

Grażyna Borys

Uniwersytet Zielonogórski
e-mail: g.borys@wez.uz.zgora.pl

**ZIELONA SEKURITYZACJA
JAKO TECHNIKA MOBILIZACJI KAPITAŁU
NA TRANSFORMACJĘ GOSPODARKI EUROPEJSKIEJ
W KIERUNKU GOSPODARKI NISKOEMISYJNEJ**

**GREEN SECURITIZATION
AS A CAPITAL MOBILIZATION TECHNIQUE
FOR THE EUROPEAN ECONOMY TRANSFORMATION
TOWARDS LOW-CARBON ECONOMY**

DOI: 10.15611/pn.2018.532.04

JEL Classification: Q54, E44, G14, G28

Streszczenie: Na szczycie klimatycznym w Paryżu UE zobowiązała się do przejścia na gospodarkę niskoemisyjną, której wzrost osiąga się w wyniku integracji wszystkich działań gospodarczych wokół niskoemisyjnych technologii i praktyk, czystej i odnawialnej energii oraz proekologicznych innowacji. Transformacja do gospodarki niskoemisyjnej wymaga znaczącej mobilizacji kapitału. Celem publikacji jest zwrócenie uwagi na to, że w procesie koniecznej mobilizacji środków finansowych istotną rolę może odegrać tzw. zielona sekurytyzacja, na co wskazują choćby pierwsze efekty jej wykorzystywania na rynku amerykańskim. Postulowany rozwój europejskiego rynku zielonej sekurytyzacji stoi jednak przed pewnymi kluczowymi wyzwaniami o różnym stopniu złożoności, w tym przede wszystkim wypracowania taksonomii aktywów niskowęglowych. Do osiągnięcia założonego celu posłużono się metodą studiów i krytycznej analizy literatury przedmiotu oraz dokumentów, regulacji i raportów.

Słowa kluczowe: gospodarka niskoemisyjna, realokacja kapitału, zielona sekurytyzacja, aktywa niskowęglowe.

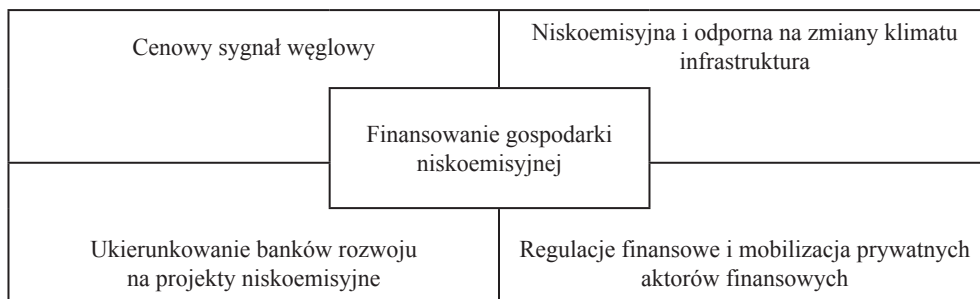
Summary: At the Paris climate summit the EU committed to transform to low-carbon economy, the growth of which is achieved through the integration of all economy aspects associated with low-carbon technologies and practices, clean and renewable energy and proenvironmental innovations. The transformation into a low-emission economy requires significant capital mobilization. The purpose of the publication is to attract attention to the fact that the so-called green securitization can play a significant role in the necessary mobilization of financial resources, as indicated by the first effects of using it on the US market. However, the proposed development of the European green securitization market faces certain major challenges of varying complexity, including primarily the development of low-carbon assets taxonomy. The method of the subject literature, relevant documents, regulations and reports review and critical analysis was used to meet the defined purpose.

Keywords: low-carbon economy, capital reallocation, green securitization, low-carbon assets.

1. Wstęp

Na szczycie klimatycznym w Paryżu pod koniec 2015 r. 196 uczestniczących w nim delegacji zgodnie zaakceptowało cel „utrzymania wzrostu średniej globalnej temperatury na poziomie znacznie poniżej 2°C”. Aby osiągnąć ten cel, strony porozumienia zobowiązały się do określenia swojego wkładu w jego realizację. Unia Europejska zobowiązała się do redukcji do 2030 r. własnych emisji gazów cieplarnianych o co najmniej 40% w porównaniu z 1990 r. [Decyzja Rady 2016].

Przejście na gospodarkę niskoemisyjną (*low-carbon economy*) wymaga wielowymiarowych działań na bardzo wielu płaszczyznach, które pozwoliłyby połączyć ścieżkę szybkiego rozwoju gospodarki europejskiej z trwałym zmniejszeniem emisji gazów cieplarnianych. Jedną z takich płaszczyzn jest płaszczyzna finansowa, o czym świadczy organizacja Dnia Finansów Klimatycznych w Paryżu w maju 2015 r. podczas prezydencji francuskiej. Dorobek tego Dnia zaprezentowany został opinii publicznej w tzw. Raporcie Canfina-Grandjeana w czerwcu 2015 r. [Canfin-Grandjean Commission 2015]. Autorzy Raportu podkreślili w nim konieczność zaprojektowania ścieżki (mapy drogowej) finansowania niskoemisyjnej transformacji gospodarki, wskazując cztery jej kluczowe wymiary (rys. 1).



Rys. 1. Aspekty finansowania transformacji gospodarki do gospodarki niskoemisyjnej

Źródło: [Canfin-Grandjean Commission 2015].

W Raporcie wyartykułowano, że w projekcie mapy drogowej należy przede wszystkim założyć stopniowe wycofywanie się z subsydiów do paliw kopalnych. Obecnie, jak wynika z badań Międzynarodowego Funduszu Walutowego szacowane są one w skali globalnej na poziomie ok. 10 mln USD na minutę. Transformacja w kierunku gospodarki niskoemisyjnej wymaga głębokiej modernizacji czy wręcz stworzenia całkowicie nowej infrastruktury w niemal wszystkich sektorach gospodarki. Warunkiem przeprowadzenia modernizacji i budowy nowej infrastruktury jest, z jednej strony, koncentracja regionalnego i krajowych banków rozwoju na niskoemisyjnych projektach, a z drugiej strony stworzenie systemu zachęt do zwiększenia popytu na te projekty oraz zwiększenie dostępności do źródeł ich finansowania.

wania w drodze aktywizacji prywatnych inwestorów i innych aktorów sektora finansowego.

Artykuł poświęcony jest technice inżynierii finansowej określanej terminem – zielona sekurytyzacja. Jego celem jest prezentacja bieżących i postulowanych zastosowań zielonej sekurytyzacji w mobilizacji kapitału na transformację gospodarki europejskiej do gospodarki niskoemisyjnej. Zaprezentowane informacje źródłowe stanowią wkład w rozpoznanie tej techniki oraz zwiększenia nią zainteresowania w Polsce.

2. Luka w finansowaniu transformacji gospodarki europejskiej do gospodarki niskoemisyjnej

Gospodarka niskoemisyjna to gospodarka, której wzrost osiąga się w wyniku integracji wszystkich działań gospodarczych wokół niskoemisyjnych technologii i praktyk, wydajnych rozwiązań energetycznych, czystej i odnawialnej energii i proekologicznych innowacji technologicznych. Do korzyści wynikających z budowy takiej gospodarki zalicza się m.in.:

- podniesienie konkurencyjności wielu przemysłów i usług poprzez promowanie wydajności energetycznej i efektywnej gospodarki zasobami,
- rozwój innowacji w zakresie nowych technologii i produktów, struktur organizacyjnych i systemów zarządzania,
- powstawanie nowych potencjałów rozwojowych w wyniku tworzenia nowych rynków niskoemisyjnych technologii.

Transformacja do takiej gospodarki wymaga, zgodnie z „krzywą uczenia się”, wysokich początkowych nakładów na badania i rozwój, a następnie nakładów na budowę infrastruktury niskoemisyjnej. Oznacza to, że państwa należące do Unii Europejskiej w najbliższych dekadach będą borykały się z dużymi potrzebami w zakresie nakładów inwestycyjnych na rozwój tej infrastruktury. Według szacunków Komisji Europejskiej roczny poziom tych nakładów powinien do 2030 r. ukształtować się na poziomie od 2,6 do 4,5% PKB. Kierując się najbardziej ostrożnym szacunkiem (na poziomie 2,6% PKB), należałoby przyjąć, że roczne nakłady inwestycyjne nie powinny być niższe niż 470 mld euro. Same potrzeby związane z rocznymi nakładami inwestycyjnymi na wzrost efektywności energetycznej i wzrost udziału energii z odnawialnych źródeł w całkowitym zużyciu energii powinny osiągnąć poziom ok. 200 mld euro. Tymczasem, pomimo nadania priorytetu nakładom na budowę infrastruktury niskoemisyjnej [Komunikat KE 2011], zapotrzebowanie na źródła sfinansowania tych nakładów nie jest zaspokajane. Należałoby wskazać, że roczny wolumen kredytów udzielanych przez Europejski Bank Inwestycyjny kształtuje się średnio na poziomie 50–60 mld euro. Utworzony w czerwcu 2015 r. Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych (European Fund for Strategic Investments – EFSI) [Rozporządzenie PE 2015] ma na celu mobilizację środków na inwestycje w wysokości 315 mld euro w ciągu trzech lat.

Projektując źródła sfinansowania niezbędnych nakładów na transformację gospodarki europejskiej do gospodarki niskoemisyjnej, należy zwrócić uwagę na dwie cechy inwestycji w infrastrukturę niskoemisyjną. Po pierwsze, inwestycje te mają najczęściej charakter długoterminowy (przepływy pieniężne związane z nimi trwają 10–15 lat), co skutkuje trudnościami związanymi z bezpośrednim ich sfinansowaniem tylko z kredytu czy tylko z emisji obligacji. Po drugie, inwestycje w niektóre projekty niskoemisyjne na obecnym etapie rozwoju postrzegane są jako obciążone relatywnie dużym ryzykiem wynikającym z wyboru innowacyjnej technologii, przyszłej sytuacji regulacyjnej czy sytuacji rynkowej, co wymaga interwencji publicznych z uwagi na spodziewane efekty dodatnie z ich przeprowadzenia (np. w stanie zdrowia społeczeństwa czy spadku cen energii w pewnej perspektywie czasowej). Dlatego w projektowaniu systemów finansowania transformacji do gospodarki niskoemisyjnej należy położyć nacisk na innowacje finansowe [Boissionot i in. 2015, s. 12].

Pewnym przykładem takich innowacji są zielone obligacje [Brzozowska 2017, s. 70]. Obligacje mogą być uznane za zielone, jeśli projekt inwestycyjny, na rzecz którego emisja ma być przeprowadzona, spełnia kryteria proekologiczności potwierdzone specjalnym certyfikatem w formie etykiety *green bonds*. W ramach kategorii „proekologiczności” mieści się oczywiście subkategoria „niskoemisyjności”. Rynek zielonych obligacji działa od 2008 r., tj. od pierwszej emisji przygotowanej przez Grupę Banku Światowego. Emisje tych obligacji w 2016 r. ukształtowały się na poziomie ok. 80 mld USD, a udział pierwszego ich emitenta wyniósł już tylko 1,5% całego portfela¹. Obecnie emitentami tych obligacji obok banków są rządy, korporacje i jednostki samorządu terytorialnego, choć nadal dominującymi emitentami są banki, w szczególności banki amerykańskie, francuskie i chińskie.

Oceniając generalnie pozytywnie powstanie i rozwój rynku zielonych obligacji, należy zauważyć, że obligacje jako źródło bezpośredniego finansowania nie mogą być zastosowane w przypadku inwestycji podmiotów mających utrudniony dostęp do rynku kapitałowego (np. małych i średnich przedsiębiorstw). Dlatego, jako obiecujący obszar poszukiwania innowacji finansowych w kontekście mobilizacji środków na transformację do gospodarki niskoemisyjnej wskazuje się obszar tzw. finansowania zintegrowanego (*structured financing*). „Finansowanie strukturyzowane określa w sektorze usług finansowych dopasowane do potrzeb firmy lub instytucji pozyskanie finansowania na rynku papierów dłużnych, w trakcie którego mało przewidywalny pod względem wartości i rozkładu czasowego strumień płatności, pochodzący z wpływów transakcji, stanowiący zabezpieczenie emisji papierów dłużnych, zostaje zamieniony na inny strumień płatności, potrzebny do spełnienia zobowiązań terminowych tej samej transakcji, w tym przypadku do spłaty odsetek

¹ W grudniu 2016 r. przeprowadzono pierwszą polską emisję zielonych obligacji na kwotę 750 mln euro. W styczniu 2018 r. Polska wyemitowała po raz drugi zielone obligacje o wartości 1 mld dolarów.

i kapitału inwestorów dostarczających finansowania” [Kidacka 2006, s. 94, 95]. Szczególnie interesującą techniką finansowania w kontekście prowadzonych rozważań jest technika sekurytyzacji.

3. Pojęcie i bieżąca sytuacja na rynku sekurytyzacji niskowęglowych aktywów

Sekurytyzacja jest techniką, która polega na łączeniu w pakiety kredytów bądź należności, uporządkowanych według różnych klas ryzyk, a następnie przekształcanie ich w zbywalne papiery wartościowe lokowane na rynku kapitałowym. Zabezpieczeniem papierów wartościowych są przepływy pieniężne w ramach tych kredytów bądź należności, stanowiące tzw. aktywa bazowe. Sekurytyzacja, po okresie jej stygmatyzacji w kontekście kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych na rynku sekurytyzacji kredytów *subprime*, staje się ważną techniką mobilizacji kapitału rozwojowego w ramach Planu Inwestycyjnego dla Europy i jego podstawowego filaru – EFSI. Dużym wsparciem dla szerszego stosowania tej techniki może okazać się trwający proces tworzenia unii rynków kapitałowych i przyjęcie ram regulacyjnych tzw. prostej, przejrzystej i standardowej (*Simple, Transparent and Standardised* – STS) sekurytyzacji, które powinny zmniejszyć obawy związane z jej „toksycznością.” Papiery wartościowe powstałe w procesie sekurytyzacji są instrumentami finansowymi, których zabezpieczeniem mogą być właściwie wszelkie rodzaje aktywów przynoszące stały dochód. W 2013 r. pojawiła się pierwsza statystyka organizacji non-profit – *Climate Bonds Initiative* emisji instrumentów sekurytyzacyjnych zabezpieczonych zielonymi aktywami (*green ABS*). Wynika z niej, że w skali globalnej emisje papierów wartościowych zabezpieczone zielonymi aktywami przekraczały 4,5 bln USD, co stanowiło 6% emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami [Kidney i in. 2017].

Tradycyjnie, do zielonych aktywów zaliczane są zielone kredyty hipoteczne na inwestycje w pasywne budynki mieszkalne oraz kredyty na zakup samochodów hybrydowych i elektrycznych. Można więc śmiało stwierdzić, że obecnie zielone aktywa utożsamiane są z aktywami niskowęglowymi. Emisje papierów wartościowych zabezpieczone niskowęglowymi aktywami odbywają się głównie w Stanach Zjednoczonych. Dopiero w 2016 r. nastąpiła pierwsza europejska emisja papierów wartościowych zabezpieczona niskowęglowymi aktywami (kredytami hipotecznymi). Przeprowadziła ją holenderska instytucja kredytowa – Obvion, należąca do grupy kapitałowej Robobanku. Wartość emisji to kwota 526 mln USD. Zatem, obecnie europejski rynek niskowęglowej sekurytyzacji ma charakter rynku wschodzącego w bardzo wczesnej fazie rozwojowej.

4. Wyzwania rozwojowe europejskiego rynku sekurytyzacji aktywów niskowęglowych

Europejski rynek sekurytyzacji aktywów niskowęglowych stoi przed wieloma wyzwaniami o różnym stopniu złożoności. Do kluczowych wyzwań należałoby zaliczyć:

- wypracowanie powszechnie akceptowalnej definicji aktywów niskowęglowych,
- przemyślane ukierunkowanie interwencji publicznej na rynku z wczesnym rozpoznaniem ryzyka systemowego,
- sprawne wdrożenie do praktyki ram regulacyjnych STS.

Ostatnie z wyszczególnionych wyzwań ma charakter ogólny w tym sensie, że od sprostania temu wyzwaniu zależeć będzie faktyczne ożywienie całego rynku sekurytyzacji bez powtarzania błędów popełnionych przed kryzysem z 2007 r. Niewątpliwie sprawnemu wdrożeniu do praktyki ram regulacyjnych STS sprzyja formuła ich ustanowienia w drodze rozporządzenia [Rozporządzenie PE 2017], co pozwoliło na uniknięcie długotrwałego procesu ich implementacji do ustawodawstwa krajowego państw członkowskich UE.

Istotnym wyzwaniem rozwojowym omawianego rynku jest wypracowanie jednolitej i pojemnej definicji aktywów niskowęglowych, zwłaszcza w warunkach funkcjonowania unii rynków kapitałowych. Postulowana definicja powinna znacząco poszerzyć tradycyjną taksonomię aktywów niskowęglowych, w tym bezspornie o kredyty na poprawę efektywności energetycznej i paliwowej oraz na wykorzystywanie odnawialnych źródeł energii w ciepłownictwie i energetyce (w tym także w systemie konsumenckim). Jednocześnie katalog aktywów niskowęglowych powinien w większym stopniu uwzględniać potencjały transformacji gospodarki europejskiej do gospodarki niskowęglowej w sektorach non-ETS², ze szczególnym uwzględnieniem małych i średnich przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Wspomniane podmioty są niejako „skazane” na finansowanie bankowe lub w dużym stopniu uzależnione od tego finansowania. Ma to zresztą pewną zaletę, gdyż finansowanie bankowe wymusza ekonomiczną efektywność podejmowanych przedsięwzięć i jest dobrą alternatywą dla czysto dotacyjnego finansowania prywatnych projektów proekologicznych.

Powszechnie akceptowalna definicja aktywów niskowęglowych jest istotna z dwóch powodów. Po pierwsze, pozwoliłaby ona na zintensyfikowanie transformacji gospodarki europejskiej do gospodarki niskowęglowej poprzez bardziej świadomą realokację dostępnego kapitału i lepsze ukierunkowanie potencjalnego wsparcia publicznego na szczeblu unijnym i krajowym. Po drugie, pozwoliłaby ona inicjatorom sekurytyzacji i społecznie odpowiedzialnym inwestorom unikać kosztów ze-

² Sektory EU ETS (*European Union Emission Trading System* – EU ETS) to sektory objęte europejskim systemem handlu emisjami. Do sektorów non-ETS zalicza się m.in. mieszkalnictwo, transport, gospodarkę odpadami, rolnictwo.

wewnętrznych konsultantów świadczących usługi identyfikacji aktywów niskowęglowych, które są konieczne dla każdej niemal operacji kredytowej objętej wsparciem publicznym. Nie bez znaczenia jest także funkcja informacyjno-edukacyjna takiej definicji. Jak wykazały najnowsze badania przeprowadzone na grupie 10 banków europejskich (ABN Amro, BBVA, Berlin Hyp, HSBC, ING, Lloyds, SEB, Südtiroler Volksbank, Triodos i UniCredit) mają one duże trudności w identyfikacji szerszej grupy zielonych produktów (a więc i niskowęglowych) w swoich portfelach i co więcej, różne departamenty struktury organizacyjnej tych banków wykazują zróżnicowany poziom zainteresowania zielonym oznakowaniem (zielonymi etykietami) tych produktów. Zdecydowanie najniższe zainteresowanie tym oznakowaniem zaobserwowane zostało w departamentach działalności pozabankowej, zarządzania aktywami i ubezpieczeń oraz w departamentach kredytowania MŚP. Największe zainteresowanie zielonymi etykietami wykazywali pracownicy departamentów nieruchomości komercyjnych, rynku kapitałów dłużnych i bankowości korporacyjnej. Respondenci departamentów kredytowania MŚP wskazywali też najczęściej na trudności w kierowaniu się w biznesie bankowym takimi etykietami [Sweatman, Robins 2017].

Rodzący się rynek sekurytyzacji aktywów niskowęglowych wymagać z pewnością będzie szeregu interwencji publicznych ukierunkowanych przede wszystkim na stronę popytową – wzrost kredytów na projekty niskowęglowe poprzez poprawę warunków kredytowania. Towarzyszyć temu musi wczesne rozpoznanie ryzyka systemowego.

5. Zakończenie

Podstawowym warunkiem udanej transformacji gospodarki europejskiej w kierunku gospodarki niskoemisyjnej jest sprawna realokacja dostępnego kapitału na inwestycje w infrastrukturę niskoemisyjną. Taka realokacja powinna mieć miejsce zarówno w sektorze bankowym, jak i poprzez rynki kapitałowe, a najlepiej poprzez synergiczne oddziaływanie podmiotów całego sektora finansowego i inwestorów prywatnych. Duże możliwości takiego oddziaływania stwarza sekurytyzacja – technika finansowania zintegrowanego. Dlatego też Komisja Europejska z dużą determinacją przystąpiła do ożywienia rynku sekurytyzacji. Przejawem tego jest m.in. stworzenie ram regulacyjnych prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji. Szczególnie interesującym segmentem tego rynku może okazać się rynek zielonej sekurytyzacji. Aby tak się stało UE wraz z państwami członkowskimi powinna, obok sprawnego wdrożenia do praktyki ram regulacyjnych STS, wypracować kierunkową taksonomię aktywów niskowęglowych oraz umiejętnie ukierunkować interwencję publiczną w tym segmencie wraz z wczesnym rozpoznanem ryzyka systemowego.

Literatura

- Boissionot J., Huber D., Lame G., 2015, *Finance and climate: The transition to low-carbon and climate-resilient economy from a financial sector perspective*, OECD Journal: Financial Markets Trends, vol. 1.
- Brzozowska K., 2017, *Idea zrównoważonego rozwoju na rynku obligacji*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 478.
- Canfin-Grandjean Commission, 2015, *Mobilizing Climate Finance – A Roadmap to Finance a Low-carbon Economy*, http://www.cdclimat.com/IMG/pdf/exsum-report_canfin-grandjean_eng.pdf (17.03.2018).
- Decyzja Rady, 2016, Decyzja Rady (UE) 2016/1841 z dnia 5 października 2016 r. w sprawie zawarcia w imieniu UE porozumienia paryskiego przyjętego na mocy Ramowej konwencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu, Dz.Urz. UE L 281/1 z 19.10.2016.
- Kidacka I., 2006, *Finanse zintegrowane. Sekurytyzacja, struktury finansowe*, Difin, Warszawa.
- Kidney S., Giuliani D., Sonerud B., 2017, *Stimulating private market development in green securitisation in Europe: The public sector agenda*, April, https://www.climatebonds.net/files/files/-Green-Securitization-EU_policy-paper_20_04_17-FINAL.pdf (3.03.2018).
- Komunikat KE, 2011, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, *Plan działania prowadzący do przejścia na konkurencyjną gospodarkę niskoemisyjną do 2050 r.*, KOM (2011) 112 wersja ostateczna, Bruksela, 8.3.2011.
- Robins N., Sweatman P., 2017, *Green tagging: Mobilising bank finance for energy efficiency in real estate*, <http://www.greengrowthknowledge.org> (27.03.2018).
- Rozporządzenie PE, 2015, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/1017 z dnia 25 czerwca 2015 r. w sprawie Europejskiego Funduszu Inwestycji Strategicznych, Europejskiego Centrum Doradztwa Inwestycyjnego i Europejskiego Portalu Projektów Inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1291/2013 i nr 1316/2013, Dz.Urz. UE L 169 z 1.7.2015.
- Rozporządzenie PE, 2017, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 347 z 28.12.2017.