadku ujawnienia związane ze zrównoważonym rozwojem zostały podane tylko w treści strony internetowej, w jednej z jej sekcji. W czterech (4) przypadkach ujawnień dokonano poprzez wskazanie w treści strony linku do innej podstrony internetowej, na której zostały one opublikowane.

Należy zwrócić jednak uwagę, że mimo, że Rozporządzenie Delegowane wymaga dokonania ujawnienia w sekcji strony internetowej o określonym tytule „Ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem" to sformułowanie takie nie jest używane w każdym przypadku. W łącznie 14 przypadkach tytuł sekcji, link lub nazwa pliku pdf z ujawnieniami z art. 10 SFDR oznaczone były innym tytułem, co może być pewnego rodzaju zarzutem o charakterze formalnym. W tej grupie w 2 przypadkach wyodrębniono na podstronie internetowej sekcję o wymaganym tytule, ale odsyłała ona do dokument pdf nazwanego inaczej.

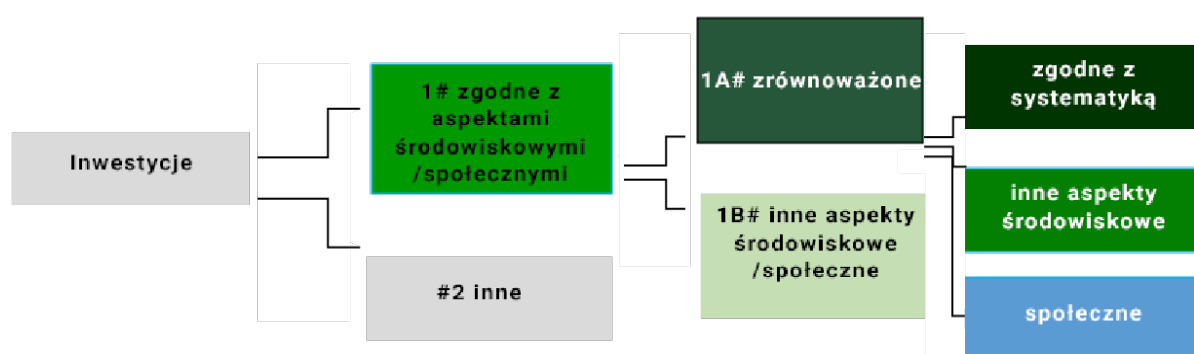
⁴⁵ Art. 23 Rozporządzenia Delegowanego 2022/1288

Warto wskazać, że w przypadku 3 funduszy na stronie poświęconej danemu funduszowi brak było informacji z art. 10 SFDR. Na stronie poświęconej tym funduszom opublikowano natomiast link do dokumentu pod nazwą "ujawnienia ESG", który odsyłał jednak do materiału o charakterze reklamowym, a nie ujawnień wymaganych przepisami. Materiał reklamowy zawierał liczne grafiki sugerujące zrównoważony charakter inwestycji (wiatrak, rośliny, graficzne określenia ESG), a w jego treści użyto np. śródtytuł „Zrównoważona inwestycja” mimo, że z opisu zawartego poniżej wynikało, że subfundusz promuje aspekty środowiskowe, ale nie ma na celu zrównoważonych inwestycji. Ujawnienia z art. 10 SFDR dla tych funduszy były natomiast dostępne na innej pod-stronie.

W przypadku funduszy mających na celu zrównoważone inwestycje (art. 9 SFDR), w przypadku wszystkich 7 funduszy informacje wymagane przez art. 10 SFDR były dostępne w formie dokumentu pdf. W dwóch przypadkach wyodrębniono sekcję strony internetowej o wymaganym tytule, ale w jednym z nich miała ona charakter skrótowy i odsyłała do opublikowanego dokumentu pdf o innym tytule niż „Ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem”. Ogólnie, w dwóch przypadkach posłużono się innym tytułem niż „Ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem”.

Fundusze z art. 8 SFDR

Inwestycje odnoszące się do zrównoważonego rozwoju w produktach „jasnozielonych” mają różny poziom „ambicji” i można zasadniczo podzielić je, w ślad za regulacją, na kilka grup. Graficzne przedstawienie podziału aktywów na „drzewie inwestycji” wygląda w sposób następujący:



Kategoria »1 zgodne z aspektami środowiskowymi/społecznymi« obejmuje inwestycje dokonane w ramach produktu finansowego w celu uwzględnienia aspektów środowiskowych lub społecznych promowanych w ramach tego produktu finansowego.

Kategoria »#2 inne« obejmuje pozostałe inwestycje dokonane w ramach produktu finansowego, które nie są zgodne z aspektami środowiskowymi lub społecznymi ani nie kwalifikują się jako zrównoważone inwestycje.

Kategoria »#1 zgodne z aspektami środowiskowymi/społecznymi« obejmuje:

- podkategorię »#1A zrównoważone« obejmującą zrównoważone inwestycje, które służą celom środowiskowym lub społecznym;
- podkategorię »#1B inne aspekty środowiskowe lub społeczne« obejmującą inwestycje zgodne z aspektami środowiskowymi lub społecznymi, które nie kwalifikują się jako zrównoważone inwestycje

Źródło – „drzewo inwestycji” dla produktów z art. 8 SFDR – wg. wzoru określonego przez załącznik II do Rozporządzenia Delegowanego 1288/2022

Kategoria - **#1 zgodne z aspektami środowiskowymi/społecznym** (ang. „aligned with E/S characteristics”) - obejmuje inwestycje dokonane w ramach produktu finansowego w celu uwzględnienia aspektów środowiskowych lub społecznych promowanych w ramach tego produktu finansowego. Jest to najszersza kategoria inwestycji, które odwołują się do zrównoważonego rozwoju.

Kategoria - **#2 inne** - obejmuje pozostałe inwestycje dokonane w ramach produktu finansowego, które nie są zgodne z aspektami środowiskowymi lub społecznymi ani nie kwalifikują się jako zrównoważone inwestycje.

Kategoria - **#1 zgodne z aspektami środowiskowymi/społecznym** - obejmuje:

- podkategorię - **#1A zrównoważone** (ang. „Sustainable”). - obejmującą zrównoważone inwestycje, które służą celom środowiskowym lub społecznym – tzn. przyczyniają się do celów środowiskowych lub społecznych
- podkategorię - **#1B inne aspekty środowiskowe lub społeczne** (ang. „Other E/S characteristics”) - obejmującą inwestycje zgodne z aspektami środowiskowymi lub społecznymi, które nie kwalifikują się jako zrównoważone inwestycje. W tej kategorii mieszczą się inwestycje, które „promują” aspekty zrównoważonego rozwoju, ale nie mają na celu zrównoważonych inwestycji.

Z kolei zrównoważone inwestycje („1A# Zrównoważone”, ang. „1A# Sustainable”) dzielą się na:

- zgodne z Unijną systematyką - tzw. Taksonomią, (ang. Taxonomy-aligned), czyli takie, które zostały uznane za zrównoważone środowiskowo w związku ze spełnieniu wymagań określonych w tej regulacji
- inne aspekty środowiskowe (ang. Other environmental, dosłownie – „inne środowiskowe”); W tej kategorii znajdują się inwestycje, które mają na celu inwestycje o celu środowiskowym, jednak inne niż dające się określić na podstawie Unijnej systematyki (Taksonomii). Użyte w tłumaczeniu tej kategorii na język polski sformułowanie „aspekty” jest nieco mylące, bo chodzi tutaj o inwestycje, które mają na celu zrównoważone inwestycje, sformułowanie „aspekt” używane jest wcześniej w kontekście „promowania”, a więc mniejszego stopnia zaangażowania w kwestie zrównoważonego rozwoju.
- społeczne (ang. „social”) – w tej kategorii znajdują się inwestycje zrównoważone mające cel społeczny.

W przypadku analizowanych funduszy, tam, gdzie zostało to wprost wskazane, deklarowano udział inwestycji promujących aspekty środowiskowe lub społeczne (#1) w wysokości od **24% do 95%**.

Niestety, w zakresie części analizowanych ujawnień można mieć zastrzeżenia co do sposobu przekazania informacji odnośnie do udziału poszczególnych kategorii inwestycji odwołujących się do szeroko rozumianych kwestii zrównoważonego rozwoju.

Z opisu zawartego w ujawnieniach wynika, że strategia inwestycyjna znacznej części krajowych funduszy zaklasyfikowanych jako zgodne z art. 8 SFDR opiera się na inwestowaniu w tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Niestety, w licznych przypadkach informacje odnośnie do udziału inwestycji pod kątem zrównoważonego rozwoju w ujawnieniach dostępnych na stronie dotyczyły wartości na poziomie funduszu (subfunduszu) zagranicznego, w który dokonywano inwestycje, i nie dokonano „przeliczenia” tych wartości na poziom funduszu krajowego. Przykładowo więc wskazywano, że 90% aktywów subfunduszu zagranicznego inwestowane jest w inwestycje „promujące” aspekty środowiskowe lub społeczne, chociaż ze strategii inwestycyjnej wynikało, że w fundusz zagraniczny inwestowane jest 70-100% aktywów tego funduszu. Finalny udział inwestycji „promującej” aspekty zrównoważonego rozwoju w takim przypadku mógł być niższy niż wskazane 90%. W takim wypadku, jak się wydaje, należałoby zadeklarować minimalny udział na poziomie 63% ($0.7 \times 0,9 = 0,63$). W innym z kolei przypadku wskazano, że udział inwestycji „promujących” aspekty zrównoważonego rozwoju na poziomie funduszu zagranicznego wynosi 90%, wskazano zaś, że fundusz krajowy inwestuje w tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego „do 100% wartości”. W takim wypadku brak było więc jasnych informacji umożliwiających samodzielne określenie minimalnego udziału inwestycji „promujących” aspekty zrównoważonego rozwoju na poziomie funduszu krajowego. Ogólnie, w toku analizy stwierdzono, że w 17 przypadkach podane zostały dane dla funduszu zagranicznego, w który lokowane były aktywa funduszu krajowego, bez wskazania wprost minimalnego udziału inwestycji o cechach zrównoważonego rozwoju na poziomie funduszu krajowego.

Odnośnie do innych zastrzeżeń, warto zwrócić uwagę na to, że:

- W jednym (1) przypadku w ogóle nie wskazano minimalnego udziału inwestycji odwołujących się do zrównoważonego rozwoju. W ujawnieniach z art. 10 SFDR wskazano, że informacje na temat aspektów środowiskowych lub społecznych promowanych przez ten fundusz zostały przedstawione w załączniku do

Informacji dla klienta, których jednak nie odnaleziono na pod-stronie poświęconej temu funduszowi.

- W dwóch (2) przypadkach wskazano, że w fundusze inwestują swoje aktywa w tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego na wskazanym minimalnym poziomie, nie wskazano jednak wartości procentowych ani kategorii cech zrównoważonego rozwoju na poziomie funduszu zagranicznego.
- W 3 przypadkach brak wskazano na to, że udział instrumentów finansowych promujących aspekty środowiskowe lub społeczne mieści się w przedziale 50%-65%.

Zrównoważone inwestycje (#1A) były przewidziane w 28 produktach, ich udział **wahał się on między 1% a 50% aktywów**. W przypadku 19 produktów nie zadeklarowano dokonywania zrównoważonych inwestycji. Podobnie jak w przypadku informacji o udziale inwestycji „promujących” aspekty zrównoważonego rozwoju (#1), również w tym zakresie w części przedstawiono informacje do alokacji na poziomie funduszu zagranicznego, w który dokonywana była inwestycja. Dodatkowo, w jednym przypadku nie wskazano minimalnego udziału inwestycji zrównoważonych, ograniczając się do sformułowania, że fundusz zagraniczny dąży do inwestowania 10% inwestycje zrównoważone o celu środowiskowym.

Spośród funduszy przewidujących zrównoważone inwestycje, tylko 4 przewidywało inwestycje zgodne z Taksonomią. W każdym wypadku deklarowany minimalny udział inwestycji zgodnych z Taksonomią wynosił 0,01%.

W analizowanej próbie, minimalny procent inwestycji o charakterze środowiskowym innych niż zgodne z Taksonomią (#1B) przewidziany został w 13 funduszach. Udział tych inwestycji wahał się od 0,6% do 50%, przy czym wartość 50% została zadeklarowana dla 4 funduszy.

Dla 4 funduszy nie zadeklarowano szczegółowo podziału inwestycji zrównoważonych. W 3 przypadkach wskazano wyłącznie, że udział inwestycji zrównoważonych ogółem dla subfunduszu zagranicznego wynosić będzie 10% ogółem, ale nie zobowiązano się do określonego minimalnego udziału zrównoważonych inwestycji o celu środowiskowym lub o celu społecznym. W przypadku jednego z funduszy wskazano, że minimalne zaangażowanie w zrównoważone inwestycje określone przez zagraniczny subfundusz wynosi 50%. Fundusz zagraniczny nie zobowiązuje do tego, aby minimalny udział jego

zrównoważonych inwestycji dotyczył inwestycji zrównoważonych środowiskowo. Łączna wartość zrównoważonych inwestycji na poziomie 50% aktywów funduszu zagranicznego może być więc osiągnięta w różny sposób. W żadnym z ww. 4 funduszy nie wskazano, by przewidziane były inwestycje zgodne z Taksonomią.

Jeśli chodzi o minimalny udział inwestycji zrównoważonych społecznie to w całej próbie funduszy „jasnozielonych” wahał się on między 0,6% a 3%. Minimalny odsetek inwestycji o celach społecznych został wyraźnie wskazany w przypadku tylko 6 funduszy, przy czym w jednym z nich deklarowana wartość 1% dotyczyła inwestycji na poziomie funduszu zagranicznego.

W przypadku trzech funduszy nie wskazano w klarowny sposób alokacji na żadnym z poziomów wynikających z „drzewa inwestycji” – nie wskazano udziału inwestycji zgodnych z aspektami środowiskowymi/społecznymi (#1), udziału inwestycji zrównoważonych (#1A) ani inwestycji o innych aspektach środowiskowych/społecznych (#1B).

Warto również odnotować kilka spostrzeżeń odnośnie do formatu prezentacji ujawnień. W 18 z analizowanych ujawnień podmioty nie posłużyły się wskazanym powyżej tzw. „drzewem inwestycji” dla zobrazowania udziału inwestycji poszczególnych kategorii odwołujących się do kwestii zrównoważonego rozwoju. W ujawnieniach odwołujących się do art. 10 SFDR „Drzewo inwestycji” użyte zostało w 25 przypadkach, w 15 z nich jednak można mieć różnego rodzaju zastrzeżenia co do jego treści. Dotyczą one głównie tego, że „drzewo inwestycji” nie zostało dostosowane do udziału inwestycji w konkretnym przypadku. Wątpliwości budzi brak wskazania wartości procentowych dla poszczególnych kategorii oraz pozostawienie elementów zbędnych – np.: pozostawienie pola odnoszącego się do zrównoważonych inwestycji zgodnych z Taksonomią w sytuacji, w której nie zadeklarowano tego rodzaju inwestycji w danym funduszu.

Fundusze z art. 9 SFDR

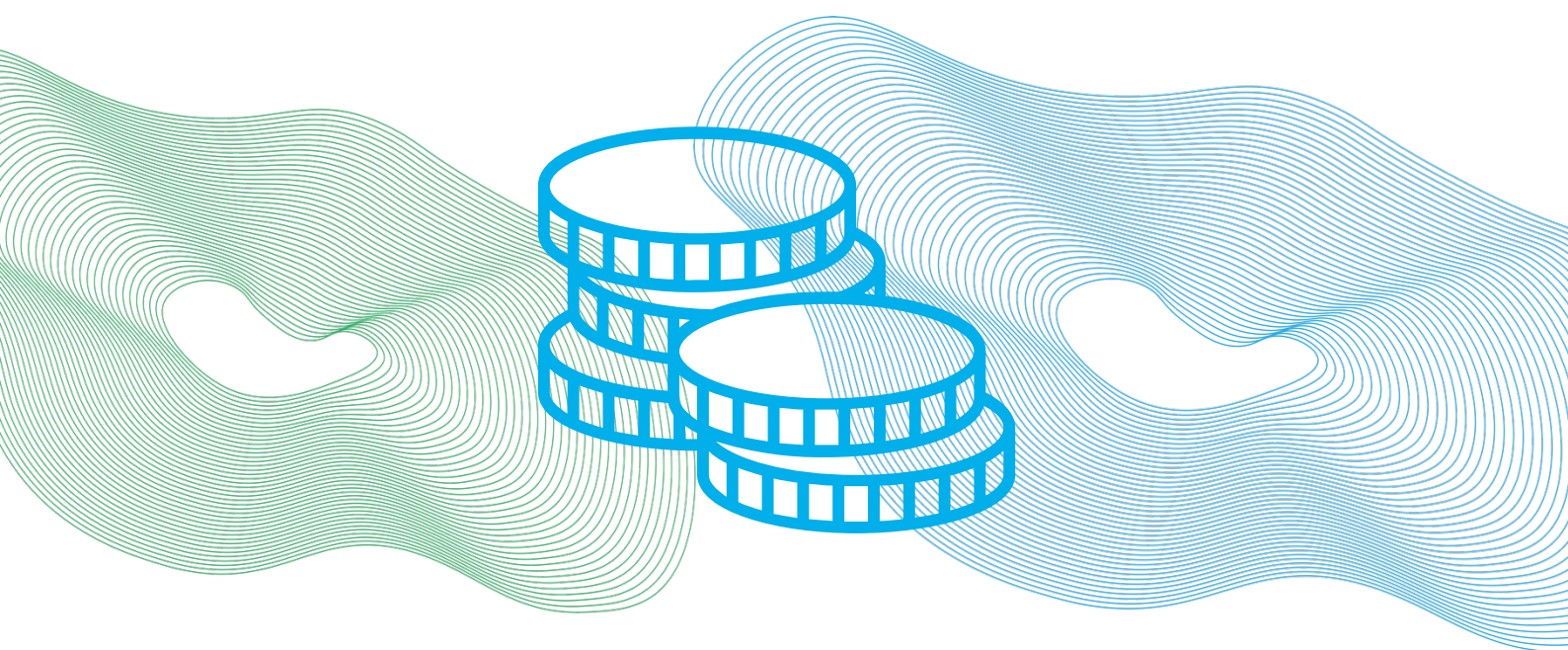
W badanej grupie 7 funduszy było produktami, o których mowa w art. 9 SFDR, tj. **miało na celu zrównoważone inwestycje**.

W Funduszach tych według opublikowanych informacji od 21% do 90% aktywów stanowiły inwestycje o celu zrównoważonym. Inwestycje o celu środowiskowym zostały wskazane w 6 funduszach w ich przypadku większość aktywów jest jednak inwestowana w aktywa inne niż określone w Taksonomii. **Inwestycje zgodne z Taksonomią przewidziano w przypadku 4 funduszy, ich minimalny udział wynosił odpowiednio 1,2% oraz 4,8% aktywów. W przypadku 4 funduszy przewidziane były inwestycje o celu środowiskowym zgodne z Taksonomią (od 1,2% do 4,8%) oraz inwestycje o celu środowiskowym inne niż zgodne z tą regulacją (udział od 0,6% do 52,5%).**

W przypadku dwóch funduszy deklarujących cel środowiskowy przewidziano wyłącznie inwestycje w aktywa inne niż określone w Taksonomii, ich udział wynosił odpowiednio 25% i 90% aktywów. Warto wskazać, że w pierwszym wypadku użyty wykres drzewa inwestycji” nie jest jasny. Mimo, że fundusz deklaruje inwestycje o celu środowiskowym na poziomie 25% to zarówno dla kategorii „zgodne z Taksonomią” jak i „pozostałe środowiskowe” wskazano „N/A” (tj. nie dotyczy), co może być uznane za brak precyzji opisu. W przypadku drugiego z wskazano zaś, że 90% inwestycji o celu środowiskowym to wartość, do której fundusz będzie dążył – nie określono więc minimalnego udziału inwestycji o celu środowiskowym, a jak się wydaje cel maksymalny.

Inwestycje o celu społecznym zadeklarowano w 4 funduszach z art. 9 SFDR w tym w 3 przypadkach obok inwestycji o celu środowiskowym. Zadeklarowany udział inwestycji o celach społecznych, w aktywach całej próbie funduszy „ciemnozielonych” wahał się między 0,6% a 70% aktywów. Fundusz o najwyższym odsetku inwestycji o celu społecznym (70%) zadeklarował wyłącznie inwestycje tego rodzaju, nie deklarując inwestycji o celu środowiskowym.

Tak zwane „drzewo inwestycji” w przypadku produktów z art. 9 SFDR objętych analizą pojawia się w 4 na 7 funduszy. W dwóch przypadkach wykres pozostawał jednak niewypełnionym danymi, a w jednym – dokonano na nim zmiany „poziomów” a dodatkowo nie sprecyzowano wyraźnie jakiego rodzaju inwestycje środowiskowe (zgodne z Taksonomią czy pozostałe) zostały przewidziane w funduszu.



WNIOSKI I UWAGI

Na podstawie analizy ujawnień, o których mowa w art. 10 SFDR należy zauważyć, że – poza nielicznymi wyjątkami – informacje tego rodzaju generalnie są dostępne, chociaż niekoniecznie bezpośrednio na pod-stronie internetowej poświęconej danemu funduszowi (subfunduszowi).

W przypadku funduszy z art. 8 i 9 SFDR deklarowane odsetki poszczególnych kategorii inwestycji były często określone jako wartości minimalne. Wskazywano, że w rzeczywistości może to oznaczać większy udział danego typu inwestycji w produkcji.

W toku analizy materiałów informacyjnych funduszy zaobserwowano **stosowanie praktyk, które w naszej ocenie stanowią utrudnienie z punktu widzenia potencjalnego klienta.**

Znaczna część badanych funduszy funkcjonowała w ścisłej relacji z innymi produktami, najczęściej większymi funduszami zagranicznymi, opierając politykę inwestycyjną w całości bądź dużej części na kupowaniu certyfikatów uczestnictwa w funduszach zagranicznych. niektórych części przypadków dane o minimalnym udziale konkretnych typów inwestycji odwołujących się do zrównoważonego rozwoju zostały podane tylko dla alokacji na poziomie funduszu bazowego (zagranicznego) i nie przedstawiono wprost minimalnego udziału tych inwestycji na poziomie funduszu krajowego. **Mogło to obniżyć rzeczywisty udział konkretnej inwestycji odwołującej się do zrównoważonego rozwoju na poziomie funduszu krajowego, jeżeli część środków inwestowana była także w inne aktywa, np. waluty.**

Nie we wszystkich sytuacjach wskazano także w sposób klarowny minimalny udział inwestycji, które odwołują się do aspektów zrównoważonego rozwoju. W niektórych przypadkach wskazywano na przykład wartości do których „będzie dążyć” fundusz, a więc nie wskazano wprost wartości minimalnej. W pojedynczych wypadkach wartości minimalne udziału inwestycji w ogóle nie zostały wskazane, a ujawnione informacje ograniczyły się do ogólnego opisu strategii inwestycyjnej, ale bez odniesienia jak wpływa to na kwestie klasyfikacji produktu jako „promującego” aspekty zrównoważonego rozwoju. W omawianych przypadkach nie wskazano jaka jest minimalna alokacja aktywów o cechach zrównoważonego rozwoju ani na poziomie funduszu krajowego, ani zagranicznego.

Zastrzeżenia można mieć także względem tak zwanego „drzewa inwestycji”. Często nie jest ono używane, chociaż jest to niewątpliwie element graficzny który wynika z przepisów, i podnosi czytelność przekazywanych informacji. W przypadku jego używania zdarza się jednak, że poszczególne pola tego wykresu nie są uzupełniane o wartości procentowe, albo pozostawiane są pola co do których nie zadeklarowano tego rodzaju inwestycji (np. inwestycje zgodne z Taksonomią w przypadku produktu promującego aspekty zrównoważonego rozwoju, jeśli inwestycji zgodnych z Taksonomią nie przewidziano).

Zwraca uwagę również to, że szczegółowość informacji opisowych w ujawnieniach różni się, a co za tym idzie – różna jest wartość tych informacji dla konsumenta. W pewnym zakresie wydaje się to oczywiście nieuniknione, że opisowy format informacji będzie miał taki właśnie skutek, niemniej - część informacji o charakterze opisowym trudno zweryfikować lub poddać głębszej analizie, a także porównać produkty między sobą. Dotyczy to na przykład sytuacji, w której selekcja lub wykluczenie aktywów w funduszu odbywa się na podstawie np. wewnętrznej metodologii lub analizy, lub jeszcze bardziej ogólnej informacji, że stosowana jest polityka inwestycyjna, na podstawie której kryteria ESG są brane pod uwagę.

O ile mniej dociekliwemu konsumentowi informacja, że towarzystwo dokonuje selekcji inwestycji pod kątem kwestii ESG może wystarczyć, to względem bardziej dociekliwego i nastawionego proekologicznie inwestora informacja taka może być zbyt ogólnikowa. Jako przykład można wskazać opis, zgodnie z którym aktywa o najniższej ocenie w 5 stopniowej skali są wykluczone, a względem aktywów ocenionych w kategorii drugiej od końca (4 w 5 stopniowej skali) oraz których nie poddano wewnętrznemu procesowi oceny pod kątem ESG ze względu na brak informacji dotyczących wpływu ich działalności na aspekty ESG, będą stosowane limity inwestycyjne. Podobnie, również informacja o tym, że w procesie oceny używany jest szereg ratingów ESG, a wyniki oceny są włączane do analizy inwestycyjnej i wyboru papierów wartościowych emitentów, również ma charakter ogólny.

Nieco więcej porządku w tym zakresie ma zapewnić proponowana regulacja UE dotycząca ratingów ESG⁴⁶, która zgodnie ma wprowadzić także pewne obowiązki w zakresie publikowania omówienia metodyki ratingu używanego na potrzeby produktów objętych SFDR i ma w zamierzeniu doprowadzić do większej transparentności.⁴⁷

Nazwy sugerujące cechy związane ze zrównoważonym rozwojem

Prawie połowa (24) ze wszystkich przebadanych funduszy przywodziła na myśl skarżenia związane ze zrównoważonym rozwojem, ESG czy ochroną środowiska już poprzez stosowaną nazwę. Działo się tak w przypadku 18 z 51 funduszy z art. 8 SFDR i 6 z 7 funduszy z art. 9 SFDR. W nazwach funduszy stosowane są skrót „ESG” (5 Funduszy), określenia takie jak „zielony”, również w wersji angielskojęzycznej („green” – 4 fundusze), „ekologiczny” lub podobne (ekologiczny, ekologicznych, ekologicznej itp. - 5 funduszy), „zrównoważony” czy „odpowiedzialny” (9 funduszy), ale także odwołujące się w nazwie do zasobów naturalnych takich jak woda (również w formie „aqua” - 2 fundusze). W dwóch przypadkach w nazwie funduszu użyte zostały odwołania do dwóch z tych określeń równocześnie.

Trend dotyczący nazywania funduszy w sposób odwołujący się do ESG, ekologii czy zrównoważonego rozwoju ma charakter ogólnoeuropejski i został dostrzeżony przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA).⁴⁸

Zgodnie **wytycznymi ESMA** dotyczącymi nazw funduszy, stosowanie terminologii związanej z ESG i zrównoważonym rozwojem w nazwach funduszy powinno mieć miejsce w przypadku spełnienia określonych przez ESMA kryteriów.

W myśl wytycznych, Fundusze posługujące się terminami związanymi ze zrównoważonym rozwojem powinny **osiągnąć próg 80%** powiązany z odsetkiem zrealizowanych

⁴⁶ Projekt Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie przejrzystości i rzetelności działań ratingowych w zakresie ochrony środowiska, spraw społecznych i zarządzania (ESG), oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6255-2024-INIT/en/pdf>, dostęp 27.05.2024 r.

⁴⁷ zob. art. 48a i załącznik III do projektu regulacji,

⁴⁸ ESMA TRV Risk Analysis - ESG names and claims in the EU fund industry, [ESMA50-524821-2931 ESG names and claims in the EU fund industry \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press/news/ESMA-50-524821-2931-ESG-names-and-claims-in-the-EU-fund-industry) dostęp 30.04.2024 r.

inwestycji mających cechy środowiskowe lub społeczne lub cele zrównoważonego rozwoju zgodnie z obowiązującymi elementami strategii inwestycyjnej. Ponadto, fundusze takie powinny wykluczać inwestowanie w:

- a)** przedsiębiorstwa zaangażowane w jakąkolwiek działalność związaną z bronią kontrowersyjną;
- b)** przedsiębiorstwa zaangażowane w uprawę i produkcję tytoniu;
- c)** przedsiębiorstwa, które administratorzy wskaźników referencyjnych uznają za naruszające zasady inicjatywy Global Compact (UNGC) lub wytyczne Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) dla przedsiębiorstw wielonarodowych;
- d)** przedsiębiorstwa, które osiągną co najmniej 1 % swoich przychodów z działalności związanej z poszukiwaniem, wydobyciem, dystrybucją lub rafinacją węgla kamiennego i brunatnego;
- e)** przedsiębiorstwa, które osiągną co najmniej 10 % swoich przychodów z działalności związanej z poszukiwaniem, wydobyciem, dystrybucją lub rafinacją paliw olejowych;
- f)** przedsiębiorstwa, które osiągną co najmniej 50 % swoich przychodów z działalności związanej z poszukiwaniem, wydobyciem, dystrybucją lub rafinacją paliw gazowych;
- g)** przedsiębiorstwa, które osiągną co najmniej 50 % swoich przychodów z produkcji energii elektrycznej, której intensywność emisji gazów cieplarnianych wynosi powyżej 100 g CO₂e/kWh.

Ponadto, zdaniem ESMA, fundusze te powinny przyczyniać się do znaczących inwestycji w zrównoważone inwestycje, o których mowa w art. 2 ust. 17 SFDR. Progi 80% inwestycji oraz zakazu inwestowania w ww. działalność kontrowersyjną zostały przewidziane także dla funduszy posługujących się w nazwie sformułowaniami odwołującymi się do nazw do kwestii „społecznych”, ładu korporacyjnego (governance), oraz środowiskowych (environmental) oraz „wpływu” (impact).

Warto wskazać, że w ocenie ESMA terminy związane ze „zrównoważonym rozwojem” oznaczają wszelkie terminy wywodzące się wyłącznie od słowa podstawowego

„zrównoważony”.⁴⁹ Określenia tego rodzaju dotychczas były raczej używane w odniesieniu do szerszej pojętej strategii inwestycyjnej polegającej na ostrożnym zarządzaniu ryzykiem lub dywersyfikacji aktywów, niż kwestii zrównoważonego rozwoju.

Przyjęcie wytycznych odnośnie nazw funduszy przez ESMA w dłuższej perspektywie może uporządkować kwestie nazewnictwa funduszy, o ile wytyczne te zostaną przyjęte przez właściwe nadzory krajowe. Wytyczne mają obowiązywać w terminie 2 miesięcy od daty opublikowania tłumaczenia. Wytyczne będą mieć zastosowanie dla wszelkich nowych funduszy utworzonych po tej dacie, względem funduszy już istniejących okres na dostosowanie wynosi 6 miesięcy.⁵⁰

Warto więc zauważyć, że spośród 24 przeanalizowanych funduszy, które w tej chwili odwołują się do kwestii zrównoważonego rozwoju, ekologii, wody itp. wskazany próg 80%% byłby spełniony tylko dla 2 funduszy z art. 8 SFDR oraz 2 z art. 9 SFDR, zakładając, że fundusze spełnią także wskazane przez ESMA kryteria wyłączeń.⁵¹

Zwrócić należy jednak uwagę na to, że konkretny zakres obowiązywania wytycznych i ich wpływ na zmiany nazw funduszy będzie zależał od tego, w jaki sposób interpretowane będą określone elementy nazwy funduszu – czy np. kwestie odwołujące się do „wody” czy „zielonego” zostaną uznane za związane ze środowiskiem (environmental-related).

⁴⁹ Final Report, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms. ESMA, wytyczne pkt 16 - 18. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf dostęp 27.05.2024 r., tłumaczenia własne. Tłumaczenia oficjalne ESMA zamierza przygotować w terminie 3 miesięcy od daty publikacji wytycznych tj. od 14 maja 2024 r.

⁵⁰ W ciągu dwóch miesięcy od daty opublikowania Wytycznych na stronie internetowej ESMA we wszystkich językach urzędowych UE właściwe organy, do których mają zastosowanie niniejsze wytyczne, muszą powiadomić ESMA, czy (i) stosują się, (ii) nie stosują, ale zamierzają się zastosować, lub (iii) nie przestrzegają i nie zamierzają przestrzegać wytycznych. [ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf) dostęp 27.05.2024 r.

⁵¹ W zakresie dalszego funduszu „z art. 8 kwestia nie jest całkowicie jasna.. Co prawda zadeklarowano próg 90% inwestycji „promujących” aspekty zrównoważonego rozwoju, ale wskazano że podane dane odnoszą się do funduszu zagranicznego w który inwestuje fundusz. Aktywa funduszu zagranicznego stanowią 70-100% wartości aktywów funduszu. Realny minimalny udział inwestycji promujących aspekty zrównoważonego rozwoju w tym wypadku może więc efektywnie kształtować się na znacznie niższym poziomie - 63% (tj. 70% z 90%).

SFDR jako etykieta

W przypadku wielu funduszy na stronach internetowych, na których umieszczono informacje wymagane przez SFDR, klasyfikacja produktu wynikająca z artykułu 8 lub 9 SFDR prezentowana była w sposób, który może być uznany niezgodny z intencją prawodawcy. Informacja ta często była eksponowana, prezentowana inna czcionką niż reszta dokumentu czy otoczona symbolami, które powszechnie kojarzą się z działaniami na rzecz ochrony środowiska takimi jak grafiki przedstawiające zielony liść.

Może to powodować odbiór tej informacji jako rodzaj certyfikatu czy ustandaryzowanej etykiety chociaż SFDR nie miał być stosowany jako system klasyfikacji czy oznaczeń pod kątem zrównoważonego rozwoju.⁵² We wrześniu 2023 r. Komisja rozpoczęła konsultacje których celem jest ocena funkcjonowania SFRD, jedną z poruszanych kwestii jest również przyszłość artykułu 8 i 9, które mogą zostać zastąpione inną klasyfikacją, w ramach której dostępne będą narzędzia do weryfikacji deklarowanych cech produktu.⁵³ Podsumowanie z konsultacji publicznych wskazuje na to, zdecydowana większość respondentów (89%) uważa, że cel w postaci wzmocnienia przejrzystości poprzez ujawnianie informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem jest nadal aktualny, chociaż opinie co do stopnia osiągnięcia tego celu przez SFDR jak i proponowanych podejść w zakresie kategoryzacji są różne.⁵⁴

⁵² Targeted Consultation Document - Implementation of the sustainable finance disclosures regulation (SFDR) str. 20 https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdr-implementation_en dostęp 27.05.2024 r.

⁵³ ibidem, str. 30

⁵⁴ Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment, 14 September 2023 - 22 December 2023, https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdr-implementation_en dostęp 27.05.2024

PODSUMOWANIE

Na podstawie przeprowadzonej analizy można wysnuć wniosek, że w obowiązujące przepisy dotyczące ujawnień co do cech zrównoważonego rozwoju w produktach finansowych nie funkcjonują w sposób, w jaki można by tego oczekiwać. Niewątpliwie klient chcący lokować kapitał zgodnie ze swoimi preferencjami dotyczącymi zrównoważonego rozwoju ma formalnie do dyspozycji zestaw informacji wymaganych w tym zakresie przez przepisy. Wątpliwości budzi jednak ich zrozumiałość dla przeciętnego konsumenta i stopień w jakim rzeczywiście mogą one ułatwić rzeczywiste zrozumienie cech zrównoważonego rozwoju, porównanie produktów między sobą i podjęcie świadomej decyzji. Jednym z kluczowych założeń SFDR było zwiększenie porównywalności produktów oraz przejrzystości prezentacji cech dotyczących zrównoważonego rozwoju. Jest to szczególnie istotne przy coraz większym zainteresowaniu ESG w ogóle i zwiększającej się podaży produktów finansowych odwołujących się do tych cech. Możliwość efektywnego porównania produktów jest jednak utrudniona przez elastyczne ramy definiujące inwestycje „promujące” aspekty zrównoważonego rozwoju.

Zastrzeżenia można mieć także nie tylko funkcjonującej do praktyki, ale również do kształtu obowiązujących przepisów. Można także zauważyć, że SFDR poprzez prowadzenie rozróżnienia na produkty promujące aspekty zrównoważonego rozwoju (art. 8 SFDR) i mające na celu zrównoważone inwestycje (art. 9 SFDR) wprowadziła faktycznie system klasyfikacji produktów, który jest używany także w celach marketingowych. Można mieć więc zastrzeżenia, czy bez konkretnych narzędzi pozwalających na weryfikację twierdzeń odnośnie do zrównoważonego rozwoju i klarownej, ujednocionej i zwiezłej informacji w tym zakresie dla klienta, regulacja powinna dalej funkcjonować w tej formie.