

RAPORT POLSIF

PRZYGOTOWANIE:
INSTYTUT ODPOWIEDZIALNYCH FINANSÓW

**Bariery i szanse
regulacyjne
i rynkowe
rozwoju ilości
i wartości
zrównoważonych
produktów
inwestycyjnych w
Polsce**



Autorzy:
Ludwik Kotecki
Rafał Cieślik



Spis treści

1. WSTĘP	5
1.1. CEL I ZAKRES RAPORTU	6
1.2. METODOLOGIA OPRACOWANIA	6
1.3. KRÓTKIE STRESZCZENIE KLUCZOWYCH WNIOSKÓW I REKOMENDACJI	7
2. KONTEKST REGULACYJNY SFDR	9
2.1. ZAŁOŻENIA ROZPORZĄDZENIA SFDR: EWOLUCJA OD REŻIMU UJAWNIEŃ DO SYSTEMU ETYKIET	9
2.2. KLUCZOWE DEFINICJE - „PROMOWANIE” W ART. 8, „ZRÓWNOWAŻONA INWESTYCJA” W ART. 9	10
2.3. ROLA TAKSONOMII UE I ZASADY DNSH (DO NO SIGNIFICANT HARM)	11
3. KONTEKST EKONOMICZNY INWESTYCJI W POLSCE	12
3.1. SKALA AKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ W POLSCE	13
3.2. KIERUNKI INWESTOWANIA	13
3.3. ŹRÓDŁA FINANSOWANIA INWESTYCJI	14
3.4. POSTAWY WOBEC INWESTYCJI W OZE I CZYSTE TECHNOLOGIE	14
3.5. BARIERY OGRANICZAJĄCE AKTYWNOŚĆ INWESTYCYJNĄ FIRM W POLSCE.....	15
4. POLSKI RYNEK PRODUKTÓW SFDR W KONTEKŚCIE EUROPEJSKIM	17
4.1. ANALIZA ILOŚCIOWA RYNKU FUNDUSZY ZRÓWNOWAŻONYCH – DYNAMIKA WZROSTU, STRUKTURA, PRZEPŁYWY KAPITAŁU.....	17
4.2. KRAJOBRAZ INSTYTUCJONALNY: ROLA MF, KNF, IZFIA, POLSIF	19
4.3. PORÓWNANIE Z RYNKAMI DOJRZAŁYMI (FRANCJA, NIEMCY, WIELKA BRYTANIA).....	21
4.3.1. ANALIZA RÓŻNIC W POSTAWACH NADZORCZYCH	21
4.3.2. PRZEGLĄD EUROPEJSKICH RYNKÓW SFDR	23
4.3.3. RÓŻNICE W MOTORACH NAPĘDOWYCH RYNKU	25
5. WIELOWYMIAROWA DIAGNOZA BARIER WZROSTU I TWORZENIA WARTOŚCI.....	26
5.1. BARIERY REGULACYJNE I INTERPRETACYJNE	26
5.1.1. NIEJASNOŚĆ DEFINICJI JAKO ŹRÓDŁO RYZYKA I KOSZTÓW	26
5.1.2. WYZWANIA REGULACYJNE A TEMPO ROZWOJU RYNKU SFDR	27



Spis treści

5.1.3. PROBLEMY IMPLEMENTACYJNE: LEKCJE Z EUROPEJSKIEGO WSPÓLNEGO DZIAŁANIA NADZORCZEGO (ESMA CSA 2024-2025)	27
5.2. BARIERY OPERACYJNE.....	28
5.2.1. LUKA W DANYCH ESG	28
5.2.2. ZALEŻNOŚĆ OD ZEWNĘTRZNYCH DOSTAWCÓW	29
5.2.3. WYBRANE WYZWANIA METODOLOGICZNE I ZARZĄDCZE SFDR	30
5.3. BARIERY RYNKOWE I KOMPETENCYJNE	31
5.3.1. LUKA KOMPETENCYJNA W INSTYTUCJACH	32
5.3.2. KOSZTY WDROŻENIA	33
5.3.3. NISKI POZIOM ŚWIADOMOŚCI I EDUKACJI INWESTORÓW	33
5.4. BRAK „LIDERA PROJEKTU” I „MASTERPLANU” - ROLA PAŃSTWA	34
6. SZANSE I MOŻLIWOŚCI ROZWOJU RYNKU	35
6.1. POTENCJAŁ WZROSTU WARTOŚCI PRODUKTÓW SFDR: TRANSITION FINANCE JAKO IMPERATYW STRATEGICZNY	35
6.2. PROAKTYWNE MODELE ROZWOJU (ANALIZA MIĘDZYNARODOWYCH WZORCÓW)	35
6.3. ARCHITEKTURA SFDR 2.0	36
6.4. PRZEWAGI POLSKI: ROLA MAPY DROGOWEJ I ZORGANIZOWANA SPOŁECZNOŚĆ ZRÓWNOWAŻONYCH FINANSÓW	37
7. REKOMENDACJE STRATEGICZNE	39
7.1. BUDOWA KRAJOWEJ BAZY DANYCH ESG	39
7.2. REWIZJA STRATEGII PRODUKTOWEJ: MODEL TRANSITION FINANCE DLA POLSKI	39
7.3. STANDARYZACJA KOMPETENCJI ESG I UJEDNOLICENIE PODEJŚCIA NADZORCZEGO	40
7.3.1. STANDARYZACJA KOMPETENCJI ESG	40
7.3.2. SPÓJNOŚĆ INTERPRETACYJNA I WYTYCZNE NADZORCZE	40
7.4. PUBLIKACJA KRAJOWYCH WYTYCZNYCH SFDR	40



Spis treści

7.5. NARZĘDZIA EDUKACYJNE I PROMOCYJNE DLA RYNKU INWESTORÓW	42
7.6. PRZYGOTOWANIE NA ERĘ KATEGORYZACJI PRODUKTÓW	43
7.7. REKOMENDACJE „EUROPEJSKIE”	43
8. WERYFIKACJA I POGŁĘBIENIE DIAGNOZY	45
8.1. WERYFIKACJA DIAGNOZY W BADANIU ANKIETOWYM TFI	45
8.2. EMPIRYCZNE POTWIERDZENIE BARIER JAKOŚCIOWYCH	46
8.3. EFEKT UBOCZNY MIFID II	46
9. ZAKOŃCZENIE	47
9.1. SYNTEZA BARIER I SZANS	47
9.2. KLUCZOWE DZIAŁANIA DLA ROZWOJU RYNKU SFDR W POLSCE	47
9.3. PRZYSZŁOŚĆ REGULACJI I TRENDÓW EUROPEJSKICH	48
10. MAPA DZIAŁAŃ STRATEGICZNYCH - PODSUMOWANIE REKOMENDACJI	50
BIBLIOGRAFIA	51
POLSIF	53
INSTYTUT ODPOWIEDZIALNYCH FINANSÓW	54

Raport „Bariery i szanse regulacyjne i rynkowe rozwoju ilości i wartości zrównoważonych produktów inwestycyjnych w Polsce” został przygotowany przez Instytut Odpowiedzialnych Finansów na zlecenie POLSIF (Sustainable Investment Forum Poland).

Autorami Raportu są dr Ludwik Kotecki oraz dr Rafał Cieślik.

Raport powstał dzięki wsparciu finansowemu European Climate Fundation.



1. Wstęp

Niniejszy raport stanowi kompleksową diagnozę polskiego rynku produktów finansowych podlegających Rozporządzeniu SFDR, powstałą w kluczowym momencie redefinicji pojęcia „zrównoważonej inwestycji” zaproponowanej 20 listopada przez Komisję Europejską (SFDR 2.0). Dokument identyfikuje Polskę jako rynek znajdujący się w „luce dojrzałości” względem Europy Zachodniej, co przejawia się pasywnością nadzorczą i regulacyjną oraz dominacją fasadowych strategii inwestycyjnych, rodzących ryzyko greenwashingu. Przyczyny takiego stanu rzeczy są poddane wieloaspektowej analizie.

Celem opracowania jest dostarczenie zarządom TFI, bankom i regulatorom rekomendacji pozwalających na przejście z defensywy (compliance) do ofensywy strategicznej. Główna teza raportu wskazuje, że największą szansą dla polskiego sektora finansowego jest model Transition Finance. Wysoka emisyjność polskiej gospodarki generuje strukturalny popyt na kapitał transformacyjny („brown-to-green”), który – w obliczu nadchodzącej reformy SFDR 2.0 – może stać się istotnym motorem wzrostu wartości aktywów.

Analiza opiera się na czterech filarach: dekonstrukcji ram prawnych, badaniu ilościowym portfeli funduszy (dane POLSIF), benchmarkingu z rynkami dojrzałymi (Francja, Niemcy, Wielka Brytania) oraz weryfikacji barier operacyjnych. Raport zawiera wiele rekomendacji, poczynwszy od konieczności budowy krajowej bazy danych ESG oraz uzgodnienie i wdrożenie standardów wyprzedzających minimalne wymogi unijne. Konieczne są także działania edukacyjne i budowanie kompetencji.

1.1. Cel i zakres raportu

Niniejszy raport przedstawia diagnozę polskiego rynku produktów finansowych podlegających Rozporządzeniu (UE) 2019/2088 (SFDR). Dokument ten oferuje perspektywną ocenę strategiczną, która identyfikuje unikalne okno możliwości dla polskich instytucji finansowych w kontekście globalnej redefinicji pojęcia „zrównoważonej inwestycji”.

W obliczu narastającego zmęczenia regulacyjnego i niepewności związanej z rewizją SFDR, celem opracowania jest dostarczenie zarządom Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI), bankom depozytariuszom oraz organom nadzoru (KNF, Ministerstwo Finansów) rekomendacji, które pozwolą na:

- przejście z defensywy do ofensywy: przekształcenie kosztów dostosowania w inwestycję budującą długoterminową wartość portfela,
- mitygację ryzyka greenwashingu: poprzez implementację standardów wyprzedzających minimalne wymogi prawne, w oparciu o wnioski z raportów ESMA z 2024 roku,
- kapitalizację luki finansowania transformacji: wykorzystanie specyfiki polskiej gospodarki (dominacja aktywów „brązowych” o wysokim potencjale dekarbonizacji) do stworzenia nowej klasy aktywów Transition Finance.

Zakres przedmiotowy analizy obejmuje krytyczną dekonstrukcję ram prawnych UE, ze szczególnym uwzględnieniem projektowanej reformy „SFDR 2.0”, analizę komparatywną z rynkami dojrzałymi z jurysdykcji o ugruntowanej praktyce (Francja, Niemcy, Wielka Brytania), empiryczną weryfikację barier jakościowych na podstawie twardych danych z autorskiego badania ankietowego POLSIF, a także sformułowanie szczegółowych rekomendacji strategicznych dla zarządzających funduszami.

1.2. Metodologia opracowania

Wnioski zawarte w raporcie opierają się na rygorystycznej metodologii badawczej, łączącej cztery strumienie analityczne, co zapewnia wielowymiarowy obraz rynku.

1. Analiza prawno-regulacyjna (*Legal & Regulatory Analysis*):

- szczegółowa egzegeza tekstów prawnych (SFDR, Taksonomia UE, CSRD) oraz dokumentów poziomu 2 i 3 (RTS, Q&A ESMA).
- analiza dokumentów nadzorców krajowych: *AMF Doctrine* (Francja), *BaFin Sustainable Finance Strategy 2025* (Niemcy) oraz *FCA Sustainability Disclosure Requirements* (Wielka Brytania).
- ocena projektów legislacyjnych Komisji Europejskiej dotyczących reformy SFDR (konsultacje 2023/2024, opinie ESA z czerwca 2025).

2. Analiza ilościowa (*Quantitative Analysis*):

- wykorzystanie pierwotnych danych z badania POLSIF obejmującego 144 fundusze z 12 TFI, zarządzające aktywami o wartości ponad 89 mld PLN. Badanie to, oparte na metodologii Eurosif SRI Study Group, dostarcza twardych dowodów na strukturę strategii inwestycyjnych (screening, engagement, impact).
- analiza danych makroekonomicznych dla Polski w kontekście popytu na finansowanie zielonych inwestycji i zdolności do finansowania transformacji energetycznej.

3. Analiza jakościowa i porównawcza (*Benchmarking*):

- zestawienie modeli dojrzałości rynku polskiego z rynkami referencyjnymi Europy Zachodniej, z naciskiem na mechanizmy przeciwdziałania greenwashingowi i rolę inwestorów instytucjonalnych.

4. Synteza ekspercka:

- integracja wniosków z wywiadów pogłębionych z przedstawicielami regulatora i rynku, pozwalająca na zdiagnozowanie behawioralnych przyczyn pasywności inwestycyjnej w Polsce.

1.3. Krótkie streszczenie kluczowych wniosków i rekomendacji

Kluczowe wnioski (diagnoza):

- **Niedojrzałość rynku i dominacja strategii fasadowych:** Polski rynek funduszy zrównoważonych (SFDR) jest wciąż w fazie wczesnego rozwoju („luka dojrzałości”). Dominują produkty „jasnozielone” (Art. 8), które stanowią 98,6% aktywów zrównoważonych, podczas gdy bardziej ambitne fundusze „ciemnozielone” (Art. 9) pozostają niszą notującą odpływy. Strategie inwestycyjne są powierzchowne – 100% badanych funduszy stosuje prosty screening negatywny, a 2/3 z nich eliminuje mniej niż 20% uniwersum inwestycyjnego, co rodzi ryzyko greenwashingu.
- **Bierność nadzorcza i luki kompetencyjne:** W przeciwieństwie do aktywnych regulatorów we Francji czy Wielkiej Brytanii, polski KNF przyjmuje postawę pasywną, ograniczając się do transpozycji prawa UE, co nie stymuluje rozwoju standardów jakościowych. Poważnym problemem jest „luka kompetencyjna” w TFI oraz wśród doradców, a także brak dostępu do wiarygodnych danych ESG, co uzależnia instytucje od zewnętrznych dostawców.
- **Fikcja zaangażowania:** Polskie fundusze nie pełnią roli agentów zmiany. Żaden z przebadanych funduszy (0%) nie monitoruje realnego wpływu swoich działań angażujących (stewardship) na spółki portfelowe.

Rekomendacje strategiczne

- **Wdrożenie modelu Transition Finance:** Zamiast konkurować na nasyconym rynku globalnych spółek technologicznych, polskie instytucje powinny wykorzystać specyfikę krajowej gospodarki („brown-to-green”) i stworzyć produkty finansujące transformację energetyczną. Jest to strategiczna nisza o szacowanej luce inwestycyjnej co najmniej 200 mld EUR.
- **Strategiczny leapfrogging do SFDR 2.0:** TFI powinny już zacząć przygotowywać ofertę pod nadchodzącą w rewizji SFDR kategorię produktów „Transition”. Wymaga to oparcia strategii o wiarygodne plany dekarbonizacji spółek.
- **Budowa infrastruktury i kompetencji:** Niezbędne jest stworzenie krajowej bazy danych ESG oraz ujednolicenie standardów interpretacyjnych. Raport zaleca wprowadzenie obowiązkowej certyfikacji dla doradców (np. EFPA ESG Advisor), aby zamknąć „lukę doradczą” i pobudzić popyt detaliczny.
- **Aktywizacja nadzoru:** KNF/UKNF powinien przyjąć bardziej proaktywną postawę, publikując krajowe wytyczne dotyczące nazewnictwa funduszy i walcząc z greenwashingiem, co jest warunkiem budowy zaufania do rynku. Inne krajowe instytucje rynku finansowego także mają pole do większego zaangażowania się (NBP, MF, IZFiA).



2. Kontekst regulacyjny SFDR

2.1. Założenia Rozporządzenia SFDR: ewolucja od reżimu ujawnień do systemu etykiet

U podstaw Rozporządzenia SFDR leżała intencja stworzenia zharmonizowanych zasad dotyczących ujawniania informacji (ang. *disclosure regime*) na temat ryzyk dla zrównoważonego rozwoju oraz uwzględniania niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju w procesach decyzyjnych uczestników rynku finansowego i doradców finansowych¹⁾. SFDR nie zostało zaprojektowane jako system klasyfikacji czy certyfikacji produktów. Artykuły 6, 8 i 9 miały jedynie definiować różne poziomy ujawnień, adekwatne do ambicji zrównoważonego rozwoju danego produktu. Artykuł 6 wymagał podstawowych ujawnień dotyczących integracji ryzyk dla zrównoważonego rozwoju, artykuł 8 nakładał dodatkowe obowiązki ujawnieniowe na produkty, które promują cechy środowiskowe lub społeczne, z kolei artykuł 9 wprowadzał najbardziej rygorystyczne wymagania ujawnieniowe dla produktów, których celem jest dokonywanie zrównoważonych inwestycji. W tym ujęciu, SFDR miało być neutralne – jego rolą było zapewnienie, że twierdzenia dotyczące zrównoważonego rozwoju są rzetelnie opisane i uzasadnione.

Pomimo tych pierwotnych założeń, rynek finansowy w niezwykle krótkim czasie przekształcił SFDR w de facto system etykietowania produktów (ang. *labeling regime*). Artykuły 8 i 9 stały się wygodnym skrótem myślowym i potężnym narzędziem marketingowym, sygnalizującym zaangażowanie w ESG.

Ta niezamierzona ewolucja doprowadziła do systemowych patologii. Niejasność i szerokość kategorii art. 8, która stała się „pojemnikiem na wszystko”, umożliwiła zjawisko *greenwashingu*, tj. wprowadzania inwestorów w błąd co do rzeczywistego profilu zrównoważonego rozwoju produktu. Z drugiej strony, rygorystyczna i niejasna definicja „zrównoważonej inwestycji” w art. 9, zwłaszcza w kontekście wymogu DNSH (ang. *Do No Significant Harm*) i braku danych do jego oceny, skutkowałą zjawiskiem *green-bleachingu*, czyli masowym obniżaniem klasyfikacji produktów z art. 9 do art. 8 w latach 2022–2023, aby uniknąć ryzyka prawnego i regulacyjnego²⁾. Podobnym zjawiskiem jest *greenhushing*. W tym przypadku firmy lub fundusze celowo milczą na temat działań na rzecz zrównoważonego rozwoju, na przykład nie publikując swoich zrównoważonych celów, aby uniknąć kontroli; *green-bleaching* pokrywa się z tym zjawiskiem, ale zazwyczaj wiąże się z aktywną zmianą etykietowania lub obniżeniem pozycjonowania ESG, a nie tylko milczeniem.

1) Rozporządzenie - 2019/2088 - EN - EUR-Lex, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>

2) W kontekście zrównoważonego finansowania i SFDR „zielone wybielanie” oznacza zazwyczaj, że zarządzający aktywami lub funduszami decydują się nie klasyfikować ani nie promować prawdziwie zrównoważonych produktów jako takich (na przykład traktując strategię typu art. 9 jako art. 8 lub nawet 6), aby uniknąć bardziej rygorystycznych obowiązków w zakresie ujawniania informacji, sprawozdawczości lub oskarżeń o *greenwashing*. Podważa to przejrzystość i pozbawia inwestorów informacji o rzeczywistych cechach zrównoważonego rozwoju.

Napięcie regulacyjne, powstałe w wyniku rozdźwięku między zamysłem legislacyjnym a praktyką rynkową, stanowi bezpośrednią przyczynę trwającego obecnie przeglądu SFDR. Komisja Europejska i Europejskie Urzędy Nadzoru (ESA) dążą do formalnego przekształcenia SFDR w system kategoryzacji, który będzie oparty na jasnych i obiektywnych kryteriach, co ma na celu poprawę ochrony inwestorów i czytelności ram regulacyjnych.

2.2. Kluczowe definicje – „promowanie” w art. 8, „zrównoważona inwestycja” w art. 9

Niejednoznaczność kluczowych definicji prawnych pozostaje centralnym źródłem problemów interpretacyjnych w SFDR 1.0.

Artykuł 8 dotyczy produktów, które „promują” cechy środowiskowe lub społeczne (E/S)³⁾. Ponieważ sam tekst rozporządzenia nie definiuje pojęcia „promowanie”, Komisja Europejska musiała interpretować je szeroko, obejmując wszelkie twierdzenia (w dokumentach prawnych, marketingowych) sugerujące uwzględnienie cech E/S w sposób wykraczający poza zwykłą integrację ryzyk, która jest obowiązkowa dla produktów z art. 6. Ta szeroka definicja doprowadziła do sytuacji, w której w jednej grupie znajdują się fundusze o bardzo odmiennych podejściach do realizacji celów środowiskowych i społecznych. Obejmują one między innymi produkty oparte na wykluczeniach, czyli najprostszą formę promowania cech E/S, gdzie fundusz zobowiązuje się nie inwestować w określone sektory, takie jak tytoń, broń czy węgiel. Kolejną grupę stanowią produkty oparte na ratingach (*best-in-class*), w których fundusz utrzymuje średni rating ESG portfela powyżej ustalonego progu lub benchmarku. Istnieją także produkty tematyczne, koncentrujące się na spółkach powiązanych z określonym celem zrównoważonego rozwoju, jak czysta energia czy gospodarka o obiegu zamkniętym, lecz bez obowiązku inwestowania wyłącznie w „zrównoważone inwestycje”. Wreszcie, rynek wyodrębnił kategorię tzw. produktów „Art. 8+”, w których fundusz dodatkowo deklaruje utrzymywanie minimalnego, istotnego udziału – na przykład 20% lub 50% – inwestycji spełniających definicję „zrównoważonych inwestycji” z art. 2(17) SFDR. Szerokość tej definicji sprzyjała zatem strategii minimalnej zgodności regulacyjnej, generując wysokie ryzyko greenwashingu.

Artykuł 9 jest znacznie bardziej rygorystyczny, ponieważ wymaga, aby produkt miał za cel dokonywanie „zrównoważonych inwestycji”. Zgodnie z definicją zawartą w art. 2(17) SFDR, pojęcie to opiera się na zestawie trzech warunków, które muszą być spełnione łącznie. Po pierwsze, inwestycja musi wносить wkład w cel środowiskowy lub społeczny, co oznacza, że powinna realnie przyczyniać się do realizacji celu E/S. Choć SFDR nie wskazuje jednoznacznych metod pomiaru tego wkładu, w praktyce, zwłaszcza w przypadku celów środowiskowych, ocenia się go najczęściej poprzez zgodność z Taksonomią UE. Po drugie, inwestycja nie może czynić poważnych szkód

3) Rozporządzenie 2019/2088 w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych - Dz.U.UE.L.2019.317.1 - LEX, <https://sip.lex.pl/akty-prawne/dzienniki-UE/rozporzadzenie-2019-2088-w-sprawie-ujawniania-informacji-zwiazanych-ze-69256421>

(DNSH) żadnemu z innych celów środowiskowych lub społecznych, co w praktyce jest weryfikowane poprzez analizę wskaźników PAI (ang. *Principal Adverse Impacts*). Po trzecie, spółki, w które inwestuje dany produkt, muszą stosować dobre praktyki w zakresie zarządzania, co wymaga zgodności z podstawowymi standardami *governance*.

Wyjaśnienia ESMA i Komisji Europejskiej doprowadziły do rynkowej interpretacji, że portfel produktu z art. 9 musi składać się niemal w całości (z wyjątkiem aktywów płynnych i instrumentów zabezpieczających) ze „zrównoważonych inwestycji”. Ta niezwykle rygorystyczna interpretacja, w połączeniu z brakiem danych i niejasnościami wokół DNSH, sprawiła, że utrzymanie statusu art. 9 stało się bardzo trudne i ryzykowne. Skutkiem była fala masowych przeklasyfikowań funduszy z art. 9 do art. 8 w latach 2022-2023, co jest zjawiskiem obserwowanym w całej Europie, w tym w Polsce⁴.

Należy zauważyć, że brak prawnie wiążących, wystandaryzowanych definicji „zrównoważonej inwestycji” w obecnym kształcie SFDR pozwalał firmom na swobodne etykietowanie aktywów. To z kolei systemowo podważało cel SFDR, jakim miało być zwiększenie przejrzystości, i prowadziło do dezorientacji inwestorów detalicznych.

2.3. Rola Taksonomii UE i zasady DNSH (Do No Significant Harm)

Rozporządzenie w sprawie Taksonomii UE (Rozporządzenie 2020/852) jest narzędziem komplementarnym do SFDR. Taksonomia określa, jaka działalność gospodarcza może być uznana za zrównoważoną środowiskowo, dążąc do przekierowania inwestycji na projekty i działania niezbędne do osiągnięcia celów Europejskiego Zielonego Ładu i neutralności klimatycznej do 2050 roku⁵.

Aby dana działalność została uznana za zgodną z Taksonomią, musi spełniać cztery warunki: 1) wносить istotny wkład w realizację co najmniej jednego z sześciu celów środowiskowych (łagodzenie zmian klimatu, adaptacja do zmian klimatu, zrównoważone wykorzystanie zasobów wodnych, przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym, zapobieganie zanieczyszczeniom, ochrona bioróżnorodności); 2) nie czynić poważnych szkód (DNSH) żadnemu z pozostałych pięciu celów; 3) być prowadzona w zgodzie z minimalnymi gwarancjami (dotyczącymi praw człowieka i standardów pracy); oraz 4) spełniać techniczne kryteria kwalifikacji (TSC), które są szczegółowymi, ilościowymi i jakościowymi progami określonymi dla poszczególnych sektorów i działalności.

W kontekście SFDR, Taksonomia jest kluczowa dla uzasadniania twierdzeń środowiskowych, ponieważ produkty art. 8 i 9 muszą ujawniać, jaki procent ich portfela jest zainwestowany w działalność zgodną z Taksonomią. Zasada DNSH jest nie tylko warunkiem zgodności z Taksonomią, ale także wymogiem dla każdej „zrównoważonej inwestycji” zdefiniowanej w art. 2(17) SFDR.

4) The SFDR Fund Market - EFAMA, <https://www.efama.org/sites/default/files/files/market-insights-21-the-sfdr-fund-market.pdf>

5) EU taxonomy for sustainable activities - Finance - European Commission, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

6) Przewodnik po Taksonomii UE - Gov.pl, <https://www.gov.pl/attachment/a80da881-f5e8-4f62-a95d-c9be2230f403>



3. Kontekst ekonomiczny inwestycji w Polsce

Uczestnikami rynku finansowego są z jednej strony podmioty potrzebujące kapitału, kreujące popyt na niego, natomiast z drugiej strony – podmioty dysponujące nadwyżkami finansowymi, kreujące podaż kapitału. Dzięki temu zwiększa się efektywność wykorzystania zasobów w gospodarce. System finansowy wspiera wzrost gospodarczy przez efektywną alokację kapitału, mobilizowanie oszczędności oraz zapewnienie mechanizmów służących do alokacji, łączenia i dywersyfikacji ryzyka. Mobilizacja i alokacja kapitału potrzebnego do sfinansowania inwestycji to jedna z kluczowych funkcji rynku finansowego. Istnieje zatem silny dodatni związek, sprzężenie zwrotne, między inwestycjami w gospodarce realnej a rozwojem ilości i wartości produktów inwestycyjnych na rynku finansowym.

Ramka 1. Mechanizmy wzajemnego oddziaływania inwestycji w gospodarce i rozwoju produktów inwestycyjnych na rynku finansowym:

- **Kanał finansowania inwestycji gospodarczych:** rynek finansowy pełni fundamentalną rolę w mobilizacji kapitału dla gospodarki realnej poprzez transformację oszczędności w inwestycje. Rosnące inwestycje w gospodarce generują zwiększony popyt na zewnętrzne źródła finansowania, co prowadzi do rozwoju nowych produktów finansowych. Przedsiębiorstwa potrzebujące kapitału na realizację projektów inwestycyjnych stają się emitentami różnorodnych instrumentów finansowych.
- **Mechanizm kreowania produktów finansowych:** zwiększona aktywność inwestycyjna w gospodarce skutkuje rozwojem rynku finansowego zarówno w wymiarze ilościowym (rosnące potrzeby finansowania inwestycji prowadzą do zwiększenia liczby emisji akcji, obligacji korporacyjnych i innych instrumentów finansowych) jak i w wymiarze wartościowym (większy napływ kapitału do rynku zwiększa możliwości finansowania krótko- i długoterminowego zarówno w skali mikro (projekty inwestycyjne przedsiębiorstw), jak i w skali makro).
- **Mechanizm sprzężenia zwrotnego:** rozwój rynku finansowego z kolei oddziałuje na gospodarkę realną poprzez umożliwienie efektywnej alokacji kapitału, mobilizacji kapitału oraz wycenę kapitału i ryzyka (efektywny rynek finansowy pozwala na obiektywną ocenę efektów inwestycji i związanego z nią ryzyka).
- **Mechanizm wzmocnienia wzrostu gospodarczego:** rozwój rynków finansowych stymuluje wzrost gospodarczy poprzez wspieranie konkurencji i przedsiębiorczości, umożliwianie finansowania ryzykownych i innowacyjnych projektów inwestycyjnych oraz zapewnienie płynnego mechanizmu finansowania wymiany handlowej i wyceny różnych instrumentów finansowych.

Warto zatem przyrzeć się, w kontekście rozwoju ilości i wartości produktów inwestycyjnych w Polsce, skali aktywności inwestycyjnej w Polsce, kierunkom i źródłom finansowania inwestowania, a także, w kontekście rozwoju funduszy związanych ze zrównoważonym rozwojem⁷⁾, postawom wobec inwestycji w OZE i czyste technologie.

3.1. Skala aktywności inwestycyjnej w Polsce

Ogólna stopa inwestycji w Polsce (udział inwestycji w tworzeniu PKB) jest znacząco niższa niż średnia unijna (Polska 17,0%, podczas gdy średnia Unii Europejskiej wynosiła 21,2%, według danych za 2024 r.). Ta tendencja utrzymuje się od 2002 r., a od 2015 r. dystans między Polską a UE się powiększa. Stopa inwestycji w sektorze firm prywatnych (według danych za 2023 r.) wynosiła 9,1% w Polsce, co stanowiło 70% średniej unijnej (13,0%) i co należało do najniższych w całej UE. Wśród głównych barier inwestowania przedsiębiorcy wymieniają wysokie koszty realizacji inwestycji, niepewność gospodarczą oraz niestabilność przepisów prawnych i podatkowych. Niższą stopę inwestycji w Polsce na tle innych krajów UE próbuje się wyjaśnić strukturą branżową gospodarki (choć jest ona przeciętnie niższa niż w UE we wszystkich branżach gospodarki), strukturą wielkości przedsiębiorstw (częściej inwestują duże firmy, a dodatkowo istnieją problemy z pomiarem inwestycji w firmach mikro i małych, których w Polsce jest relatywnie dużo), niską skłonnością polskich firm do podejmowania ryzyka, substytucją krajowych nakładów na badania i rozwój importem zaawansowanych technologicznie dóbr inwestycyjnych⁸⁾. Udział nakładów brutto na środki trwałe całego sektora prywatnego (w tym gospodarstw domowych) w PKB wyniósł w zeszłym roku 10,7%. W przeciwieństwie do sektora prywatnego, stopa inwestycji publicznych w Polsce (6,3% w 2024 r.) jest znacznie wyższa niż średnia UE. Jest to związane z napływem środków unijnych po akcesji do UE, ale też z koncentracją na inwestycjach infrastrukturalnych, co wynikało z potrzeby nadrobienia luk rozwojowych. W ostatnim okresie inwestycje publiczne są zwiększane dzięki zakupom sprzętu wojskowego w związku z modernizacją polskich sił zbrojnych.

3.2. Kierunki inwestowania

Największe znaczenie w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych ma dostosowanie oferty firmy do potrzeb klientów, chęć poprawy swojej pozycji konkurencyjnej oraz oczywiście konieczność modernizacji istniejących zasobów. Jednak prawie połowa badanych (47%)⁹⁾ wskazała, że czynnikiem wpływającym na decyzje inwestycyjne była konieczność ograniczania zużycia energii i materiałów. Jeżeli chodzi o kierunki inwestowania, wysoki udział mają inwestycje w kapitał ludzki (choć w większości GUS nie zalicza ich do inwestycji wykazywanych w rachunkach narodowych), ale wysoką pozycję zajmują takie działania inwestycyjne, w których można doszukiwać się chęci zwiększania zrównoważoności¹⁰⁾, czyli zakup maszyn

7) Czyli zgodnych z artykułem 8 i artykułem 9 Rozporządzenia w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (SFDR)

8) Kłosiewicz-Górecka, U., Rozbicka, I., Szymańska, A., Wincewicz-Price, A., Zybortowicz, K. (2025), Aktywność inwestycyjna polskich firm – skala i bariery, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

9) Badanie ilościowe Polskiego Instytutu Ekonomicznego (PIE) (metoda CATI) przeprowadzone w grudniu 2024 r. na próbie 600 małych, średnich i dużych firm.

10) Zrównoważoność (czyli sustainability) odnosi się tu do długoterminowego, odpowiedzialnego rozwoju, który łączy aspekty ekonomiczne, środowiskowe i społeczne (ESG). Inwestycje mogą wspierać każdy z tych wymiarów.

i urządzeń (50-60%, zwłaszcza wśród firm dużych i w przemyśle), zakup środków transportu (40-50%) i w mniejszym stopniu wśród przedsiębiorców inwestycje w budowę i/lub modernizację budynków i budowli (30-40%), inwestycje w zmiany procesów zarządczych i kapitał organizacyjny (około 30%).

3.3. Źródła finansowania inwestycji

Aż 96 proc. badanych przez PIE firm w 2024 r. finansowało inwestycje ze środków własnych. Mniej popularnym źródłem finansowania inwestycji były pożyczki lub kredyty bankowe (43%). Przedsiębiorcy zdecydowanie rzadziej korzystali z funduszy europejskich (19%) oraz grantów bądź dopłat rządowych lub samorządowych (16%). Skorzystanie ze środków z Krajowego Planu Odbudowy zadeklarowało zaledwie 5% przedsiębiorców, a jedynie 1% skorzystał z funduszy norweskich. Żadna z badanych firm nie finansowała swojej działalności inwestycyjnej za pomocą emisji akcji lub papierów dłużnych¹¹⁾.

Podobny obraz struktury źródeł finansowania nowych inwestycji przedstawia analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw NBP¹²⁾. Deklarowane zainteresowanie kredytem bankowym jako źródłem finansowania inwestycji pozostaje od wielu lat (co najmniej od pandemii COVID-19) poniżej wieloletniej średniej (22,5% firm planujących rozpoczęcie inwestycji w perspektywie kwartału). Nadal większość firm preferuje finansowanie aktywności inwestycyjnych ze środków własnych (54%). Niskie zapotrzebowanie sektora przedsiębiorstw na kredyt wynika z ograniczonej aktywności inwestycyjnej oraz wysokich środków pieniężnych pozostających w dyspozycji firm.

Przewaga inwestycji finansowanych środkami własnymi dotyczy firm każdej wielkości oraz wszystkich branż. Warto zauważyć, że stosunkowo największe zainteresowanie zewnętrznym finansowaniem inwestycji, według badania PIE, występuje w średnich firmach¹³⁾.

Sceptycyzm wobec korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania działalności gospodarczej stanowi przejaw niskiej skłonności polskich przedsiębiorców do podejmowania ryzyka. W badaniu PIE dodatkowo pojawiły się trudności w dostępie do kredytów, a nawet brak zainteresowania banków udzielaniem kredytów na ryzykowne przedsięwzięcia, uciążliwości formalne (np. przy emisji akcji), a także niska świadomość i wiedza finansowa przedsiębiorców, jako czynniki tłumaczące dominację finansowania inwestycji środkami własnymi.

3.4. Postawy wobec inwestycji w OZE i czyste technologie

Polscy przedsiębiorcy coraz wyraźniej rozpoznają rolę odnawialnych źródeł energii jako strategicznego elementu rozwoju oraz konkurencyjności biznesu.

11) Kłosiewicz-Górecka, U., Rozbicka, I., Szymańska, A., Wincewicz-Price, A., Zybortowicz, K. (2025), Aktywność inwestycyjna polskich firm – skala i bariery, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

12) Celem raportu „Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw” jest ocena i prognoza koniunktury w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Raport jest przygotowywany w oparciu o kwartalne badania ankietowe, prowadzone przez NBP od 1997 r. oraz dane finansowe sektora przedsiębiorstw niefinansowych zbierane przez Główny Urząd Statystyczny.

13) Kłosiewicz-Górecka, U., Rozbicka, I., Szymańska, A., Wincewicz-Price, A., Zybortowicz, K. (2025), Aktywność inwestycyjna polskich firm – skala i bariery, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

Postawy biznesu wobec inwestycji w czystą energię pozostają jednak ambiwalentne: przeważa deklaratywna gotowość do zmian, ale realizacja konkretnych projektów wciąż napotyka liczne bariery. Przedsiębiorcy przyznają, że transformacja energetyczna jest nieunikniona i niezbędna zarówno z powodu unijnych wymogów, jak i potrzeby zwiększenia bezpieczeństwa energetycznego Polski oraz odporności na wahania cen surowców. W czerwcu 2025 r. w Polsce po raz pierwszy produkcja energii z OZE przewyższyła produkcję energii z węgla, co jest symbolem realnych zmian w strukturze krajowego miks energetycznego.

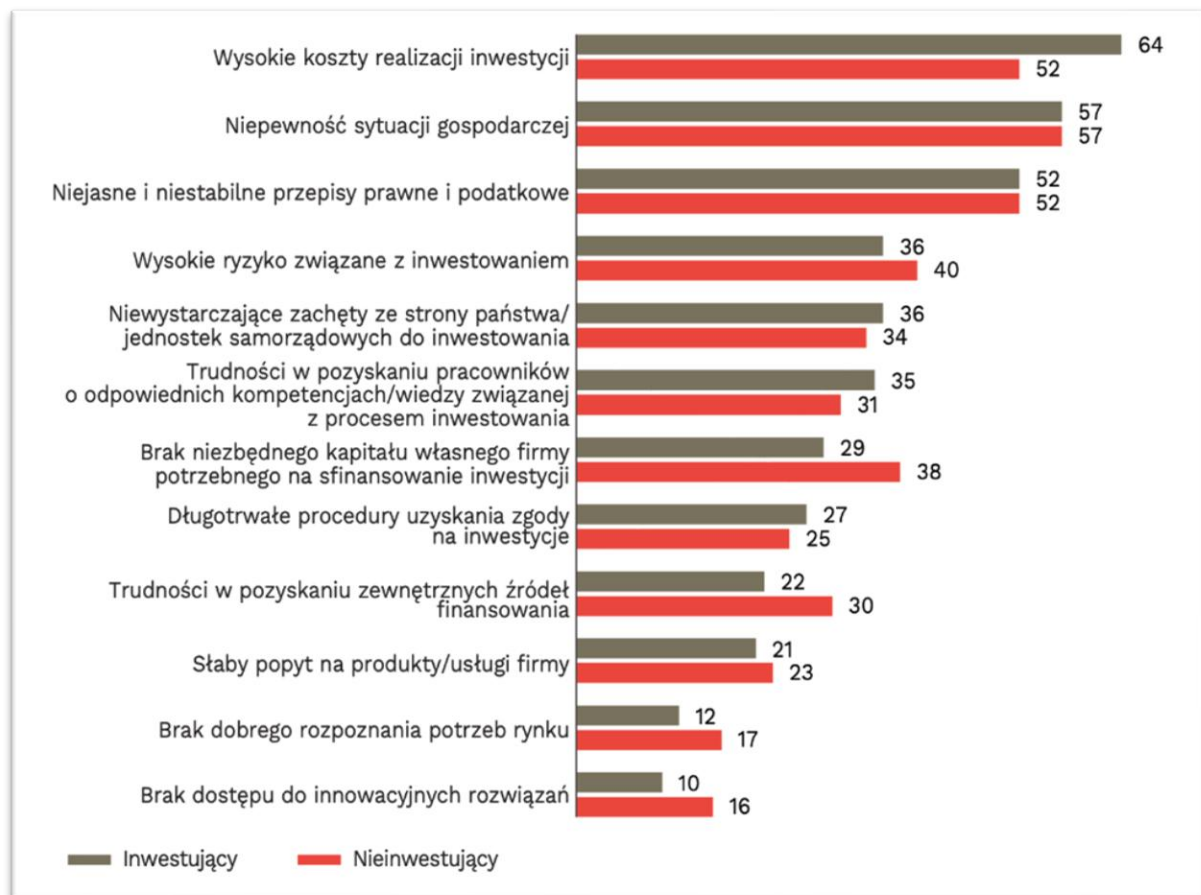
Wielu przedsiębiorców widzi konkretne korzyści z inwestycji w OZE: trwałe obniżenie kosztów energii, możliwość pozyskania tańszego i zielonego finansowania, poprawę reputacji firmy oraz zwiększenie przewagi konkurencyjnej na rynku krajowym i międzynarodowym. Z drugiej strony, proces inwestycyjny w Polsce pozostaje skomplikowany i długotrwały – zdobycie kompletu pozwoleń na duże projekty OZE może trwać nawet kilka lat.

Najczęstsze przeszkody to bariery regulacyjne, finansowe oraz niewystarczająca infrastruktura sieciowa, hamująca szybki rozwój projektów fotowoltaicznych i wiatrowych. Warto podkreślić, że w obszarze inwestycji w OZE dużą rolę odgrywają nie tylko duże przedsiębiorstwa, ale również rosnąca grupa indywidualnych prosumentów oraz MŚP, które coraz chętniej korzystają z nowych mechanizmów wsparcia i rozwiązań finansowych.

3.5. Bariery ograniczające aktywność inwestycyjną firm w Polsce

Głównym czynnikiem hamującym inwestycje jest niepewność, związana z kilkoma poważnymi kryzysami w Polsce i na świecie (globalny kryzys finansowy, COVID-19, pełnoskalowa inwazja Rosji na Ukrainę, kryzys inflacyjny). Decyzje inwestycyjne kształtują zarówno czynniki zewnętrzne, jak i wewnętrzne, w tym niepewność polityki gospodarczej, skłonności do ryzyka oraz normy kulturowe i kapitał społeczny (zaufanie i współpraca biznesowa z innymi firmami). Najsilniejszą barierą dla firm inwestujących są wysokie koszty realizacji inwestycji (64%), natomiast dla firm nieinwestujących dominującym czynnikiem hamującym jest niepewność sytuacji gospodarczej (57%). Niejasne i niestabilne przepisy prawne i podatkowe stanowią równie znaczny problem dla obu grup firm (po 52% wskazań). Przedsiębiorcy stoją również w obliczu braku kapitału (38% firm nieinwestujących) i wysokiego ryzyka inwestycji (40%), a także trudności w pozyskiwaniu wykwalifikowanych pracowników i zewnętrznych źródeł finansowania. Profesjonalizacja kadr, zwłaszcza szczebla zarządzającego, ma istotne znaczenie dla wiedzy o możliwościach inwestycyjnych i know-how dotyczącym realizacji tych procesów. Tam, gdzie istnieje wystarczający zasób w tym zakresie, istnieje większy potencjał i „apetyt” na rozwój i inwestycje. Tradycyjne właścicielskie formy zarządzania nie sprawdzają się w warunkach dynamicznych zmian i potrzeby szybkich dostosowań. Szybkość zmian technologicznych w niektórych branżach sprawia, że planowana inwestycja może okazać się nieaktualna zanim zdąży się zwrócić – to zniechęca do inwestycji w przedsięwzięcia kapitałochłonne. Szeroki zakres analizowanych barier – od finansowych poprzez regulacyjne do technologicznych i kulturowych – wskazuje, że ograniczenia aktywności inwestycyjnej są wielowymiarowe.

Rysunek 1. Bariery inwestowania wśród firm inwestujących i nieinwestujących (w proc., n = 600)



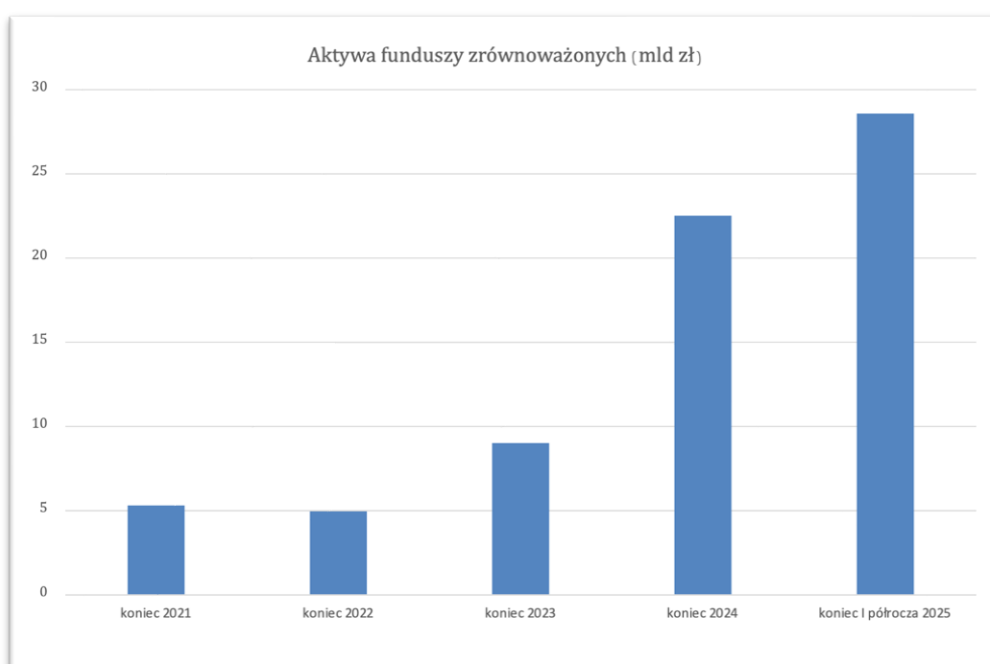
Źródło: Raport PIE: Aktywność inwestycyjna polskich firm – skala i bariery

4. Polski rynek produktów SFDR w kontekście europejskim

Rynek krajowych funduszy inwestycyjnych deklarujących zgodność z artykułami 8 lub 9 rozporządzenia SFDR, umownie zwanych funduszami „zrównoważonymi”¹⁴⁾ lub funduszami ESG, znajduje się w początkowej fazie rozwoju (szczególnie w porównaniu do niektórych rynków europejskich). Wykazuje jednak dynamiczny wzrost, rozwijając się szybciej niż cały rynek produktów detalicznych, co przekłada się na jego rosnący udział w rynku.

4.1. Analiza ilościowa rynku funduszy zrównoważonych – dynamika wzrostu, struktura, przepływy kapitału

Rysunek 2. Aktywa funduszy z art. 8 i 9 SFDR osiągnięty na koniec II kwartału 2025 roku (czerwiec) 28,6 mld zł. Udział tych funduszy w rynku funduszy detalicznych wzrósł do 11,0%.



Źródło: opracowanie własne, dane Analizy.pl

14) Fundusze zrównoważone to produkty finansowe, które w swoim procesie inwestycyjnym uwzględniają cele środowiskowe, społeczne lub związane z ładem korporacyjnym (ESG). Mogą to robić poprzez integrację czynników ESG, inwestowanie w spółki spełniające określone kryteria zrównoważonego rozwoju, dążenie do redukcji negatywnego wpływu (PAI), realizację celów środowiskowych (np. redukcja emisji CO₂).

Działające na polskim rynku fundusze zrównoważone oferują, bazując na rozporządzeniu SFDR, dwa typy produktów inwestycyjnych, pozwalających na ich): są to fundusze, które w ramach swojej strategii różnicują pod kątem deklarowanych przez nie celów i strategii ESG:

- Produkty „jasnozielone” (art. 8 SFDR) są to fundusze, które w ramach swojej strategii promują aspekty środowiskowe lub społeczne, inwestując w podmioty przestrzegające dobrych praktyk zarządczych. Nie jest to jednak ich główny i wyłączny cel inwestycyjny.
- Produkty „ciemnozielone” (art. 9 SFDR): kategoria ta obejmuje fundusze, dla których zrównoważone inwestycje są głównym celem. Koncentrują się one na portfelach, które mają wywierać mierzalny, pozytywny wpływ na środowisko lub społeczeństwo.

Analiza danych pozwala na sformułowanie pięciu kluczowych wniosków:

- Niezmiennie wśród funduszy zrównoważonych dominują produkty „jasnozielone” (art. 8 SFDR) - na koniec czerwca 2025 r. aktywa w nich zgromadzone wynosiły 28,2 mld zł, tj. 98,6% wartości aktywów zrównoważonych ogółem. Segment „ciemnozielony” (art. 9), stawiający zrównoważone inwestycje jako główny cel, pozostaje niszowy i, co więcej, notuje systematyczne odpływy kapitału.
- Wartość aktywów w okresie ostatnich 4 lat wzrosła ponad pięciokrotnie, z nieco powyżej 5 mld zł w latach 2021-2022 do 28,6 mld zł na koniec czerwca br. Głównym motorem tego wzrostu nie były jednak organiczne napływy do nowo tworzonej produktów, lecz przede wszystkim zmiany reklasifikacyjne i produktowe, w tym w szczególności strategiczna decyzja Goldman Sachs TFI o włączeniu w kwietniu 2024 r. do segmentu ESG swoich flagowych, wielomiliardowych funduszy dłużnych (aktywa funduszy Goldman Sachs TFI na koniec czerwca 2025 r. były warte 13,5 mld zł). Goldman Sachs TFI to absolutny lider pod względem aktywów, zarządzający niemal połową całego rynku funduszy zrównoważonych w Polsce i wyprzedzający znacząco konkurencję.
- Wśród dostępnych w ofercie polskich TFI funduszy zrównoważonych dominują fundusze inwestujące w akcje (44 produkty). Pod względem aktywów zdecydowanie przeważają jednak obecnie fundusze dłużne (23 fundusze odpowiadające za 66% aktywów). To także efekt wejścia do gry oferty Goldman Sachs TFI.
- Jeszcze na początku 2024 r. TFI funduszy zrównoważonych najczęściej (około 60%) wybierały formę master feedera, czyli funduszu inwestującego do 100% aktywów w jednostki uczestnictwa wybranego funduszu zagranicznego, który sam spełnia kryteria art. 8 lub 9 SFDR. Ich udział spadł obecnie do zaledwie 17%. Obecnie gros środków (72%) jest ulokowane w funduszach inwestujących bezpośrednio w różne klasy aktywów.
- Na polskim rynku dostępna jest także szeroka oferta zagranicznych funduszy jasno- i ciemnozielonych, głównie zarejestrowanych w Luksemburgu lub Irlandii funduszy UCITS¹⁵⁾, będących w ofercie globalnych zarządzających aktywami. Do wyboru mamy blisko 1000 typów tytułów uczestnictwa tradycyjnych funduszy oraz blisko 500 ETF-ów spełniających kryteria art. 8 lub art. 9 SFDR. Najwięcej mają ich w ofercie: Schroders, Fidelity International oraz BlackRock.

15) UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) to fundusze inwestycyjne działające według ujednoliconych zasad unijnych. To najbardziej popularna forma funduszy inwestycyjnych dla inwestorów detalicznych w Europie. W Polsce to nasze typowe fundusze inwestycyjne (TFI)

Podsumowując, **dojrzałość polskiego rynku funduszy zrównoważonych na koniec czerwca 2025 roku jest w głównej mierze wynikiem adaptacji istniejących, popularnych i sprawdzonych produktów do (niejasnych) wymogów SFDR.** Wzrost aktywów funduszy zrównoważonych był efektem pragmatycznych decyzji biznesowych największych graczy, a niekoniecznie organicznego tworzenia od podstaw nowych funduszy, wyspecjalizowanych strategii ESG czy napływu nowych środków do tych funduszy.

4.2. Krajobraz instytucjonalny: rola MF, KNF, IZFiA, POLSIF

W Polsce rozwój zrównoważonych finansów odbywa się, a raczej powinien się odbywać, równolegle na kilku poziomach: (1) polityka i koordynacja (Ministerstwo Finansów — Platforma Zrównoważonych Finansów, Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce), (2) nadzór i regulacja (Urząd Komisji Nadzoru Finansowego i sama Komisja — wdrażanie unijnych ram, wytyczne, stres-testy), (3) bank centralny i makro-nadzór (Narodowy Bank Polski — ocena ryzyk systemowych, analizy, w tym Raport o stabilności systemu finansowego, Komitet Stabilności Finansowej w zakresie zadań nadzoru makroostrożnościowego), oraz (4) rynek i jego animacja w zakresie zrównoważonych finansów (branżowe izby i organizacje pozarządowe, w tym przede wszystkim POLSIF (Sustainable Investment Forum Poland) i Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) — standardy dobrych praktyk, badania, szkolenia, dialog z inwestorami) oraz Związek Banków Polskich (ZBP) – standardy dobrych praktyk, edukacja, dialog z regulatorem i nadzorcą, inicjowanie projektów (analiz) dotyczących raportowania i oceny ryzyk ESG). W praktyce duża część działań wynika ze współpracy między tymi podmiotami w ramach prac polskiej Platformy Zrównoważonych Finansów czy POLSIF-u i wdrażania rekomendacji Mapy drogowej rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce.

Rozwój zrównoważonych finansów w Polsce odbywa się więc w ramach dosyć złożonego układu instytucjonalnego, obejmującego organy administracji publicznej, instytucje nadzorcze, bank centralny oraz organizacje branżowe.

Tabela 1. Układ instytucjonalny zrównoważonych finansów w Polsce

Instytucja	Główna rola	Typ działań
Ministerstwo Finansów (MF)	Koordynacja polityki, inicjowanie instrumentów, prowadzenie Platformy Zrównoważonych Finansów	Strategiczno-polityczne
Platforma Zrównoważonych Finansów (PZF)	Forum współpracy między instytucjami i rynkiem, rekomendacje i dialog	Koordynacyjne i konsultacyjne
Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	Wdrażanie i nadzór nad regulacjami ESG, wytyczne dla sektora	Regulacyjne i nadzorcze
Narodowy Bank Polski (NBP)	Analizy ryzyk klimatycznych dla stabilności finansowej	Analityczno-makroostrożnościowe
Związek Banków Polskich (ZBP)	Samoregulacja i adaptacja sektora bankowego do standardów ESG, edukacja i dobre praktyki	Samoregulacja i dialog branżowy
Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA)	Reprezentacja funduszy, edukacja branżowa, standardy ESG w zarządzaniu aktywami	Samoregulacja i dialog branżowy
POLSIF (Sustainable Investment Forum Poland)	Promocja, edukacja, integracja środowiska ESG, standardy i dobre praktyki, analizy, wymiana wiedzy i doświadczeń	Animacja i edukacja

Źródło: opracowanie własne

Ministerstwo Finansów pełni funkcję centralnego koordynatora polityki publicznej w zakresie wdrażania regulacji w zakresie zrównoważonych finansów. Odpowiada za tworzenie strategicznych ram rozwoju tego rynku, współpracę z instytucjami Unii Europejskiej oraz implementację regulacji dotyczących taksonomii, ujawnień ESG (SFDR) i raportowania niefinansowego (CSRD)¹⁶⁾. Z inicjatywy Ministerstwa powołano w 2022 r. Platformę Zrównoważonych Finansów (PZF) – forum współpracy międzysektorowej, wymiany wiedzy i doświadczeń, wypracowywania rekomendacji działań w zakresie zrównoważonych finansów.

Platforma Zrównoważonych Finansów jest głównym forum dialogu krajowego o zrównoważonych finansach, łączy przedstawicieli sektora publicznego, prywatnego, naukowego i organizacji pozarządowych, oraz zgromadziła ponad 150 ekspertów, reprezentujących różnorodne grupy interesariuszy. Platforma stanowi obecnie **główny ośrodek dialogu w zakresie wdrażania zrównoważonych finansów w Polsce**. Jej zadaniem jest identyfikacja barier i potrzeb rynku, formułowanie rekomendacji dla administracji rządowej oraz promowanie rozwiązań wspierających rozwój zielonych instrumentów finansowych. PZF była również kluczowym podmiotem w opracowaniu dokumentu strategicznego Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce, który określa kierunki działań krajowych w tym obszarze¹⁷⁾.

Istotną rolę w systemie pełni Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) i Urząd ją obsługujący, odpowiedzialne za wdrażanie, nadzorowanie i egzekwowanie przepisów unijnych dotyczących zrównoważonych finansów w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym i inwestycyjnym. KNF monitoruje ryzyka klimatyczne i środowiskowe w działalności instytucji finansowych, publikuje wytyczne i materiały edukacyjne oraz współpracuje z europejskimi organami nadzoru (EBA, ESMA, EIOPA)¹⁸⁾. Komisja jest również aktywnym uczestnikiem międzynarodowych inicjatyw, takich jak Network for Greening the Financial System (NGFS), co pozwala na włączanie najlepszych praktyk do krajowego nadzoru¹⁹⁾.

Narodowy Bank Polski (NBP), jako bank centralny, analizuje wpływ ryzyk klimatycznych i transformacyjnych na stabilność systemu finansowego oraz na gospodarkę realną. W ramach Komitetu Stabilności Finansowej (KSF) NBP współuczestniczy w ocenie zagrożeń makroostrożnościowych wynikających z procesów transformacji energetycznej i zmian regulacyjnych. Choć NBP nie posiada bezpośrednich kompetencji regulacyjnych w zakresie ESG, jego analizy stanowią istotne zaplecze informacyjne dla polityki publicznej i nadzoru finansowego²⁰⁾.

Wśród organizacji branżowych szczególne znaczenie ma Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), która reprezentuje interesy towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz promuje dobre praktyki w zakresie integracji kryteriów ESG w procesach inwestycyjnych. IZFiA uczestniczy w konsultacjach regulacyjnych, prowadzi działalność edukacyjną i wspiera rozwój krajowych standardów raportowania.

16) Ministerstwo Finansów, Zrównoważone finanse – informacje ogólne, <https://www.gov.pl/web/finanse/zrownowazone-finanse>

17) Ministerstwo Finansów, Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce, Warszawa 2024.

18) Komisja Nadzoru Finansowego, Finansowanie zrównoważonego rozwoju – materiały informacyjne,

https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Finansowanie_zrownowazonego_rozwoju

19) Network for Greening the Financial System (NGFS), Members and Partners, <https://www.ngfs.net/en/about-us/membership>

20) Narodowy Bank Polski, Raporty o stabilności systemu finansowego, <https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-stabilnosci-systemu-finansowego/>

Z kolei polskie forum zrównoważonych inwestycji POLSIF pełni funkcję platformy wymiany wiedzy i promocji idei zrównoważonego inwestowania, będąc krajowym odpowiednikiem europejskiego EUROSIF. Organizacja ta angażuje się w badania i analizy, edukację i promocję produktów finansowych uwzględniających aspekty środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego²¹⁾.

Stopień zaangażowania poszczególnych zaprezentowanych powyżej instytucji w rozwój rynku zrównoważonych finansów jest jednak różny. Najbardziej zaangażowane wydają się obecnie Platforma Zrównoważonych Finansów działająca przy Ministerstwie Finansów oraz POLSIF. Platforma ma jednak potencjał, który nie jest w pełni wykorzystywany. Można ją porównać do rady eksperckiej lub zespołu międzyresortowego – działa w formule partnerstwa publiczno-prywatnego, ale bez odrębnego statusu prawnego. Docelowo powinna zostać **przekształcona w rekomendowany przez Mapę drogową rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce (Rekomendacja #3) Polski Instytut Zrównoważonych Finansów**, niezależny podmiot działający jak inicjatywa parasolowa, tj. powinien skupiać wszystkie zainteresowane strony, aby stworzyć przestrzeń do dyskusji w warunkach poprzedzających rywalizację rynkową i funkcjonować jako forum gromadzące decydentów, organy regulacyjne i uczestników rynku, działające w oparciu o podstawy naukowe i być wspierany przez grupę ekspertów/naukowców gwarantujących wysoką jakość jego działania. Ministerstwo Finansów i KNF (i UKNF) zachowują się raczej biernie w zakresie promowania zrównoważonych finansów, ograniczając się co najwyżej do działań, które wynikają z członkostwa Polski w UE i wdrażanych regulacji w tej dziedzinie finansów. Kompletnie pasywny jest Narodowy Bank Polski, jego organy, na czele z Prezesem, nie dostrzegają potrzeby uwzględniania czynników ESG w zakresie swoich kompetencji. IZFiA jest umiarkowanie aktywna, z pewnością nie jest to organizacja, która bardzo aktywnie promuje ESG w debacie publicznej (np. w mediach czy poprzez raporty rynkowe) tak silnie, jak POLSIF. Relatywnie aktywny w tym obszarze jest ZBP.

4.3. Porównanie z rynkami dojrzałymi (Francja, Niemcy, Wielka Brytania)

Implementacja SFDR w Europie Zachodniej nie jest jednolita, a analiza różnic w postawach nadzorczych i strukturach rynkowych ujawnia, dlaczego Polska znajduje się w tzw. „luce dojrzałości” (ang. maturity gap).

4.3.1. Analiza różnic w postawach nadzorczych

- **Francja (AMF):** Doktryna "Gold-platingu"

Francuski AMF (Autorité des Marchés Financiers)²²⁾ obrał ścieżkę proaktywnego kształtowania standardów, co jest klasycznym przykładem gold-platingu, tj. świadomego ustanawiania standardów surowszych niż unijne.

21) POLSIF, <https://www.polsif.org/o-nas#czym-sie-zajmujemy>

22) Autorité des marchés financiers (AMF) jest niezależnym organem publicznym odpowiedzialnym za regulację i nadzór nad rynkiem finansowym we Francji, w tym ochronę inwestorów, przejrzystość informacji i prawidłowe funkcjonowanie rynku. Ma uprawnienia regulacyjne (stanowi zasady), nadzorcze (monitoruje uczestników) oraz sankcyjne (prowadzi postępowania, nakłada kary), analogicznie do polskiej KNF.

Doktryna AMF (Position-Recommendation DOC-2020-03) jest skierowana głównie na zwalczanie greenwashingu. Od 1 stycznia 2025 r. Doktryna została zaktualizowana, harmonizując się z wytycznymi ESMA dotyczącymi nazewnictwa, ale utrzymując surowsze, dodatkowe wymagania. Kluczowym elementem jest wymóg minimalnej redukcji uniwersum inwestycyjnego (np. o 20%), który od 2025 r. może być spełniony poprzez stosowanie samych wykluczeń (np. wykluczenie firm tytoniowych czy łamiących zasady UN Global Compact). Ponadto, fundusze zagraniczne, które spełniają ogólne wymogi ESMA, ale nie są w stanie sprostać dodatkowym, bardziej rygorystycznym kryteriom francuskiej doktryny, muszą umieścić w swoich materiałach marketingowych skierowanych na rynek francuski specjalne oświadczenie. Informuje ono inwestorów, że produkt nie spełnia minimalnych standardów zrównoważonego rozwoju określonych przez AMF.

Model AMF dowodzi, że budowanie zaufania wymaga eliminacji dowolności interpretacyjnej i wprowadzenia minimalnych progów ilościowych. W Polsce, gdzie udział funduszy SFDR jest wciąż niski (<30% rynku), ta lekcja jest kluczowa: **krajowy nadzorca może i powinien odegrać rolę katalizatora standaryzacji, nie czekając na działania UE**. Wymaga to jednak znacznych zasobów analitycznych i gotowości do przyjęcia bardziej interwencyjnej postawy.

Dla Polski, z jej lukami kompetencyjnymi, pełne skopiowanie tego modelu mogłoby być trudne, ale idea wprowadzenia minimalnych, mierzalnych progów dla produktów z art. 8 jest cenną inspiracją.

- **Niemcy (BaFin):** Pragmatyzm i zarządzanie ryzykiem systemowym

Niemiecki Federalny Urząd Nadzoru Finansowego (BaFin) obrał ścieżkę bardziej ostrożną i skoncentrowaną na zarządzaniu ryzykiem w niestabilnym otoczeniu regulacyjnym. BaFin postrzega ESG głównie przez pryzmat ryzyka dla stabilności systemu finansowego (ryzyka fizyczne i transformacyjne). Zamiast tworzyć sztywne krajowe przepisy, BaFin skupia się na publikacji wytycznych interpretacyjnych (Q&A) i aktywnie uczestniczy w kształtowaniu przyszłych regulacji UE, postulując ich uproszczenie i zwiększenie przejrzystości.

Model niemiecki jest realistycznym wzorcem dla polskiego KNF, ponieważ unika ryzyka tworzenia krajowych standardów, które za chwilę mogą stać się nieaktualne pod SFDR 2.0. Strategia ta polega na działaniu jako „przewodnik” dla rynku poprzez publikację interpretacji, a nie jako „surowy sędzia”. Jednocześnie BaFin wykazał gotowość do egzekwowania prawa: głośny skandal greenwashingowy w DWS²³⁾ udowodnił, że interwencja regulatora, a nie samo ujawnienie zarzutów, tworzy realne ryzyko finansowe i reputacyjne na rynku.

- **Wielka Brytania (FCA/SDR): Model konsumencki i SDR**

Wielka Brytania, działając poza ramami UE, wdrożyła reżim Sustainability Disclosure Requirements (SDR), który jest postrzegany jako model „SFDR 2.0 w praktyce”. Podejście FCA odeszło od filozofii ujawnień na rzecz jasnego, zorientowanego na konsumenta systemu etykietowania.

23) Chodzi o sprawę zarzutów greenwashingu wobec DWS (spółki zarządzania aktywami Deutsche Banku), które wybuchły po ujawnieniach whistleblowerki Desirée Fixler w 2021 r., a zakończyły się rekordowymi karami najpierw od SEC w USA, a następnie od prokuratury we Frankfurcie.

Kluczowe elementy SDR, będące wzorcem dla przyszłej architektury SFDR, to:

- **Anti-Greenwashing Rule (AGR):** Jest to nadrzędna zasada, która weszła w życie 31 maja 2024 r. Wymaga ona, aby wszelkie odniesienia do charakterystyki zrównoważonego rozwoju były jasne, rzetelne i niewprowadzające w błąd, i dotyczy wszystkich firm autoryzowanych przez FCA.
- **Etykiety produktowe:** Wprowadzono cztery dobrowolne, ale ściśle zdefiniowane etykiety, w tym kluczową kategorię Sustainability Improvers. Ta etykieta jest przeznaczona dla funduszy inwestujących w aktywa, które nie są zrównoważone teraz, ale mają na celu poprawę w czasie.

Model SDR jest bezpośrednią odpowiedzią na problemy SFDR 1.0 i dostarcza Polsce gotowego wzorca dla definicji funduszy transformacyjnych. **Kategoria Improvers jest idealnym odpowiednikiem dla finansowania modernizacji polskiej gospodarki (brown-to-green).**

4.3.2. Przegląd europejskich rynków SFDR

Tabela 2. Przegląd wybranych rynków SFDR (dane na Q4 2024 / najnowsze dostępne)

Wskaźnik	Polska	Francja	Niemcy	Luksemburg
Łączne aktywa netto funduszy Art. 8 i 9 (mld EUR)	~20	1,288	774	2,734
Udział funduszy Art. 8 i 9 w rynku funduszy (%)	< 30% (szacunek)	~65-70% (szacunek)	~50-55% (szacunek)	> 75% (szacunek)
Dominujący typ produktu SFDR	Dłużny	Akcyjny / Mieszany	Akcyjny / Mieszany	Akcyjny / Mieszany
Główny obszar regulacyjny	Rozwój podstaw, transpozycja prawa	Walka z greenwashingiem, "gold-plating"	Zarządzanie ryzykiem, spójność regulacyjna	Harmonizacja transgraniczna, ochrona inwestorów
Kluczowy Motor Rynku	Wymogi regulacyjne UE	Popyt inwestorów instytucjonalnych, presja regulacyjna	Zarządzanie ryzykiem, popyt instytucjonalny	Dystrybucja transgraniczna, popyt globalny
Główne Wyzwanie Rynku	Deficyt danych i ekspertów	Złożoność regulacyjna, interpretacja standardów	Jakość danych, integracja ryzyka	Konkurencja, ryzyko greenwashingu

Źródło: Opracowano na podstawie: Zrównoważone Inwestycje w Polsce 2025,

https://cdn.prod.website-files.com/65eb1815ffa18c457d0b021e/68e7e68ce1245df1f9be4498_Raport_POLSIF_popr.pdf

The SFDR fund market - EFAMA, <https://www.efama.org/sites/default/files/files/market-insights-21-the-sfdr-fund-market.pdf>

Powyższa tabela syntetyzuje kluczowe wskaźniki ilościowe i jakościowe, tworząc strategiczną mapę porównawczą, która stanowi podstawę dla dalszej analizy. Zestawienie danych liczbowych z oceną jakościową pozwala na szybką identyfikację pozycji Polski na tle liderów rynkowych i zrozumienie fundamentalnych różnic w charakterze tych rynków. Dane te jednoznacznie wskazują na ogromną dysproporcję w skali rynku, przy czym różnica ta jest widoczna nie tylko w wartościach bezwzględnych, ale także względnych. Podczas gdy w Luksemburgu czy Francji fundusze SFDR stanowią zdecydowaną większość rynku, w Polsce ich udział jest wciąż mniejszy, co potwierdza status rynku jako "wschodzącego" w dziedzinie zrównoważonych finansów.

Równie istotna jest analiza struktury produktowej. Polski rynek funduszy inwestycyjnych jest historycznie zdominowany przez produkty dłużne, co jest odzwierciedleniem preferencji lokalnych inwestorów detalicznych i instytucjonalnych. Można z dużą dozą prawdopodobieństwa założyć, że ta tendencja przenosi się na segment produktów SFDR. W kontraście, na dojrzałych rynkach europejskich, zwłaszcza w segmencie artykułu 9, dominują strategie akcyjne, które oferują większy potencjał do realizacji ambitnych celów zrównoważonego rozwoju i generowania mierzalnego wpływu (impact). Ta różnica strukturalna ma głębokie implikacje – rynek zdominowany przez produkty dłużne może mieć trudności z finansowaniem innowacyjnych, transformacyjnych projektów, które często wymagają kapitału o wyższym profilu ryzyka.

Porównanie jakościowe ujawnia jeszcze głębsze różnice, które wykraczają poza proste metryki rynkowe. Kluczowa różnica dotyczy roli i postawy krajowych organów nadzoru. We Francji obserwujemy proaktywny, "odgórny" model, w którym regulator (AMF) nie tylko egzekwuje prawo, ale aktywnie je kształtuje, narzucając rynkowi wyższe standardy w celu ochrony inwestorów i budowania wiarygodności rynku. W Niemczech BaFin przyjmuje perspektywę ostrożnościową, postrzegając ESG głównie przez pryzmat ryzyka dla stabilności systemu finansowego. W Luksemburgu CSSF koncentruje się na harmonizacji i pragmatycznym wdrażaniu standardów ESMA, aby utrzymać pozycję kraju jako centrum transgranicznej dystrybucji. Na tym tle polski model rozwoju wydaje się być napędzany głównie "oddolnie" przez inicjatywy branżowe, podczas gdy rola nadzorczy i regulatora (KNF) jest bardziej pasywna i skoncentrowana na transpozycji prawa unijnego. Ten brak silnego, proaktywnego impulsu ze strony nadzorczy może spowalniać tempo adaptacji i standaryzacji na rynku.

W rezultacie „luka dojrzałości” (maturity gap) między Polską a bardziej rozwiniętymi rynkami zachodnimi ujawnia się wyraźnie w trzech kluczowych obszarach:

- **Infrastruktura danych:** Podczas gdy na rynkach dojrzałych funkcjonują już, choć wciąż niedoskonałe, ekosystemy dostawców danych, agencji ratingowych i platform analitycznych, w Polsce kluczowe inicjatywy, takie jak krajowa baza danych ESG, są wciąż w fazie projektowania i budowy. To fundamentalna bariera, która uniemożliwia skalowanie i pogłębianie analiz ESG.
- **Świadomość inwestorów:** Na rynkach dojrzałych, zwłaszcza w segmencie instytucjonalnym, istnieje wysoki poziom świadomości i jasno zdefiniowane preferencje dotyczące zrównoważonego rozwoju. Inwestorzy aktywnie poszukują produktów spełniających określone kryteria i wywierają presję na zarządzających. W Polsce, jak pokazują badania, świadomość i zainteresowanie inwestorów są wciąż na relatywnie niskim poziomie, co osłabia rynkowy mechanizm "pull".

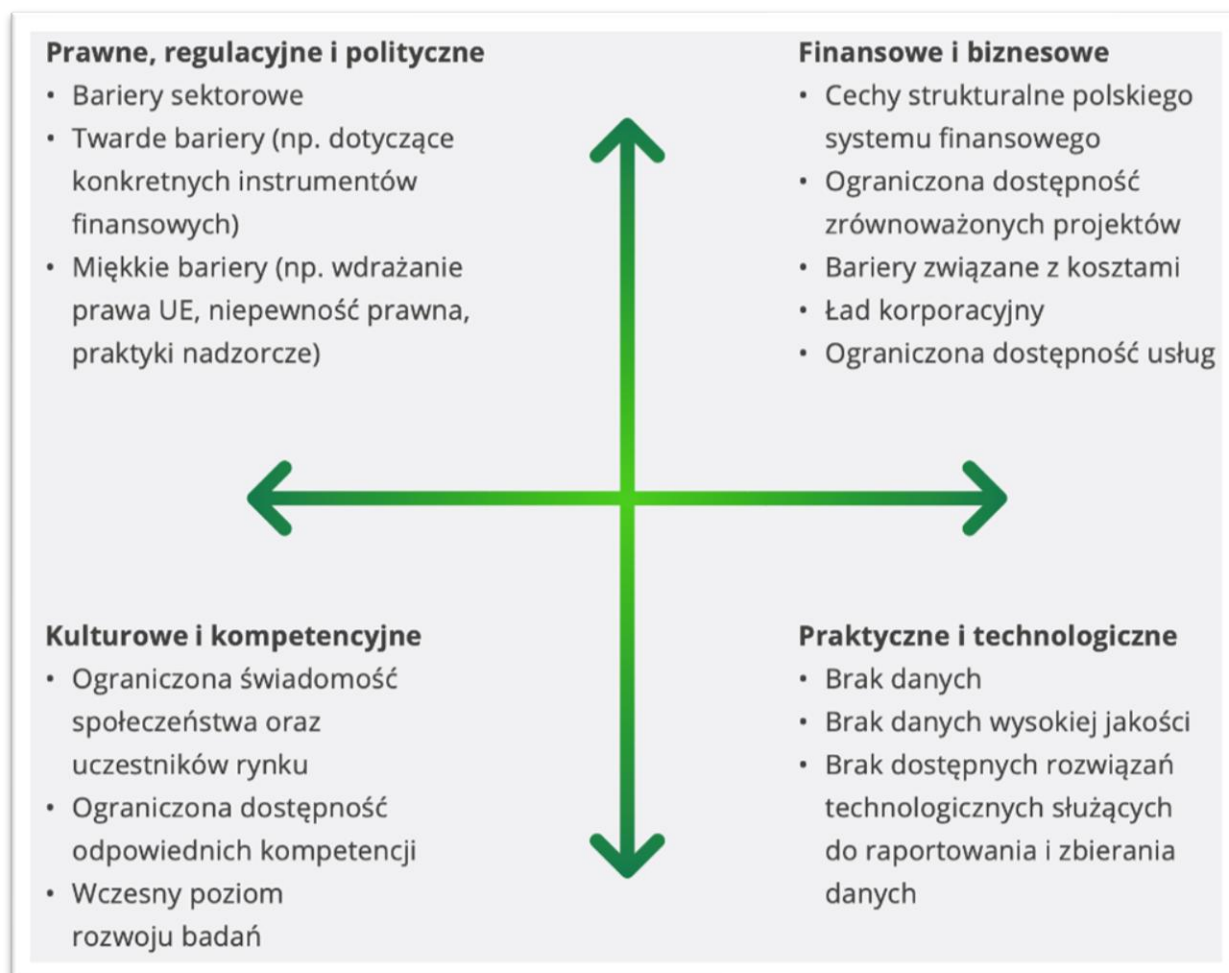
- Głębokość zaangażowania regulatora: Działania nadzorcze na rynkach dojrzałych obejmują aktywne inspekcje on-site, publikację szczegółowych oczekiwań, a w skrajnych przypadkach nakładanie sankcji za greenwashing. W Polsce, zaangażowanie KNF wydaje się być na razie ograniczone do komunikacji i zapewnienia formalnej zgodności z przepisami, bez głębszej weryfikacji praktyk rynkowych.

4.3.3. Różnice w motorach napędowych rynku

Analiza rynków dojrzałych, potwierdzona w wywiadach eksperckich, wskazuje na fundamentalną różnicę w genezie popytu.

- Rynki dojrzałe (Europa Zachodnia, USA): Rozwój był napędzany przez mechanizm "pull". Silny, świadomy popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, banki centralne) wymusił na zarządzających aktywami tworzenie produktów ESG. To z kolei zmusiło regulatorów do uporządkowania i standaryzacji już istniejącego rynku.
- Polska: Dominuje mechanizm "push". Regulacje unijne (SFDR) są narzucane "odgórnie" na rynek, który nie cechuje kluczowego motoru popytowego. Polski rynek jest zdominowany przez klienta detalicznego, który – jak wskazują zarówno KNF, jak i eksperci rynkowi – nie zgłasza jeszcze świadomego, masowego popytu na produkty zrównoważone.

5. Wielowymiarowa diagnoza barier wzrostu i tworzenia wartości



Źródło: Ministerstwo Finansów (2023), Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce, Warszawa

W dalszej części tego rozdziału przedstawiamy bariery w kontekście rozwoju zrównoważonych inwestycji na rynku finansowym.

5.1. Bariery regulacyjne i interpretacyjne

5.1.1. Niejasność definicji jako źródło ryzyka i kosztów

Złożoność i niejednoznaczność ram SFDR przekładają cały ciężar interpretacyjny, ryzyko prawne i koszty zgodności bezpośrednio na uczestników rynku finansowego. Szeroka, nieprecyzyjna kategoria Art. 8 zachęca TFI do przyjmowania strategii minimalnej zgodności, generując wysokie ryzyko greenwashingu.

Jednocześnie, ekstremalny rygorizm interpretacyjny Art. 9, w połączeniu z brakiem danych do oceny DNSH, skutecznie zniechęca do innowacji i tworzenia produktów o wysokiej ambicji, prowadząc do zjawiska green-bleachingu. Racjonalne działanie TFI w takim otoczeniu sprowadza się do obniżania klasyfikacji lub powstrzymywania się od komunikowania cech zrównoważonych z obawy przed przyszłą odpowiedzialnością regulacyjną.

5.1.2. Wyzwania regulacyjne a tempo rozwoju rynku SFDR

Podejście KNF, oparte głównie na implementacji przepisów unijnych, skutkuje ograniczoną inicjatywą lokalną. Powoływanie się na niski udział produktów SFDR jako uzasadnienie dla braku dodatkowych interwencji prowadzi do mechanizmu "błędnego koła", hamującego naturalną dynamikę wzrostu.

Brak aktywnych działań stymulujących ze strony nadzoru przekłada się na wolniejsze tempo standaryzacji, która jest niezbędna do budowania wiarygodności rynku. Bez jasnych ram uczestnicy rynku obawiają się ryzyk prawnych (w tym zarzutów o greenwashing), co ogranicza podaż produktów. Porównanie z rynkami takimi jak francuski czy niemiecki wskazuje, że zaangażowanie nadzorczy i regulatora w proces standaryzacji jest kluczową zmienną wpływającą na szybkość adaptacji rozwiązań ESG.

5.1.3. Problemy implementacyjne: lekcje z europejskiego Wspólnego Działania Nadzorczego (ESMA CSA 2024-2025)

Podczas gdy KNF pozostaje pasywna, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) wraz z innymi nadzorcami krajowymi (NCA) przeprowadził w latach 2023-2024 szeroko zakrojone Wspólne Działanie Nadzorcze (CSA) dotyczące integracji ryzyk i ujawnień SFDR. Opublikowany 30 czerwca 2025 roku raport końcowy z tego badania stanowi mapę drogową rzeczywistych ryzyk i uchybień w implementacji SFDR w całej Unii²⁴⁾.

Ustalenia te są kluczowe dla polskich TFI, ponieważ wskazują obszary, które w Polsce z powodu braku nadzoru pozostają niezidentyfikowane i mogą stanowić źródło przyszłego ryzyka niezgodności

Tabela 3. Kluczowe uchybienia zidentyfikowane przez ESMA w raporcie końcowym z CSA (Czerwiec 2025)

Obszar Kontroli (wg ESMA)	Zidentyfikowane Uchybienia i Słabości w UE	Potencjalne Implikacje / Ryzyko dla Polskiego TFI
Zasoby i kompetencje	Wiele podmiotów (szczególnie mniejszych) wykazuje "ograniczone zasoby dedykowanego personelu ESG".	Wysokie ryzyko błędnej implementacji regulacji; potwierdzenie luki kompetencyjnej zdiagnozowanej w Polsce.
Wykorzystanie danych zewnętrznych	Powszechna praktyka polegania na danych i ratingach od dostawców zewnętrznych przy "ograniczonej weryfikacji" ich jakości, metodologii i adekwatności.	Ryzyko podejmowania decyzji inwestycyjnych i klasyfikacji produktów na błędnych lub niezawerowanych danych (tzw. problem "czarnej skrzynki").

24) ESMA34-1592494965-764 Final Report on the 2023-2024 CSA on the integration of sustainability risks and disclosures, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-1592494965-764_Final_Report_on_2023-2024_CSA_on_sustainability.pdf

Tabela 3 cd. Kluczowe uchybienia zidentyfikowane przez ESMA w raporcie końcowym z CSA (Czerwiec 2025) cd.

Obszar Kontroli (wg ESMA)	Zidentyfikowane Uchybienia i Słabości w UE	Potencjalne Implikacje / Ryzyko dla Polskiego TFI
Spójność ujawnień	Liczne niespójności między informacjami w prospektach, materiałach marketingowych a raportami okresowymi.	Wysokie ryzyko wprowadzenia inwestorów w błąd (greenwashing) i przyszłych kar; obszar łatwy do weryfikacji przez nadzór.
DNSH i dobre praktyki w zakresie ładu korporacyjnego	Niewystarczające wykazanie, jak w praktyce zarządzający weryfikują spełnienie kryteriów DNSH i dobrych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego przez spółki.	Potwierdza, że jest to jedna z najtrudniejszych barier operacyjnych; w Polsce, przy braku danych, ryzyko to jest jeszcze wyższe.
Polityki wynagrodzeń	Brak jasnych i konkretnych kryteriów łączących politykę wynagrodzeń z integracją ryzyk dla zrównoważonego rozwoju (wymóg Art. 5 SFDR).	Powszechne ryzyko formalnej niezgodności z Art. 5 SFDR, często pomijane przez TFI.

Źródło: ESMA34-1592494965-764 Final Report on the 2023-2024 CSA on the integration of sustainability risks and disclosures, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-1592494965-764_Final_Report_on_2023-2024_CSA_on_sustainability.pdf

5.2. Bariery operacyjne

5.2.1. Luka w danych ESG

Luka w danych ESG stanowi jedno z najpoważniejszych wyzwań dla polskiego sektora finansowego w kontekście transformacji zrównoważonej. Problem ten przejawia się w braku dostępności, niewystarczającej jakości i rzetelności, niekompletności, nieaktualności i nieweryfikowalności (w tym z punktu widzenia greenwashingu) oraz ograniczonej porównywalności danych o czynnikach środowiskowych, społecznych i zarządczych dotyczących przedsiębiorstw. Dla banków, funduszy inwestycyjnych i innych instytucji finansowych oznacza to fundamentalne trudności w ocenie ryzyka ESG, która jest warunkiem koniecznym dla rozwoju rynku zrównoważonych finansów i zarządzania ryzykiem, a także trudności we wdrażaniu wymogów regulacyjnych oraz podejmowaniu decyzji kredytowych i inwestycyjnych. Problemem jest brak świadomości i przygotowania przedsiębiorstw, szczególnie w sektorze MŚP²⁵⁾, do gromadzenia i raportowania danych ESG. Nawet gdy dane ESG są dostępne, ich jakość pozostaje na niewystarczającym poziomie, co wynika z niejasności przepisów i ich różnej interpretacji, różnych metod i standardów raportowania, braku jednolitych standardów gromadzenia i przetwarzania danych. Problem luki danych ESG ma charakter kaskadowy: duże przedsiębiorstwa zobowiązane do raportowania CSRD²⁶⁾ wymagają danych ESG od swoich mniejszych dostawców i kontrahentów, którzy często nie są przygotowani (brak kompetencji i zasobów) do ich dostarczenia.

25) GS1 Polska. (2024). Przedsiębiorcy MŚP a ESG: diagnoza. GS1 Polska. https://gs1pl.org/app/uploads/2024/10/Przedsiębiorcy_MSP_a_ESG_diagnoza.pdf

26) Dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Corporate Sustainability Reporting Directive) określa standardy, zgodnie z którymi prawie 50 000 przedsiębiorstw z UE będzie musiało składać sprawozdania dotyczące swojego wpływu na klimat i środowisko.

Dyrektywa CSRD wchodzi w życie etapami (2025-2028), co oznacza, że większość przedsiębiorstw dopiero zaczyna przygotowania do raportowania swoich danych²⁷⁾. Wśród przyczyn występowania luki wymienia się także złożoność wymagań raportowania (standardy ESRS²⁸⁾), niedostateczną infrastrukturę technologiczną centralizacji wymiany danych, ograniczone zasoby finansowe i kadrowe w MŚP (koszty raportowania mogą być barierą dla mniejszych podmiotów). W efekcie polski sektor finansowy zmagają się z fragmentaryzacją źródeł danych ESG.

Luka danych ESG hamuje rozwój zrównoważonych finansów w Polsce, ogranicza możliwość oferowania zróżnicowanych produktów w zależności od profilu ESG klienta oraz analizy projektów pod kątem zgodności z Taksonomią UE.

5.2.2. Zależność od zewnętrznych dostawców

Skutkiem szeroko rozumianej luki danych ESG jest, obok korzystania z wewnętrznych analiz przygotowywanych z wykorzystaniem danych publicznych oraz z własnego systemu oceny jakościowej ESG, **zależność polskich instytucji finansowych od zewnętrznych dostawców danych i ratingów ESG**. Do takich dostawców należą m.in. Sustainalytics, MSCI ESG Research, Refinitiv ESG Data (LSEG) oraz Bloomberg. Stanowi to jednak poważne wyzwanie dla polskich instytucji – szczególnie w kontekście skuteczności zarządzania ryzykiem, zgodności regulacyjnej oraz jakości decyzji biznesowych, co ma bezpośredni wpływ na rozwój rynku zrównoważonych finansów w Polsce. Zależność od zewnętrznych dostawców utrudnia strategiczną oraz operacyjną adaptację do wymagań ESG, ogranicza konkurencyjność i innowacje, powoduje wzrost kosztów, a także generuje ryzyko compliance i greenwashingu. Konieczne jest zapewnienie, aby dane i ratingi ESG dostarczały ich użytkownikom wiarygodnych, istotnych i przydatnych do podjęcia decyzji informacji. Na wiarygodność tych danych i ratingów mogą wpływać metodologie ich zbierania czy sporządzania, które nie są ujednolicone i wystandaryzowane, czy model biznesowy (model „użytkownik płaci” lub „emitent płaci”)²⁹⁾ ich dostawcy. Z badania POLSIF rynku zrównoważonych inwestycji³⁰⁾ wynika, że 85% funduszy inwestycyjnych deklaruje wykorzystywanie ratingów ESG, a tylko 4% funduszy zadeklarowało, że mierzy lub używa danych na temat konkretnych aktywności w zakresie realizacji celów zrównoważonego rozwoju (np. procent przychodów przyczyniających się do realizacji celów zrównoważonego rozwoju). Ratingi i dane ESG pozwalają inwestorom identyfikować liderów w dziedzinie ESG oraz odrzucać spółki, które nie spełniają ich wymagań. Niemniej jednak należy zauważyć, że dla wielu inwestorów ratingi ESG są jedynie punktem wyjścia do analizy ESG. Badania pokazują³¹⁾, że inwestorzy o bardziej zaawansowanych praktykach ESG, aby ukształtować swoją opinię na temat spółki, zazwyczaj korzystają jedynie z surowych danych i analiz, a nie ostatecznych ratingów ESG.

29) Rozporządzenie UE 2024/3005 z dnia 27 listopada 2024 r. w sprawie przejrzystości i rzetelności działalności ratingowej z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego (ESG) wprowadza wspólne podejście regulacyjne, aby zwiększyć rzetelność, przejrzystość, w miarę możliwości porównywalność, odpowiedzialność, rozliczalność, dobre zarządzanie i niezależność działalności w zakresie ratingów ESG, przyczyniając się tym samym do przejrzystości i jakości ratingów ESG oraz do programu zrównoważonego finansowania Unii. Celem tego rozporządzenia jest przyczynienie się do sprawnego funkcjonowania rynku wewnętrznego, a zarazem osiągnięcie wysokiego poziomu ochrony konsumentów i inwestorów oraz zapobieganie pseudoekologicznemu marketingowi i innym rodzajom wprowadzania w błąd, w tym pseudospołecznemu marketingowi, przez wprowadzenie wymogów dotyczących przejrzystości ratingów ESG oraz zasad organizacji i postępowania dostawców ratingów ESG. Wchodzi ono w życie 2 lipca 2026 r. (https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202403005).

30) POLSIF (2025) Zrównoważone inwestycje w Polsce.

31) SustainAbility. (2020, marzec). Rate the Raters 2020: Investor survey and interview results. ERM Group. <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>

Najważniejsze z perspektywy rozwoju rynku w Polsce jest budowanie własnych, krajowych systemów gromadzenia, kontroli i weryfikacji danych ESG. Polska Platforma ESG BIK stanowi punkt wyjścia do zmniejszenia tej zależności.

5.2.3. Wybrane wyzwania metodologiczne i zarządcze SFDR

Ze stosowaniem SFDR wiąże się szereg wyzwań metodologicznych czy wręcz definicyjnych, niejasność interpretacyjna jej przepisów. W kompleksowej ocenie SFDR przeprowadzonej w 2023 r. wykazano brak jasności prawnej, ograniczoną trafność niektórych wymogów dotyczących ujawniania informacji, niespójności z innymi przepisami dotyczącymi zrównoważonego finansowania (takimi jak dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD) i rozporządzenie w sprawie taksonomii) oraz trudności w zapewnieniu danych dobrej jakości.

Zgodnie z ostatnim raportem „Report on principal adverse impact disclosures under the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)”³²⁾, problemy dotyczące ujawniania Głównych Negatywnych Skutków (Principal Adverse Impact – PAI) wśród instytucji uczestniczących w rynku finansowym (FMPs) przejawiają się w kilku bardzo ważnych obszarach (mimo ogólnej poprawy jakości informacji od poprzedniego badania). Po pierwsze niejasność, generyczność i jakość ujawnianych informacji, co wynika z jednej strony z braku wystandaryzowanych metod pomiaru – instytucje finansowe stosują różne metryki i formułki do obliczenia wskaźników PAI. Ujawnienia są nierzadko nadmiernie generyczne i nie mają niezbędnych szczegółów. Informacje bywają obszerne i wysoce techniczne, co utrudnia zrozumienie dla inwestorów detalicznych. Niektóre instytucje mylą też wymogi dotyczące ryzyka zrównoważonego rozwoju z wymogami PAI. Mniejsze podmioty mają tendencję do mieszania informacji ESG/marketingowych z ujawnieniami SFDR. W wielu przypadkach (wskaźnikach) występuje niskie pokrycie danymi (m.in. emisje do wody, odpady niebezpieczne, nieskorygowana luka płacowa ze względu na płeć). Największym wyzwaniem jest jednak brak mierzalnych lub jasno zdefiniowanych działań, metryk i harmonogramów planowanych w celu unikania lub redukcji negatywnych skutków. Często podawane są jedynie ogólne stwierdzenia (np. „będziemy monitorować”).

Problemy w ujawnianiu PAI przez instytucje rynku finansowego wynikają głównie z ograniczonej dostępności rzetelnych danych od firm portfelowych, braku jednolitej metodologii agregacji, złożonego zakresu wskaźników, problemów technicznych, wysokich kosztów pozyskania ratingów ESG oraz niejasnej interpretacji regulacyjnej. To sprawia, że ujawnienia PAI są często fragmentaryczne, nieporównywalne i mają ograniczoną użyteczność dla inwestorów i regulatorów.

Innym problemem może być stosowanie zasady Do No Significant Harm (DNSH), która wymaga, aby aktywność gospodarcza przyczyniała się pozytywnie do co najmniej jednego celu środowiskowego bez powodowania istotnego szkody dla innych celów. Co ciekawe zasada DNSH jest stosowana w różny sposób w Taksonomii UE i SFDR, co odzwierciedla odmienne cele tych ram. SFDR przyjmuje szersze podejście, stosując DNSH na poziomie portfela lub przedsiębiorstwa w celu oceny ogólnej efektywności zrównoważonego rozwoju uczestników rynku finansowego.

³²⁾ European Supervisory Authorities. (2025, 9 September). Report on principal adverse impact disclosures under the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR): Annual Report to the Commission under Article 18 of Regulation (EU) 2019/2088. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-09/JC_2025_26_Report_on_PAI_disclosures_under_Article_18_SFDR.pdf

SFDR obejmuje także szerszy zakres kwestii niż Taksonomia, obejmujący zarówno cele środowiskowe, jak i społeczne, wymagając dostosowania inwestycji do szerszych standardów zrównoważonego rozwoju. Kluczowe wyzwania związane ze stosowaniem DNSH obejmują jej wielowymiarowość, wbudowane w nią konflikty między celami zrównoważonego inwestowania, brak jasnego progu dla znaczącej szkody (*significant harm*) oraz zasobochłonność - przeprowadzenie rzetelnej oceny DNSH wymaga dostępu do danych technicznych, map ryzyka geograficznego i modelowania scenariuszowego, co jest kosztowne i czasochłonne.

Rozporządzenie SFDR nakłada na uczestników rynku finansowego (FMP) obowiązek realnej integracji czynników zrównoważonego rozwoju w strukturze organizacyjnej, politykach oraz procedurach operacyjnych. Wynika to zarówno z treści rozporządzenia, jak i aktów delegowanych (RTS), które doprecyzowują obowiązki ujawnieniowe³³⁾. W praktyce SFDR prowadzi do wzmocnienia nadzoru nad zagadnieniami ESG, konieczności tworzenia dedykowanych struktur (np. komitetów ESG), wdrażania procedur zarządzania ryzykiem, monitorowania czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego oraz zapewnienia spójności całej organizacji z zasadami zrównoważonego rozwoju. Rozporządzenie zakłada zatem, że integracja ESG wśród FMP musi być nie tylko deklaratywna, lecz przede wszystkim operacyjna, mierzalna i nadzorowana. Ponadto wielu uczestników nie posiada wystarczających zespołów specjalistów ds. ESG, szczególnie małe i średnie instytucje. Wymagana integracja ESG w strukturze i działaniu instytucji finansowej oznacza konieczność reorganizacji istniejących struktur decyzyjnych, wdrożenia mechanizmów nadzoru nad ESG, a często także powołania nowych funkcji, komitetów lub zespołów wyspecjalizowanych w analizie danych środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego. Wyzwania mają również charakter kompetencyjny: integracja ESG wymaga wiedzy międzydyscyplinarnej, obejmującej ekonomię, prawo, naukę o klimacie i środowisko, analizę danych i zarządzanie ryzykiem. Wiele instytucji finansowych wciąż rozwija odpowiednie kompetencje wewnętrzne, co powoduje konieczność ponoszenia kosztów szkoleń, rekrutacji specjalistów lub korzystania z doradztwa zewnętrznego.

Trudność sprawia także złożoność regulacji – SFDR, taksonomia UE, CSRD oraz MiFID II wzajemnie się uzupełniają i nakładają na siebie w zakresie wymogów dotyczących integracji ESG. Dla instytucji finansowych oznacza to konieczność równoczesnego zarządzania kilkoma systemami raportowania i spójnego wdrażania ich w całej organizacji.

5.3. Bariery rynkowe i kompetencyjne

Bariery wzrostu i tworzenia wartości na rynku zrównoważonych finansów w Polsce i Europie mają charakter wielowymiarowy. Nie są to jedynie problemy techniczne (dostęp do danych, zależność od zewnętrznych dostawców czy dostęp do odpowiedniego IT), ale także kwestie ludzkie (kompetencje, edukacja, kultura organizacyjna) i strukturalne (gotowość regulacyjna firm). Przewyciężenie tych barier wymaga skoordynowanych działań na poziomie regulacyjnym, edukacyjnym i organizacyjnym.

33) Na przykład art. 3 SFDR wymaga ujawnienia polityk dotyczących włączenia ryzyk zrównoważonego rozwoju w proces inwestycyjny, co wymusza istnienie formalnych procedur i odpowiedzialności organizacyjnej, a art. 6 wymaga natomiast wyjaśnienia sposobu integrowania ryzyk ESG w strategiach inwestycyjnych i procesach decyzyjnych.

Luka kompetencyjna stanowi jedną z kluczowych przeszkód dla rozwoju zrównoważonych finansów. Poważne braki w zaangażowaniu kierownictwa firm w sektorze finansowym w realizację celów zrównoważonego rozwoju są także pochodną tej sytuacji. Wiele organizacji napotyka opory kulturowe i brak przywództwa w zakresie ESG. Zarządy i rady nadzorcze często bardzo nisko oceniają stopień powiązania celów biznesowych spółek z celami ESG.

5.3.1. Luka kompetencyjna w instytucjach

Szacuje się, że konieczne jest co najmniej podwojenie liczby specjalistów z kompetencjami ESG w Polsce. Niedobór ten dotyczy głównie kombinacji umiejętności technicznych i strategicznych. Braki kompetencyjne obejmują zarówno kompetencje techniczne (np. wykorzystanie nowych technologii, analiza danych ESG) jak i miękkie (zarządzanie projektami ESG, komunikacja ze interesariuszami, tłumaczenie celów zrównoważonego rozwoju na język biznesu). Instytucje finansowe mają trudności z obsadzaniem stanowisk specjalistów ds. ESG. Mimo, że się to dosyć szybko poprawia, do niedawna można było mówić o problemie „błędnego koła”: na rynku brakowało ekspertów ESG, ponieważ nie było ich w szkołach wyższych, a tym samym nie miał kto kształcić przyszłych kadr w tej dynamicznie rozwijającej się dziedzinie. W zakresie wąskich specjalizacji w zrównoważonych finansach ten problem wciąż istnieje.

W literaturze wskazuje się na dwa rodzaje luk kompetencyjnych:

- Luka wiedzy (Knowledge gap) - to brak wiedzy, informacji lub zrozumienia danego zagadnienia (osoby lub instytucje nie wiedzą, co należy zrobić by prawidłowo wdrożyć jakąś regulację czy strategię, brakuje im danych, informacji, standardów lub wyjaśnień, istnieje niski poziom świadomości problemu, brakuje kompetencji teoretycznych, np. zrozumienia regulacji ESG, taksonomii, ryzyk klimatycznych).
- Luka zdolności/zasobów (Capacity gap) - To brak możliwości wdrożenia działań, nawet jeśli wiedza już istnieje. Oznacza, że instytucja nie ma zasobów (finansowych, ludzkich, organizacyjnych, technologicznych), choć może mieć wiedzę (ale niekoniecznie umiejętności praktyczne lub operacyjne) co należy zrobić (nie ma systemów IT, zespołów, procesów, które pozwalają wdrożyć wymagania).

Różnica między knowledge gap a capacity gap dotyczy dwóch różnych rodzajów braków, które mogą utrudniać skuteczne wdrażanie polityk, regulacji lub nowych praktyk.

Innym obserwowanym problemem jest w Polsce competence (green)washing. Jest to sytuacja, w której instytucja finansowa, doradca finansowy lub ekspert przesadza lub wprowadza w błąd co do swojej wiedzy, umiejętności i kompetencji w zakresie zrównoważonych finansów i inwestycji ESG. W praktyce przykłady competence washingu to sytuacja, gdy bank twierdzi, że "integruje kryteria ESG" w procesie decyzyjnym, ale nie ma odpowiednich narzędzi ani metodologii czy instytucja oferuje "zielone" fundusze, ale zespół zarządzający nie rozumie faktycznych kryteriów środowiskowych. Szkodzi to zaufaniu do całego rynku zrównoważonych finansów, inwestorzy mogą podejmować decyzje oparte na fałszywym poczuciu bezpieczeństwa (rzeczywisty brak wpływu na cele środowiskowe, mimo deklaracji), rodzi ryzyka regulacyjne (naruszenie obowiązków informacyjnych i regulacji takich jak MiFID II i SFDR).

5.3.2. Koszty wdrożenia

Implementacja SFDR i innych regulacji zrównoważonych finansów generuje znaczące koszty zarówno dla instytucji finansowych jak i przedsiębiorstw. Koszty te mają charakter wieloaspektowy: infrastruktura IT (systemy do zbierania, przechowywania i przetwarzania danych ESG), szkolenia pracowników, zmiana procesów biznesowych, oraz dostęp do wysokiej jakości danych ESG. Koszty technologiczne i koszty danych to często największa pozycja kosztowa, ponieważ SFDR wymaga pozyskania, przetworzenia i raportowania ogromnych ilości danych ESG. SFDR wymaga dogłębnej rewizji dokumentacji i procedur a także zatrudnienia lub przeszkolenia specjalistów. W końcu implementacja SFDR wymaga ponoszenia ciągłych kosztów raportowania i kosztów związanych z dostosowaniem komunikacji marketingowej do wymogów SFDR i zapobieganiem zarzutom o wprowadzanie w błąd. Koszty wdrożenia regulacji nie są to tylko jednorazowe wydatki, ale przede wszystkim koszty operacyjne i ciągłe inwestycje w infrastrukturę, dane i kapitał ludzki.

Instytucje finansowe w Polsce napotykają na dodatkowe wyzwania, w tym na ograniczoną dostępność danych ESG od emitentów, małą podaż puli ekspertów SFDR, konieczność budowania procesów "od zera" na bazie interpretacji unijnych, bez możliwości łatwego adaptowania lokalnych standardów, konieczność edukacji rynku.

Dla mniejszych podmiotów i instytucji finansowych, które dysponują ograniczonymi budżetami, te wyzwania są szczególnie dotkliwe. Choć SFDR przewiduje możliwość stopniowego wdrażania (np. badanie wpływu czynników ESG może być uproszczone w początkowym okresie i rozbudowywane w kolejnych latach), nadal wymaga to zaangażowania znaczących zasobów. Niestety, wiele firm postrzega przygotowanie raportów niefinansowych jako czysto działanie compliance, a nie jako szansę na pokazanie strategii zrównoważonego rozwoju i budowanie wartości długoterminowej.

5.3.3. Niski poziom świadomości i edukacji inwestorów

Poziom wiedzy wśród inwestorów na temat ESG i zrównoważonych inwestycji pozostaje stosunkowo niski. Badania pokazują, że jedynie połowa inwestorów dostrzega kwestie ESG, choć nie zawsze uważa je za krytyczne. Istotnym problemem jest także brak edukacji wśród różnych grup inwestorów, zwłaszcza wśród inwestorów detalicznych i młodszych generacji. Zarówno inwestorzy jak i członkowie rad nadzorczych oceniają swój obecny poziom wiedzy na temat raportowania niefinansowego jako średniozaawansowany (co może stanowić subiektywną, zawyżoną samoocenę), co wskazuje na potrzebę szerokiej edukacji i podnoszenia świadomości rynku.

Wśród uczniów szkół ponadpodstawowych w Polsce, co trzeci nie spotkał się na lekcjach z pojęciem zrównoważonego rozwoju, a 68% z nich chciałoby regularnych zajęć z tego obszaru. Warunkiem zmiany podejścia do kwestii klimatycznych jest dokonanie fundamentalnej przemiany w systemie edukacji. Co więcej, proces zwiększania wrażliwości klimatycznej powinien być kontynuowany zarówno w trakcie studiów wyższych, jak i na etapie pracy zawodowej.

Polscy przedsiębiorcy coraz częściej dostrzegają strategiczne znaczenie inwestycji w odnawialne źródła energii oraz czyste technologie, choć ich postawy pozostają zróżnicowane. Duże firmy traktują OZE jako sposób na stabilizację kosztów energii, poprawę konkurencyjności oraz spełnienie wymogów ESG, co ułatwia dostęp do finansowania i rynków zagranicznych. W tym segmencie rośnie liczba instalacji fotowoltaicznych, pomp ciepła oraz projektów efektywności energetycznej.

W sektorze MŚP tempo transformacji jest wolniejsze. Małe i średnie przedsiębiorstwa często obawiają się wysokich kosztów początkowych i zmienności regulacyjnej, dlatego wiele z nich podchodzi do inwestycji ostrożnie. Jednocześnie programy wsparcia i rosnące ceny energii stopniowo skłaniają MŚP do modernizacji.

Postawy przedsiębiorców ewoluują od sceptycyzmu w stronę pragmatycznego przekonania, że zielone inwestycje są nie tylko koniecznością klimatyczną, lecz także szansą na rozwój, bezpieczeństwo energetyczne i trwałą przewagę konkurencyjną. To daje nadzieję, że także po stronie inwestorów poziom świadomości będzie rósł.

5.4. Brak „lidera projektu” i „masterplanu” - rola państwa

Państwo odgrywa kluczową rolę w transformacji energetycznej, występując w wielu rolach, w tym przede wszystkim w roli stratega, katalizatora zmian, regulatora, inwestora i organizatora finansowania, ale także realizującego swoją tradycyjną rolę w zapewnieniu ładu społecznego poprzez odpowiednie polityki społeczne. Rolą państwa jest także dbanie o odpowiednią narrację dotyczącą wyzwań i sposobów ich pokonywania. Bez tego cała transformacja może być utrudniona, bardziej kosztowna i wymagająca więcej czasu, którego nie ma. To państwo jest sygnatariuszem umów i porozumień w zakresie celów klimatyczno-energetycznych. Państwo nadaje kierunek transformacji, określa cele transformacji oraz terminy i warunki ich osiągnięcia. To ono wprowadza normy efektywności energetycznej i wdraża mechanizmy wymuszające i wspierające transformację. Poprzez swoją politykę może pobudzać inwestycje w odnawialne źródła energii, infrastrukturę sieciową czy technologie, które często wymagają dużego kapitału na start. Dialog społeczny i sprawiedliwa transformacja to także domena państwa: ono musi zadbać o to, by transformacja była społecznie akceptowalna, chroniąc grupy narażone na utratę miejsc pracy (np. w sektorze węglowym) i wspierając programy reskillingu (zdobywanie nowych kwalifikacji) czy rozwój lokalnych społeczności. Państwo działa więc jako główny zarządzający zmianą transformacyjną, a w trakcie transformacji energetycznej państwo musi pokonać szereg wyzwań, które dotyczą zarówno aspektów politycznych, strategicznych, technicznych, jak i społecznych oraz ekonomicznych.

Jeżeli państwo w roli „lidera projektu” i twórcy „masterplanu” zawodzi, choćby częściowo, wpływa na zachowanie podmiotów funkcjonujących na jego obszarze. Dotyczy to także rynku finansowego, zarówno instytucji finansowych (banki, instytucje ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, giełdy, pośrednicy finansowi) jak i regulatorów i nadzorców na tym rynku oraz inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Skutkować to może opóźnieniami wdrożeniowymi i implementacyjnymi w sektorze, fragmentaryzacją interpretacyjną, niskim zaufaniem do celów klimatycznych i energetycznych, kwestionowaniem wiarygodności i trwałości deklaracji politycznych, ograniczeniem innowacji w dziedzinie ESG (brak jasności co do stabilności czy wsparcia systemowego), a nawet wyższym kosztem kapitału (ze względu na ryzyko).

6. Szanse i możliwości rozwoju rynku

6.1. Potencjał wzrostu wartości produktów SFDR: Transition Finance jako imperatyw strategiczny

Identyfikacja bariery w postaci „słabego rozwoju sektora zielonego” w Polsce jest w rzeczywistości największą strategiczną szansą dla krajowego rynku finansowego. Polska gospodarka, charakteryzująca się wysokim udziałem sektorów emisyjnych (brown-to-green), wymaga wieloletnich nakładów kapitałowych na modernizację i dekarbonizację. Generuje to strukturalny, długoterminowy i przewidywalny popyt na kapitał transformacyjny (transition finance).

Strategia powinna polegać na inwestowaniu w spółki obecnie „brązowe”, ale posiadające wiarygodny, oparty na naukowych podstawach (np. SBTi) plan dekarbonizacji, zamiast konkurować na nasyconym globalnym rynku inwestycji w „ciemnozielone” spółki technologiczne. Transformacja energetyczna, której luka inwestycyjna szacowana jest na 200 mld EUR do 2040 roku, jest kluczową niszą. Finansowanie dekarbonizacji ciepłownictwa, modernizacji sieci energetycznych czy konwersji aktywów węglowych na gazowe/wodorowe to nisza, której raczej nie wypełnią zagraniczne fundusze skupione na aktywach czysto zielonych³⁴⁾.

Krajowy rynek finansowy może wykorzystać uruchomienie środków z Krajowego Planu Odbudowy (KPO) oraz działalność podmiotów publicznych, takich jak PFR Green Hub i Fundusz Wsparcia Energetyki zarządzany przez BGK. TFI mogą tworzyć fundusze współinwestujące z tymi podmiotami, co znacząco obniży profil ryzyka projektów transformacyjnych, ułatwiając przyciągnięcie kapitału prywatnego.

TFI mogą odegrać także istotną rolę w sekurytyzacji portfeli kredytów celowych na OZE lub termomodernizację, tworząc produkty inwestycyjne dla klientów detalicznych oparte na dźwigni transformacyjnym. Wynika to z faktu, że sektor bankowy, będący pod presją regulacyjną EBA (wskaźniki Green Asset Ratio), będzie musiał oczyścić swoje bilanse z aktywów węglowych lub sfinansować ich transformację.

Rosnący rynek obligacji powiązanych ze zrównoważonym rozwojem (Sustainability-Linked Bonds) jest również naturalnym celem inwestycyjnym dla dominujących w Polsce funduszy dłużnych.

6.2. Proaktywne modele rozwoju (analiza międzynarodowych wzorców)

Sukces rynków dojrzałych nie był dziełem przypadku, lecz efektem wdrożenia czterech kluczowych determinant, których w Polsce obecnie brakuje.

1. Silnik instytucjonalny (popyt oparty na ryzyku): w krajach Europy Zachodniej rozwój był napędzany przez mechanizm pull – popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych (np. fundusze emerytalne, ubezpieczyciele), dla których ESG (zwłaszcza G – ład korporacyjny) jest narzędziem zarządzania ryzykiem finansowym, a nie sentymentem etycznym.

34) Energy Policy of Poland until 2040 (EPP2040) - Ministry of Climate and Environment, <https://www.gov.pl/web/climate/energy-policy-of-poland-until-2040-epp2040>

Dane akademickie z Europy potwierdzają, że wysokie oceny ładu korporacyjnego (G-score) korelują z korzystniejszym profilem ryzyka i zwrotu, w tym z niższym współczynnikiem Beta oraz wyższym Wskaźnikiem Sharpe’a (lepszy zwrot skorygowany o ryzyko)³⁵. Aktywizacja polskiego rynku musi się rozpocząć od zmiany paradygmatu komunikacji do uczestników rynku finansowego – przejście z języka etyki na język finansów i redukcji ryzyka.

2. Krajowe standardy jakości: SFDR w krajach Europy Zachodniej trafił na dojrzałą infrastrukturę krajowych etykiet (np. FNG-Siegel w Niemczech, Label ISR we Francji), które już wcześniej zbudowały zaufanie. Systemy te narzuciły twarde kryteria minimalne i gradację jakości (np. system „gwiazdek”), ucząc inwestorów, że „ESG” ma różne poziomy jakości. Polski rynek cierpi na brak takiego punktu odniesienia. Konieczne jest pilne stworzenie krajowego standardu minimalnego, który ustanowi twardy próg wejścia (np. minimalne wykluczenia) dla funduszy chcących być uznanymi za zrównoważone.
3. Popyt detaliczny i „luka doradcza” (advisors gap): W Europie zachodniej istnieje ogromny, uśpiony potencjał popytu detalicznego. Badania wykazują, że od 65% do 85% inwestorów detalicznych w Niemczech i Francji chce inwestować w sposób zrównoważony³⁶. Ten popyt jest jednak systemowo blokowany przez czynnik, który jest jednocześnie największą barierą na Zachodzie i największą szansą dla Polski. Badania wykazują, że duży, uśpiony popyt detaliczny w Europie jest blokowany przez brak odpowiednich kompetencji u doradców finansowych³⁷. Doradcy/dystrybutorzy nie rozumieją skomplikowanej terminologii SFDR (PAI, DNSH, Taksonomia) i nie czują się kompetentni, by proaktywnie pytać klientów o preferencje ESG (wzorem wymogów MiFID II). Sukces rynkowy zależy od systemowego i obowiązkowego podniesienia kompetencji doradców/dystrybutorów (np. poprzez obowiązkowe szkolenia i certyfikacje).
4. Wiarygodny i aktywny nadzór: Interwencja regulatora (wzór BaFin/DWS, gdzie skandal greenwashing-owy wywołał realny spadek akcji o 17% po ogłoszeniu dochodzenia) jest jedynym czynnikiem, który tworzy realne ryzyko finansowe i reputacyjne³⁸. Bierność nadzorcza w Polsce jest de facto zachętą do greenwashingu. Wdrożenie publicznych, dotkliwych kar jest warunkiem koniecznym do budowy dojrzałego rynku opartego na zaufaniu.

6.3. Architektura SFDR 2.0

Unia Europejska, w reakcji na porażkę SFDR 1.0 (Art. 8/9), zmierza w kierunku formalnej reformy i wprowadzenia wiążącego systemu kategoryzacji produktów. Propozycje Komisji Europejskiej oraz Europejskich Urzędów Nadzoru (ESAs) z 2024 r. wskazują na zastąpienie obecnego reżimu trzema nowymi, klarownymi kategoriami.

Nowy system ma być oparty na wspólnym zbiorze kryteriów, w tym: minimalnym progu inwestycyjnym (proponowane min. 70% aktywów musi realizować cel danej kategorii) oraz obowiązkowej liście wykluczeń, która będzie odnosić się do wykluczeń

³⁵) Institutional Investors and ESG Preferences, working paper,

https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/esgfinal_1.pdf

³⁶) EU Retail Funds' Environmental Impact Claims Do Not Comply with Regulatory Guidance,

<https://sustainablefinanceobservatory.org/resource/marketing-claims/>

³⁷) Bridging the Gap: Enhancing Investor Awareness in EU Sustainable Finance, <https://grins.it/output/bridging-gap-enhancing-investor-awareness-eu-sustainable-finance>

³⁸) Restoring Trust in Sustainable Finance: The Role of Active Supervision in Greenwashing Scandals - Finanzwende, <https://www.finanzwende.de/the-cost-of-greenwashing-how-active-supervision-can-restore-trust-in-sustainable-finance>

stosowanych w unijnych wskaźnikach referencyjnych transformacji klimatycznej (CTB) i dostosowanych do Porozumienia Paryskiego (PAB).

Proponowane kategorie produktów w ramach SFDR 2.0 to:

- **Sustainable (zrównoważone):** Produkty o najwyższym rygorze, inwestujące w aktywa, które już są zrównoważone środowiskowo lub społecznie. Wymagany będzie prawdopodobnie wysoki próg zgodności z Taksonomią UE (>70% lub >80%).
- **Transition (transformacyjne):** Produkty te będą inwestować w aktywa, które nie są jeszcze zrównoważone, ale znajdują się na wiarygodnej ścieżce dekarbonizacji. Kluczowe kryterium to mierzalny plan transformacji (np. oparty na SBTi) lub CapEx zgodny z celami klimatycznymi. Kategoria ta jest wprost wzorowana na brytyjskiej etykiecie Sustainability Improvers.
- **ESG Collection / Integration:** Produkty oparte na podstawowych filtrach negatywnych (wykluczenia) lub promujące pewne cechy bez ambicji transformacyjnej. W tej kategorii prawdopodobnie wyląduje większość obecnych polskich funduszy Art. 8.

Wprowadzenie kategorii Transition jest kluczową szansą strategiczną dla Polski, ponieważ legalizuje i transparentnie kategoryzuje finansowanie transformacji gospodarki, zamiast zmuszać TFI do sztucznego wykluczania aktywów.

Tabela 4. Architektura SFDR 2.0: Proponowane kategorie produktów i implikacje dla Polski

Proponowana kategoria	Kryterium wiodące (Min. 70% inwestycji)	Implikacja/Szansa dla rynku polskiego
Sustainable (Zrównoważone)	Inwestycje w aktywa już zgodne z Taksonomią/kryteriami.	Ograniczona baza aktywów w Polsce. Wysoka bariera rygorystyki DNSH.
Transition (Transformacyjne)	Inwestycje w aktywa na wiarygodnej ścieżce dekarbonizacji (np. SBTi, CapEx).	Kluczowa szansa strategiczna: Idealne dopasowanie do specyfiki polskiej gospodarki (brown-to-green).
ESG Collection jako zamiennik dla obecnych, nieprecyzyjnych Artykułów 8 i 9	Produkty stosujące podstawowe wykluczenia/integrację cech ESG.	Spodziewane miejsce dla większości obecnych Art. 8. Ryzyko utraty wartości marketingowej.

Źródło: opracowanie własne

6.4. Przewagi Polski: rola mapy drogowej i zorganizowana społeczność zrównoważonych finansów

Szukając szans Polski podkreślić należy wypracowanie strategicznego dla rozwoju zrównoważonych finansów w Polsce dokumentu, jakim jest „Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce”, która zawiera 13 szczegółowych rekomendacji. Ideą stojącą za „Mapą drogową” był zamiar wsparcia reformy polskiego rynku kapitałowego w kierunku zrównoważonych finansów oraz rozwinięcia

w Polsce na tyle silnego ekosystemu finansowego, który pozwoliłby jej stać się regionalnym centrum zrównoważonych finansów, które napędzałoby zrównoważone inwestycje w Europie Środkowo-Wschodniej i przyczyniać się do budowania zrównoważonej, odpornej i sprawiedliwej społecznie gospodarki w Polsce.

„Mapa drogowa” jest wynikiem szeroko zakrojonych prac polskiej Platformy Zrównoważonego Finansowania (PZF). Polska PZF powstała w listopadzie 2022 r. i zaangażowała ponad 150 ekspertów reprezentujących różne grupy interesariuszy w celu współtworzenia zaleceń dotyczących zrównoważonej transformacji polskiego rynku kapitałowego. Opierając się na tych zaleceniach i na podstawie wkładu przewodniczących różnych grup roboczych prowadzonych przez PZF, postanowiono zaprojektować „Mapę drogową” wokół koncepcji Transition Finance i ustrukturyzować ją wokół czterech uzupełniających się i wzajemnie wzmacniających się filarów:

- Fundamenty: ogólne, przekrojowe rekomendacje o strategicznym charakterze i znaczeniu dla transformacji polskiego rynku kapitałowego oraz gospodarki realnej;
- Transformacja rynku finansowego: zespół rekomendacji wspierających uwzględnianie zagadnień związanych ze zrównoważoną gospodarką w procesach decyzyjnych uczestników rynku kapitałowego, ze szczególnym potraktowaniem bieżących i przyszłych szans i ryzyk finansowych;
- Finansowanie transformacji: zespół rekomendacji zmierzających do przyspieszenia mobilizacji prywatnych i publicznych środków finansowych na rzecz transformacji polskiej gospodarki realnej, ze szczególnym naciskiem na rozwój i wykorzystanie zrównoważonych instrumentów finansowych;
- Polska regionalnym centrum zrównoważonych finansów: zespół rekomendacji mających na celu zwiększenie koordynacji z inicjatywami na rzecz zrównoważonych finansów podejmowanymi w krajach regionu oraz osiągnięcie przez Polskę pozycji regionalnego ośrodka zrównoważonych finansów.

Realizacja i wdrożenie rekomendacji w mapy pozwoliłoby zaadresować wiele barier i przeszkód opisanych w niniejszym raporcie.

7. Rekomendacje strategiczne

7.1. Budowa krajowej bazy danych ESG

Rozwiązanie problemu luki danych ESG wymaga skoordynowanych działań na wielu poziomach: regulacyjnym (standaryzacja i jasne wytyczne), infrastrukturalnym (rozwój platformy czy platform wymiany danych takich jak Platforma ESG BIK³⁹⁾), edukacyjnym (podnoszenie świadomości przedsiębiorstw, szczególnie mniejszych) oraz technologicznym (inwestycje w systemy IT). Kluczowe znaczenie ma też współpraca między sektorem finansowym, przedsiębiorstwami, organami nadzoru i administracją publiczną w ramach inicjatyw takich jak Platforma Zrównoważonych Finansów przy MF. Bariera danych ESG wymaga rozwoju infrastruktury danych, centralnego repozytorium danych ESG, integracji z europejskim European Single Access Point (ESAP)⁴⁰⁾, wykorzystania technologii Big Data, AI i blockchain do efektywnego zarządzania danymi ESG. Przyszłość zrównoważonych finansów (nie tylko zrównoważonych zresztą) będzie w znacznym stopniu kształtowana przez postęp technologiczny, a AI ma potencjał zrewolucjonizowania zarówno gromadzenia, jak i analizy danych ESG.

7.2. Rewizja Strategii Produktowej: Model Transition Finance dla Polski

Polskie TFI stoją przed strategicznym wyborem: bronić obecnych, fasadowych produktów Art. 8 (które tracą wartość marketingową po reformie SFDR 2.0) lub dokonać leapfroggingu – całkowicie pominąć ten etap i skoncentrować wysiłki badawczo-rozwojowe na budowaniu kompetencji pod przyszłą kategorię Transition.

Rewizja strategii produktowej musi opierać się na modelu Transition Finance (lub SDR Improvers), co wymaga:

- Zdefiniowania wiarygodnej ścieżki transformacji: fundusze muszą przejść od prostych wykluczeń do zdefiniowania mierzalnej ścieżki dekarbonizacji dla portfela (np. redukcja intensywności węglowej o 7% rok do roku). Cel musi być wiążący i oparty na naukowych standardach (Science-Based Targets, SBTi).
- Mierzenie wpływu i zaangażowania właścicielskiego (ang. Impact and Stewardship): Strategia musi wykraczać poza pasywne posiadanie aktywów. TFI muszą wdrożyć monitoring stewardshipu, mierząc realny wpływ swoich działań angażujących i głosowań na wskaźniki emisji lub cele społeczne spółek portfelowych. Tylko aktywne wywieranie wpływu uwiarygodni strategię transformacyjną.

39) Platforma ESG BIK to rozwiązanie technologiczne wspierające gromadzenie, analizowanie i dzielenie się wnioskami na temat danych firm związanych z ujawnieniami taksonomicznymi oraz z zakresu zrównoważonego rozwoju. Gromadząc, porządkując i umożliwiając dzielenie się danymi na potrzeby ujawnień taksonomicznych, Platforma BIK ESG buduje ogólnopolski standard i istotnie wspiera nie tylko sam proces ujawnień, ale również zarządzanie szeregiem kluczowych ryzyk i transformację klimatyczną całego rynku.

40) European Single Access Point (ESAP) to jednolita europejska platforma cyfrowa, która ma gromadzić i udostępniać w jednym miejscu wszystkie kluczowe informacje dotyczące spółek i produktów finansowych działających w Unii Europejskiej. Jest to inicjatywa Komisji Europejskiej w ramach budowy Unii Rynków Kapitałowych (CMU), której celem jest poprawa dostępu do danych, zwiększenie transparentności rynku i ułatwienie inwestorom podejmowania decyzji. Jednym z filarów ESAP jest sprawozdawczość zrównoważonego rozwoju. Platforma MA udostępniać raporty zgodne z ESRS, gromadzić dane potrzebne do SFDR, Taksonomii UE oraz CSRD oraz służyć jako źródło danych ESG dla inwestorów, banków i regulatorów

7.3. Standaryzacja kompetencji ESG i ujednolicenie podejścia nadzorczego

7.3.1. Standaryzacja kompetencji ESG

Empiryczna analiza TFI w Polsce wykazała głęboką „lukę kompetencyjną”. Aby TFI mogły tworzyć i sprzedawać wiarygodne produkty SFDR 2.0 (zwłaszcza Transition), konieczne jest systemowe podniesienie kwalifikacji kadr.

Zaleca się rozważenie wprowadzenia dobrowolnego lub obowiązkowego dwupoziomowego standardu certyfikacji, stanowiącego fundament kompetencyjny zespołu i klucz do budowania przewagi konkurencyjnej:

- CFA Sustainable Investing Certificate: Jest to kluczowy standard dla Analityków, Menedżerów Portfeli i Zespołów Ryzyka. Program ten buduje kompetencje niezbędne do przeprowadzania złożonych analiz (DNSH, PAI, weryfikacja danych) oraz konstrukcji wysokiej jakości produktów Art. 9 / Transition.
- EFPA European ESG Advisor (EEA): Jest to kluczowy standard dla Sieci Sprzedaży, Dystrybutorów i Doradców Klienta. Certyfikacja EEA rozwiązuje problem „luki doradczej” i uczy, jak prawidłowo identyfikować „preferencje w zakresie zrównoważonego rozwoju” (wymóg MiFID II) i wyjaśniać klientom złożone regulacje w zrozumiały sposób, aktywnie budując świadomy popyt detaliczny.

Standard mógłby być promowany przez Platformę Zrównoważonych Finansów przy MF.

7.3.2. Spójność interpretacyjna i wytyczne nadzorcze

Dla realizacji inicjatyw ESG przydatne byłoby także opracowanie jednolitych zasad interpretacji wymogów regulacyjnych w sektorze finansowym, w szczególności w sektorze instytucji rynku kapitałowego i sektorze bankowym. Konieczne wydaje się jak najszybsze wypracowanie sektorowego konsensusu w zakresie metodologii oceny ESG, wydawanie przez organy nadzoru i regulacji (Ministerstwo Finansów i Urząd Komisji Nadzoru Finansowego) wiążących obie strony, czyli administrację i rynek, wytycznych interpretacyjnych w zakresie regulacji zrównoważonych finansów, a także harmonizacja definicji i wskaźników ESG na poziomie krajowym. Kolejnym etapem rozwoju rynku powinno być wzmocnienie mechanizmów weryfikacji i audytu (rozwój kompetencji biegłych rewidentów w zakresie weryfikacji danych ESG, wdrożenie standardów limited i reasonable assurance zgodnie z wytycznymi Komisji Europejskiej, przeciwdziałanie ryzyku greenwashingu-u poprzez niezależną weryfikację danych).

7.4. Publikacja krajowych wytycznych SFDR

Na rynku wciąż nie ma "złotego standardu" w zakresie strategii i sposobu uwzględniania czynników ESG w politykach inwestycyjnych. Sposób rozumienia i wdrażania poszczególnych polityk jest uzależniony od szerokiej interpretacji poszczególnych instytucji. Na rynku powstają, najczęściej wynikające właśnie z potrzeb poszczególnych jego segmentów, opracowania, które mają na celu pomoc we wdrażaniu i stosowaniu różnych regulacji w zakresie ESG.

Ramka 2. Przykładem takiego opracowania są wytyczne ESG dla spółek notowanych wspierające emitentów w identyfikacji i zarządzaniu ryzykami oraz szansami ESG⁴¹⁾. Dokument został opracowany w oparciu o polskie i europejskie ramy prawne oraz międzynarodowe standardy i ramy sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju. Jest zatem dostosowany do specyficznych potrzeb polskiego rynku kapitałowego. Zawiera prezentację minimalnego zakresu ujawnień i szablon raportowania (Aneks E) dla ułatwienia jego standaryzacji. Należy wskazać na jego aktualizację, co pokazuje jak dynamiczne jest środowisko regulacyjne. Zalecane wskaźniki ujawnianych informacji dotyczących ESG zostały dostosowane do obowiązkowych wskaźników PAI wg SFDR dla inwestycji w spółki. Ma to zwiększyć porównywalność danych ujawnianych przez firmy na polskim rynku, jak i w odniesieniu do rynków międzynarodowych, ponieważ zawarte w Wytycznych wskaźniki ESG bazują na uznanych i powszechnie stosowanych międzynarodowych standardach raportowania i stosownych regulacjach.

Przyjęcie jednolitych wytycznych w odniesieniu do celów inwestycyjnych, podejścia inwestycyjnego oraz pomiaru wyników w zakresie ESG i / lub wpływu, wskaźników i obszarów raportowania ułatwi raportowanie ESG oraz porównywanie wyników firm, zwiększy przejrzystość i zmniejszy asymetrię informacji, w tym w zakresie porównywalności produktów finansowych. SFDR nie udało się wyeliminować rozbieżności standardów informacyjnych oraz praktyk rynkowych. Wprowadzenie zharmonizowanych przepisów dotyczących przejrzystości (w zakresie strategii dotyczących ryzyka dla zrównoważonego rozwoju, w zakresie niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju na poziomie podmiotu, w zakresie polityk wynagrodzeń w związku z wprowadzaniem do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju, w zakresie wprowadzania do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju, w zakresie niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju na poziomie produktu finansowego, w zakresie promowania aspektu środowiskowego lub społecznego w informacjach ujawnianych przed zawarciem umowy, w zakresie zrównoważonych inwestycji w informacjach ujawnianych przed zawarciem umowy, zrównoważonych inwestycji ujawnianych na stronach internetowych oraz w zakresie promowania aspektu środowiskowego lub społecznego i zrównoważonych inwestycji w sprawozdaniach okresowych) musi zostać wsparte jednolitymi wytycznymi ich stosowania by ułatwić inwestorom końcowym skuteczne porównywanie różnych produktów finansowych w odniesieniu do związanych z nimi ryzyk środowiskowych, społecznych oraz ryzyk związanych z zarządzaniem, a także celów zrównoważonego inwestowania.

Naturalnym miejscem, gdzie wypracowanie takich wytycznych mogłaby się odbyć, powinna być polska Platforma Zrównoważonych Finansów przy MF, która od początku (od 2022 r.) miała być przestrzenią stworzoną z potrzeby wspólnego działania i konsekwencji w realizacji celów jako miejsce spotkań instytucji i osób przekonanych, że zielona transformacja wymaga systemowej współpracy ponadsektorowej. Właśnie tutaj – w duchu dialogu, różnorodności i odpowiedzialności – rodzą się rozwiązania realnie kształtujące przyszłość zrównoważonych finansów w Polsce. Co więcej Platforma ma potencjał wypracowywania takich wytycznych: zgromadziła ponad 150 ekspertek i ekspertów reprezentujących różnorodne grupy interesariuszy – od sektora finansowego, przez administrację, po organizacje społeczne i uczelnie wyższe.

41) Warsaw Stock Exchange. (2023, updated 2024). ESG reporting guidelines: Guide for companies listed on GPW (October 2023). https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/ESG_Reporting_Guidelines.pdf

Wśród nich są przedstawiciele rynku kapitałowego, UKNF, MF oraz POLSIF. Warto jednak zwrócić uwagę na dobry czas do rozpoczęcia takich prac po rewizji SFRD - publikacja wniosku Komisji Europejskiej w sprawie proponowanych zmian do SFDR jest obecnie planowana na 19 listopada 2025 roku. Potwierdzają to oficjalne harmonogramy działań ustawodawczych UE.

7.5. Narzędzia edukacyjne i promocyjne dla rynku inwestorów

W kontekście powyższych barier i rekomendacji podstawą wielu możliwych działań mających na celu poprawę aktualnej sytuacji jest budowa zdolności kompetencyjnej rynku poprzez wysokiej jakości edukację, szkolenia zawodowe i transfer wiedzy. Niestety z dotychczasowych doświadczeń wynika, że polskie programy edukacyjne w obszarze ESG, oferowane zarówno przez instytucje akademickie, jak i dostawców szkoleń zawodowych są, w większości, generyczne i ograniczają się do wprowadzenia najbardziej podstawowych koncepcji. Polskie instytucje szkolnictwa wyższego i podmioty organizujące szkolenia zawodowe cierpią na brak zasobów w zakresie zrównoważonego finansowania. Programy oferowanych studiów i kursów są niespójne. Brak także nadzoru nad ich jakością (competence (green)washing). Kompetencje w zakresie zrównoważonego finansowania powinny także być oficjalnie weryfikowane, szczególnie w odniesieniu do zawodów o największym znaczeniu dla rynku finansowego i jego wymiaru ESG.

Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce wskazuje na możliwe działania i środki:

- publikacja dobrowolnych standardów edukacyjnych dla przedmiotów akademickich i szkoleń zawodowych w obszarze zrównoważonego finansowania oraz monitorowanie ich realizacji – chodzi o wypracowanie formalnych wymogów, które muszą spełniać przedmioty akademickie i szkolenia (w zakresie nauczanych treści, wykładów, etc.) w celu zapewnienia wysokiej jakości kształcenia i wartości praktycznej;
- promowanie edukacji w zakresie zrównoważonego finansowania i zrównoważonego rozwoju w szkolnictwie wyższym - stworzenia polskiego podręcznika akademickiego na temat zrównoważonego finansowania, wprowadzenie tematyki zrównoważonego finansowania i zrównoważonego rozwoju jako obowiązkowych przedmiotów nauczanych w ramach studiów I i II stopnia na takich kierunkach, jak ochrona środowiska, nauki społeczne, finanse, prawo, biznes, ekonomia i zarządzanie;
- ustanowienie obowiązkowych kwalifikacji w zakresie zrównoważonych finansów dla certyfikowanych specjalistów rynku finansowego i urzędników państwowych zarządzających lub nadzorujących publiczne programy inwestycyjnymi czy rynek finansowy;
- nawiązanie współpracy ze stowarzyszeniami branżowymi w celu budowania zdolności sektora finansowego oraz MŚP w obszarze zrównoważonego finansowania i sprawozdawczości ESG;
- wsparcie transferu wiedzy do uczestników rynku i przedsiębiorców, w tym szczególnie MŚP, w tym wykorzystanie Platformy Zrównoważonych Finansów a następnie Polskiego Instytutu Zrównoważonych Finansów do gromadzenia i udostępniania podstawowej wiedzy na temat zrównoważonego finansowania, ESG i zrównoważonego rozwoju oraz ustanowienie sektorowej Rady ds. Kompetencji w obszarze zrównoważonego finansowania.

Rekomendowana byłaby także intensyfikacja działań edukacyjnych na rynku finansowym, w tym przede szeroko zakrojone kampanie informacyjne adresowane do klientów banków i funduszy inwestycyjnych i programy szkoleniowe dla przedsiębiorców w zakresie zbierania i raportowania danych ESG.

7.6. Przygotowanie na erę kategoryzacji produktów

W dniu 18 czerwca 2024 r. Europejskie Organy Nadzoru (ESA) opublikowały opinię dotyczącą oceny SFDR, w której wskazały na liczne wyzwania i niedoskonałości obecnego systemu regulacyjnego. Dokument ten podkreśla, że obecne kategorie ujawnień wskazane w art. 8 i 9 SFDR są zbyt mało przejrzyste i ogólne, przez co inwestorzy nie są w stanie zrozumieć skali zrównoważonej inwestycji lub produktu, którego dotyczy raportowanie. Jednocześnie, ESA wskazały, że testy konsumenckie SFDR dowiodły trudności ze zrozumieniem obecnie istniejącej klasyfikacji jak i potencjału obecnego systemu klasyfikacji do wykorzystywania jako quasi-etykiety marketingowej, zwiększając tym samym ryzyko greenwashingu. W efekcie 20 listopada 2025 r. Komisja Europejska opublikowała projekt zmian do Rozporządzenia SFDR (SFDR 2.0). Proponowane zmiany mają uprościć i ułatwić dostęp do informacji dla inwestorów, obniżyć koszty dla dostawców produktów finansowych i zwiększyć udział inwestorów indywidualnych na rynkach kapitałowych. Proponowane zmiany w projekcie SFDR 2.0 obejmują zastąpienie dwustopniowego reżimu klasyfikacji produktów (art. 8 i 9 SFDR) trzema zupełnie nowymi kategoriami produktów: produkty o celach zrównoważonych, produkty przejściowe oraz integrujące czynniki ESG ("ESG basics") - inne, które integrują różne podejścia do inwestowania ESG, ale nie spełniają kryteriów pierwszych dwóch wymienionych kategorii. Drugi obszar zmian to uproszczenia ujawnień: usunięcie wymogów ujawnień na poziomie podmiotu – dotyczących głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych (PAI – ang. Principal Adverse Impacts) oraz w polityce wynagrodzeń, usunięcie zasady DNSH (nieczynienia poważnych szkód) i zastąpienie jej listą minimalnych wyłączeń, usunięcie definicji zrównoważonej inwestycji (obecnie art. 2 pkt 17 SFDR) oraz wyłączenie doradców finansowych z zakresu SFDR.

Wdrożenie SFDR 2.0 (nie przewidziano okresu przejściowego, co oznacza, że wraz z wejściem w życie SFDR 2.0 istniejące produkty będą musiały spełniać już nowe wymogi) będzie wymagało od uczestników rynku finansowego dostosowania do zmienionych wymogów. Będzie to dotyczyło głównie reklasyfikacji istniejących i nowych produktów według nowych zasad - w szczególności ustalenie, czy produkt należy do kategorii przejściowej, integrującej ESG czy zrównoważonej, aktualizacji polityk i procedur inwestycyjnych tak, by spełniały nowo wprowadzone kryteria wymagań, w tym eliminacji inwestycji wykluczonych oraz dostosowania komunikacji marketingowej i nazewnictwa produktów, aby zapewnić zgodność z nowymi zasadami i uniknąć potencjalnych zarzutów greenwashingu.

7.7. Rekomendacje „europejskie”

Można przywołać (i zgodzić się) z wieloma rekomendacjami mającymi na celu wzmocnienie roli funduszy zrównoważonego rozwoju zaprezentowanymi w raporcie POLSIF Zrównoważone Inwestycje w Polsce 2025⁴²⁾. Dotyczą one szerokiego, europejskiego ujęcia problemu w celu zwiększenia harmonizacji międzynarodowej.

42) POLSIF. (2025). Zrównoważone inwestycje w Polsce 2025. (https://cdn.prod.website-files.com/65eb1815ffa18c457d0b021e/68e7e68ce1245df1f9be4498_Raport_POLSIF_popr.pdf)

Jej brak powoduje, że globalni inwestorzy muszą działać w różnych systemach regulacyjnych, co zwiększa złożoność i koszty. Te rekomendacje to:

- harmonizacja i standaryzacja regulacyjna w celu utworzenia jednolitego europejskiego standardu zrównoważonego inwestowania, z jednolitymi wytycznymi interpretacyjnymi i jednolitym standardem nadzorczym,
- wzmocnienie infrastruktury danych i transparentności w celu eliminacji barier informacyjnych dla rozwoju zrównoważonego inwestowania,
- stymulowanie popytu instytucjonalnego i detalicznego w celu zwiększenie udziału inwestorów w funduszach zrównoważonego rozwoju realizowane poprzez kampanie edukacyjne dla inwestorów detalicznych o korzyściach płynących z zrównoważonych inwestycji, domyślne opcje ESG w pracowniczych systemach emerytalnych czy wprowadzenie obowiązku uwzględniania preferencji ESG w doradztwie inwestycyjnym,
- rozwój instrumentów finansowania transformacji w działaniach publicznych i regulacyjnych UE,
- przygotowanie kadr i narzędzi dla gospodarki przyszłości poprzez budowę kompetencji i ekosystemu innowacyjnego.

Rekomendacje powinny być wdrażane we współpracy administracji krajowej i unijnej oraz sektora prywatnego, z jasno określonymi wskaźnikami sukcesu, harmonogramem i mechanizmami monitorowania. Kluczem jest utrzymanie europejskiego przywództwa przy jednoczesnej zgodności z globalnymi standardami i potrzebami państw członkowskich. Współczesne regulacje zrównoważonego rozwoju nie są jedynie wynikiem presji środowiskowej, ale stanowią odpowiedź na wielowymiarowe wyzwania gospodarcze, społeczne i inwestycyjne. Ich branżowy charakter oraz złożona struktura są konsekwencją różnic w emisjach, łańcuchach wartości, strukturze ryzyk i potencjale transformacyjnym poszczególnych sektorów. Współczesne ramy raportowania oraz zarządzania zrównoważonym rozwojem dążą do tego, by ESG nie było dodatkiem, lecz filarem strategii firm. Złożoność tej architektury jest ceną za precyzję i wspieranie transformacji. I należy sobie z nią poradzić, w tym przede wszystkim używając finansowych narzędzi i instrumentów.

8. Weryfikacja i pogłębienie diagnozy

8.1. Weryfikacja diagnozy w badaniu ankietowym TFI

Analiza pierwotnych danych z badania ankietowego POLSIF (N=144 fundusze) dostarcza empirycznych dowodów na to, że rynek produktów art. 8 charakteryzuje się monokulturą strategii, niską ambicją i powierzchownością.

Najważniejsze ustalenia potwierdzające tę fasadowość:

- niska restrykcyjność selekcji (ryzyko greenwashingu): Aż 66,6% (96 ze 144) funduszy deklaruje, że ich filtry ESG eliminują mniej niż 20% początkowego uniwersum inwestycyjnego. Oznacza to, że dla dwóch trzecich badanego rynku „promowanie” cech E/S jest działaniem niemal kosmetycznym, o minimalnym wpływie na realny skład portfela. Jest to strategia nieakceptowalna w świetle nadchodzących wymogów SFDR 2.0 (proponowane minimum 70% zgodności).
- dominacja prostych strategii: 100% badanych funduszy stosuje Screening Negatywny/Wykluczający. Jest to najtańsza i najmniej wymagająca analitycznie forma ESG. Jednocześnie, tylko 14,6% stosuje bardziej zaawansowane podejście best-in-class, a zaledwie 6,9% inwestowanie tematyczne.
- brak monitorowania wpływu: najbardziej obciążające wnioski dotyczą aktywnego właścicielstwa (stewardship). ZERO funduszy (0 ze 144) zadeklarowało posiadanie systemu monitorowania wpływu działań angażujących (engagement) na spółki. Jedynie jeden fundusz (0,7%) monitoruje wpływ głosowań na walnych zgromadzeniach. Co więcej, 92,4% funduszy wprost odpowiedziało „NIE” na pytanie, czy mierzą swoją kontrybucję jako inwestora w poprawę sytuacji E/S w spółkach.

Te dane empirycznie potwierdzają, że kluczowe narzędzia dojrzałego rynku ESG w Polsce de facto nie istnieją, a TFI nie postrzegają siebie jako agentów zmiany.

Tabela 5. Jakościowa Analiza Strategii Inwestycyjnych Polskich Funduszy SFDR (N=144)

Wskaźnik Jakościowy	Wynik (Odsetek funduszy)	Kluczowy Wniosek/Ryzyko (Greenwashing)
Restrykcyjność Selekcji (Fundusze eliminujące <20% uniwersum)	66,6% (96 funduszy)	Dominacja strategii o niskiej ambicji; kosmetyczna zgodność z Art. 8.
Stosowanie Screeningu Negatywnego	100%	Monokultura najmniej wymagającej analitycznie strategii.
Monitorowanie Wpływu Zaangażowania (Engagement)	0% (0 funduszy)	Całkowita fasadowość polityk Stewardship; brak realnego wpływu właścicielskiego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego POLSIF.

Wniosek jest jednoznaczny: polskie TFI, choć formalnie spełniają wymogi dotyczące posiadania polityk, nie są agentami zmiany. TFI nie wywierają realnej, mierzalnej presji na zarządy spółek w kwestii dekarbonizacji czy poprawy ładu korporacyjnego. Ta fikcja aktywnego właścicielstwa (stewardship) stanowi największe wewnętrzne ryzyko reputacyjne dla rynku i uniemożliwia uwiarygodnienie jakichkolwiek przyszłych produktów Transition Finance, które z definicji wymagają aktywnego udziału inwestora w procesie transformacji.

8.2. Empiryczne potwierdzenie barier jakościowych

Wnioski z ankiety TFI potwierdzają zdiagnozowaną monokulturę i pasywność rynku, uzasadniając potrzebę natychmiastowej reformy strategicznej. Dominacja strategii opartych na prostym negative screeningu (100% funduszy stosuje wykluczenia) oraz niska restrykcyjność selekcji (66,6% funduszy eliminujących mniej niż 20% uniwersum) wskazują na ogólną niską ambicję produktów art. 8.

Skupienie się na najprostszej i najmniej wymagającej analitycznie metodzie (wykluczenia) jest bezpośrednio powiązane z luką kompetencyjną i brakiem dostępu do danych (85% funduszy polega na nieweryfikowanych ratingach zewnętrznych). W rezultacie, polski rynek, w przeciwieństwie do rynków dojrzałych, rozwija się na zasadzie mechanizmu push (narzucanego regulacyjnie) zamiast pull (popytu inwestorów), co skutkuje brakiem kapitału motywowanego jakością produktów. Przetłamanie tych barier wymaga strategicznego leapfroggingu w stronę SFDR 2.0.

8.3. Efekt uboczny MiFID II

Jednym z nieoczywistych na pierwszy rzut oka efektów ubocznych MiFID II, czyli dyrektywy mającej na celu zwiększenie ochrony inwestorów, przejrzystości rynków oraz uczciwej konkurencji poprzez regulację usług inwestycyjnych, obrotu instrumentami finansowymi (akcje, obligacje, pochodne, fundusze) i działalność firm inwestycyjnych, banków oraz giełd, może paradoksalnie być ograniczenie rozwoju zrównoważonych instrumentów. Może to wynikać z tego, że wymagania MiFID II podnoszą złożoność doradztwa, ryzyko nadzorcze i ryzyko greenwashingu, skłaniając część podmiotów do ostrożnego wycofywania lub „odbarwiania” (green-bleaching) oferty ESG zamiast jej rozwijania. Problem leży mniej w samym celu regulacji, a bardziej w konstrukcji testu preferencji, powiązaniu go z SFDR/Taxonomią i praktyce nadzorczej. Badania rynku pokazują, że sposób implementacji testu preferencji powoduje sztuczne zaniżenie deklarowanego popytu: tylko ok. 5% klientów formalnie wyraża „sustainability preferences”, podczas gdy ok. 40% faktycznie posiada produkty zrównoważone – m.in. dlatego, że zadeklarowanie preferencji bywa interpretowane jako konieczność ulokowania 100% portfela w produktach spełniających ostre kryteria. Wielu klientów wybiera więc „brak preferencji”, żeby nie zawęzić koszyka inwestycyjnego, co w statystykach wygląda jak niski popyt na instrumenty zrównoważone. Brak spójnej praktyki (różne kwestionariusze, definicje, progi procentowe) oraz duża złożoność regulacyjna mogą zniechęcać doradców do aktywnego promowania produktów ESG, ponieważ wydłużają proces, zwiększają ryzyko błędu i konieczność szczegółowego dokumentowania rozmowy.

9. Zakończenie

9.1. Synteza barier i szans

Polski rynek zrównoważonych inwestycji znajduje się w kluczowym punkcie zwrotnym. **Dotychczasowy model oparty na pasywnej adaptacji (compliance-first) i tworzeniu „fasadowych” produktów art. 8 (o niskiej ambicji i zerowym monitorowanym wpływie) wyczerpał swój potencjał i niesie ze sobą wysokie ryzyko greenwashingu oraz marginalizacji.** Ten stan rzeczy jest pogłębiany przez paraliżujący efekt pasywności nadzorczej KNF.

Aktualna sytuacja tworzy jednak unikalne okno strategiczne. Nadchodząca reforma SFDR 2.0 i formalne wprowadzenie kategorii Transition to historyczna szansa. Specyfika polskiej gospodarki (wysoka emisyjność, luka finansowania transformacji szacowana na 200 mld EUR) idealnie wpisuje się w globalny popyt na finansowanie aktywów brown-to-green. Sukces polega na porzuceniu nieefektywnego modelu SFDR 1.0 i strategicznym wykorzystaniu gotowych, sprawdzonych wzorców z rynków dojrzałych (model SDR Wielkiej Brytanii, proaktywny nadzór Francji).

9.2. Kluczowe działania dla rozwoju rynku SFDR w Polsce

Warunkiem odblokowania potencjału rynku i osiągnięcia dominującej pozycji w regionie jest przejście z podejścia compliance-first na strategy-first. TFI, które jako pierwsze zbudują wiarygodne produkty transformacyjne, zdolne sfinansować polską drogę do neutralności klimatycznej, zdobędą przewagę konkurencyjną w horyzoncie 2030 roku.

Kluczowe działania dla rozwoju rynku SFDR w Polsce wymagają zintegrowanej pracy regulatorów i uczestników rynku.

Tabela 6. Matryca Rekomendacji Strategicznych (2025-2026)

Adresat	Obszar Działania	Konkretna Rekomendacja	Kluczowy Cel Strategiczny
KNF / MF	Strategia Państwa	Opracowanie Krajowej Mapy Drogowej Zrównoważonych Finansów z definicją „aktywów transformacyjnych”.	Zmniejszenie niepewności regulacyjnej; odblokowanie kapitału dla energetyki.
KNF	Nadzór i Zaufanie	Wdrożenie wytycznych ws. nazewnictwa funduszy (wzór ESMA/AMF) i badanie preferencji inwestorów (wzór BaFin).	Eliminacja greenwashingu i budowa zaufania konsumentów.
TFI	Produkt	Leapfrogging do SFDR 2.0: Przekierowanie R&D na kategorię "Transition" (spółki z SBTi).	Uzyskanie przewagi konkurencyjnej (first mover advantage).

Tabela 6. Matryca Rekomendacji Strategicznych (2025-2026) cd.

Adresat	Obszar Działania	Konkretna Rekomendacja	Kluczowy Cel Strategiczny
TFI	Procesy	Wdrożenie obowiązkowego monitoringu stewardshipu (mierzenie wpływu i kontrybucji).	Przejsście od fikcji do realnego wpływu właścicielskiego.
Dystrybutorzy	Sprzedaż/ Kompetencje	Obowiązkowa certyfikacja doradców (EFPA ESG Advisor).	Zamknięcie „luki doradczej” i aktywizacja popytu detalicznego.

Źródło: opracowanie własne.

Dalsza pasywność grozi marginalizacją i utratą rynku na rzecz podmiotów zagranicznych, które szybciej zaadaptują nowe, jakościowe standardy, co w efekcie utrudni kluczową dla Polski transformację energetyczną. Opracowanie i wdrożenie strategii Transition Finance jest zatem nie tylko kwestią regulacyjną, ale strategicznym wymogiem ekonomicznym.

9.3. Przyszłość regulacji i trendów europejskich

Zrównoważone finanse stanowią jeden z kluczowych filarów europejskiej polityki gospodarczej i klimatycznej. Celem UE jest budowa systemu finansowego, który efektywnie kieruje kapitał w stronę transformacji niskoemisyjnej, ochrony środowiska oraz odpowiedzialności społecznej. Przyszłość tego obszaru będzie determinowana zarówno przez rozwój regulacji, jak i przez presję rynkową i polityczną oraz oczekiwania interesariuszy.

Najważniejszym aktualnym wydarzeniem kształtującym przyszłość europejskich regulacji zrównoważonych finansów jest przyjęcie pakietu Omnibus przez Komisję Europejską w lutym 2025 r. Sprawozdawczość w zakresie zrównoważonego rozwoju ma być prostsza (a zatem też mniej kosztowna) i tylko dla dużych przedsiębiorstw. Podobnie wymogi dotyczące należytej staranności miałyby zastosowanie tylko do dużych przedsiębiorstw. Europa ma być zarówno zrównoważona, jak i konkurencyjna. Nie jest to jednak odwrót od zrównoważonego rozwoju, jedynie dodanie nowego wymiaru i szukanie kompromisowych rozwiązań.

Mimo pewnej zmiany akcentów w polityce unijnej w ostatnim okresie wydaje się, że przyszłość europejskich zrównoważonych finansów będzie charakteryzować się dalszym rozwojem i mimo wyzwań system europejski pozostaje globalnym wzorcem regulacyjnym w zakresie finansów zrównoważonych i będzie odgrywać kluczową rolę w kierunkowaniu kapitału na cele środowiskowe i społeczne.

Przyszłość europejskich zrównoważonych finansów będzie jednak w coraz większym stopniu, przynajmniej w najbliższych latach, kształtowana przez dynamikę geopolityczną i rosnącą fragmentację geoeconomiczną. Eskalujące napięcia między Stanami Zjednoczonymi a Chinami, wojna w Ukrainie oraz rosnący protekcjonizm handlowy przyczyniają się do fragmentaryzacji międzynarodowego systemu finansowego. Z perspektywy europejskiej konkurencyjności, silne ramy zrównoważonych finansów nie są zagrożeniem, ale fundamentem przyszłej przewagi

konkurencyjnej. Raport Draghiego wyraźnie stwierdza, że konkurencyjność i dekarbonizacja są "dwoma stronami tego samego medalu". Unia powinna zatem oprzeć się pokusie nadmiernego osłabiania swojego systemu regulacyjnego w reakcji na krótkoterminowe obawy. Obecna fala "uproszczenia" regulacji, choć zrozumiała w kontekście obaw o konkurencyjność i obciążenia administracyjne, niesie ze sobą realne ryzyko osłabienia fundamentów systemu, który dopiero zaczyna przynosić wymierne rezultaty.

Należy oczekiwać dalszego rozwoju regulacji, wzmocnienia kontroli nad rynkiem oraz zwiększaniem znaczenia danych i audytu. Jednocześnie rozwijać się będą instrumenty wspierające transformację klimatyczną, a przedsiębiorstwa będą coraz bardziej oceniane pod kątem realistyczności swoich planów przejścia.

Kluczowe trendy w zrównoważonych finansach, których kontynuacji należy się spodziewać, to konsolidacja i uszczelnienie ram regulacyjnych, zmniejszenie luk interpretacyjnych i zapewnienie jednolitego standardu ujawnień oraz digitalizacja i poprawa jakości danych ESG, które pozostają kluczowym wyzwaniem i warunkiem dalszego rozwoju zrównoważonych finansów. Spodziewać się należy wzrostu znaczenia finansowania transformacji (transition finance), instrumentów wspierających stopniową dekarbonizację sektorów, które nie mogą szybko osiągnąć neutralności klimatycznej. W kolejnych latach zaostrzeniu zapewne ulegną także mechanizmy egzekwowania regulacji przez europejskie organy nadzorcze, a tym samym krajowe.

Przyszłość zrównoważonych finansów w Europie zależy od zdolności decydentów do utrzymania delikatnej równowagi między ambicją transformacyjną i klimatyczną a pragmatyzmem w implementacji środków realizacji tych ambicji, między przywództwem normatywnym a koniecznością dbania o konkurencyjność ekonomiczną, oraz między europejską autonomią strategiczną a globalną współpracą. Priorytetem numer jeden jest przywrócenie konkurencyjności unijnej gospodarki. Komisja zapowiedziała reformy, które mają doprowadzić do redukcji kosztów regulacyjnych o 25% dla wszystkich przedsiębiorstw i 35% dla MŚP. Inicjatywy takie jak Clean Industrial Deal czy Digital Networks Act mają zdynamizować inwestycje, ułatwić ekspansję technologiczną oraz ograniczyć bariery administracyjne. Kluczowym wyzwaniem będzie rzeczywista synchronizacja celów Zielonego Ładu (Fit for 55, ETS2, CBAM) z mechanizmami wsparcia konkurencyjności (Clean Industrial Deal, Unia Rynków Kapitałowych). Jeśli transformacja będzie kosztowna i powolna, przedsiębiorstwa przeniosą inwestycje poza UE. Dlatego wdrożenie mechanizmów rekompensacyjnych, takich jak pomoc publiczna, fundusze transformacyjne i obniżenie barier regulacyjnych, staje się warunkiem koniecznym powodzenia całego planu.

Obecna korekta kursu na „zielone” może oznaczać trwałe obniżenie ambicji albo tylko przerwę przed kolejnym skokiem naprzód. Krytycy deregulacji obawiają się, że Europa może utracić miano pioniera zielonej transformacji, jeśli zbyt mocno ugnie się pod presją krótkoterminowych problemów. Zwolennicy deregulacji wskazują zaś, że bardziej realistyczna polityka zapewni trwałość poparcia społecznego dla ESG – unikając alienacji biznesu i obywateli „zmęczonych” regulacjami. Jedno wydaje się pewne: ESG jako idea przetrwa i będzie ewoluować, bo wymuszają to czynniki obiektywne. Zmiany klimatyczne postępują, oczekiwania społeczne wobec odpowiedzialności firm nie znikają, a inwestorzy nadal chcą wiedzieć, z jakimi ryzykami pozafinansowymi wiąże się dana działalność czy inwestycja. ESG nie jest już opcją.

10. Mapa działań strategicznych - podsumowanie rekomendacji

Obszar interwencji	Zdiagnozowana bariera / wyzwanie	Rekomendacja strategiczna	Priorytet i adresat
Strategia produktowa	Monokultura i fasadowość. Dominacja prostych strategii wykluczających (negative screening) w funduszach art. 8, niedostosowana do wymogów SFDR 2.0 i potrzeb gospodarki.	Wdrożenie modelu "Transition Finance". Przekierowanie strategii z poszukiwania aktywów "czystych" na finansowanie transformacji (brown-to-green) w oparciu o wiarygodne plany dekarbonizacji (SBTi).	Krytyczny Zarządy TFI
Otoczenie regulacyjne	Niepewność interpretacyjna. Brak jasnych wytycznych krajowych skutkujący paraliżem decyzyjnym i strategią minimalnej zgodności (compliance-only).	Publikacja krajowych wytycznych interpretacyjnych. Wydanie przez KNF/MF standardów doprecyzowujących definicje SFDR, wzorowanych na dobrych praktykach rynków dojrzałych (np. Francja, Niemcy).	Wysoki KNF, Ministerstwo Finansów
Infrastruktura danych	Luka w danych ESG. Brak dostępu do ujednoliconych danych od polskich emitentów (zwłaszcza MŚP) i zależność od szacunków zagranicznych dostawców.	Budowa centralnego repozytorium danych ESG. Przyspieszenie prac nad krajową bazą danych (projekt BIK/GPW) zintegrowaną z europejskim ESAP, zapewniającą darmowy dostęp do danych źródłowych.	Wysoki GPW, MF, Platforma ZF
Kompetencje i dystrybucja	Luka doradcza (advisors gap). Brak umiejętności badania preferencji ESG klientów przez sieci sprzedaży, blokujący ujawnienie popytu detalicznego.	Standaryzacja kompetencji sieci sprzedaży. Wprowadzenie wymogu certyfikacji (np. EFPA ESG Advisor) dla personelu doradczego w celu aktywizacji popytu (mechanizm pull).	Średni Izby (IZFiA, ZBP), TFI
Polityka państwa	Brak "Masterplanu". Rozdziewiek między celami polityki energetycznej a rynkiem kapitałowym; brak definicji aktywów transformacyjnych.	Rewizja strategii rozwoju rynku kapitałowego. Uznanie sektora finansowego za kluczowy pas transmisyjny dla dekarbonizacji i wpisanie roli funduszy inwestycyjnych w realizację PEP2040.	Strategiczny Rząd RP (MAP, MKiŚ, MF)

Bibliografia

1. Cruciani, C., Gelsomini, L., & Rigoni, U. (2025). Bridging the gap: Enhancing investor awareness in EU sustainable finance (Policy brief D 4.1.3). Fondazione GRINS. <https://grins.it/output/bridging-gap-enhancing-investor-awareness-eu-sustainable-finance>
2. EFAMA. (2025). The SFDR fund market. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/market-insights-21-the-sfdr-fund-market.pdf>
3. ESMA. (2025, June). ESMA34-1592494965-764 Final report on the 2023-2024 CSA on the integration of sustainability risks and disclosures. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-1592494965-764_Final_Report_on_2023-2024_CSA_on_sustainability.pdf
4. European Commission. (2020). EU taxonomy for sustainable activities. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
5. European Commission. (2023). Przewodnik po taksonomii UE – rozporządzenia (UE) 2020/852 w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje. <https://www.gov.pl/attachment/a80da881-f5e8-4f62-a95d-c9be2230f403>
6. European Supervisory Authorities. (2025, September 9). Report on principal adverse impact disclosures under the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR): Annual report to the Commission under Article 18 of Regulation (EU) 2019/2088. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-09/JC_2025_26_Report_on_PAI_disclosures_under_Article_18_SFDR.pdf
7. Finanzwende. (2023, 18 kwietnia). The cost of greenwashing: How active supervision can restore trust in sustainable finance. <https://www.finanzwende.de/the-cost-of-greenwashing-how-active-supervision-can-restore-trust-in-sustainable-finance>
8. GS1 Polska. (2024). Przedsiębiorcy MŚP a ESG: diagnoza. GS1 Polska. https://gs1pl.org/app/uploads/2024/10/Przedsiębiorcy_MSP_a_ESG_diagnoza.pdf
9. Hagemeyer, J., Poniatowski, G., Pechcińska, A., Turgut, M. B., & Śmietanka, A. (2021). Inwestycje i ich determinanty a wzrost gospodarczy Polski w długim okresie (CASE Reports No. 505). CASE – Center for Social and Economic Research. https://case-research.eu/app/uploads/2024/06/id_plik6961.pdf
10. Kłosiewicz-Górecka, U., Rozbicka, I., Szymańska, A., Wincewicz-Price, A., & Zybortowicz, K. (2025). Aktywność inwestycyjna polskich firm – skala i bariery. Polski Instytut Ekonomiczny.
11. Komisja Nadzoru Finansowego. (2024). Finansowanie zrównoważonego rozwoju – informacje dla sektora finansowego. Warszawa.

Bibliografia cd

12. KPMG. (2021). Closing the disconnect in ESG data.
<https://kpmg.com/pl/pl/home/insights/2021/11/raport-closing-the-disconnect-in-esg-data.html>
13. Lopez de Silanes, F., McCahery, J. A., & Pudschedl, P. C. (2022, July). Institutional investors and ESG preferences (ECGI Working Paper No. 631/2022). ECGI.
https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/esgfinal_1.pdf
14. Ministerstwo Finansów. (2023). Mapa drogowa rozwoju rynku zrównoważonych finansów w Polsce. Warszawa.
15. Ministry of Climate and Environment. (2021). Energy policy of Poland until 2040 (EPP2040). <https://www.gov.pl/web/climate/energy-policy-of-poland-until-2040-epp2040>
16. OECD. (2022). Transition finance: Emerging approaches to mobilise private capital for climate action.
17. POLSIF. (2025). Zrównoważone inwestycje w Polsce 2025.
https://cdn.prod.website-files.com/65eb1815ffa18c457d0b021e/68e7e68ce1245df1f9be4498_Raport_POLSIF_popr.pdf
18. PwC Polska. (2021). Green finance in Poland. How will ESG change the banking sector and corporate financing? <https://www.pwc.pl/en/publikacje/green-finance-in-poland-how-will-esg-change-the-banking-sector-and-corporate-financing/2021.html>
19. Rozporządzenie (UE) 2019/2088 z 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 317, 1–16. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>
20. 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. (2019). EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>
21. Sustainable Finance Observatory. (2020). EU retail funds' environmental impact claims do not comply with regulatory guidance.
<https://sustainablefinanceobservatory.org/resource/marketing-claims/>
22. Warsaw Stock Exchange. (2023, updated 2024). ESG reporting guidelines: Guide for companies listed on GPW (October 2023).
https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/ESG_Reporting_Guidelines.pdf

POLSIF



Sustainable Investment Forum Poland (POLSIF) jest niezależną organizacją pozarządową należącą do The European Sustainable Investment Forum (EUROSIF) – ogólnoeuropejskiej organizacji, która działa jako partnerstwo krajowych forów zrównoważonego inwestowania (SIF).

POLSIF tworzy ponad 170 przedstawicieli i przedstawicielek wiodących towarzystw funduszy inwestycyjnych, banków, funduszy private equity, organizacji i izb branżowych oraz świata naukowego, 100 współpracujących ekspertów i ekspertek, a także ponad 20 instytucji z branży finansowej i inwestycyjnej.

POLSIF współprzewodniczy Polskiej Platformie Zrównoważonych Finansów przy Ministerstwie Finansów.

Misją POLSIF jest przyczynianie się do **wzrostu wartości i jakości** zrównoważonych inwestycji i finansów w Polsce poprzez:

- identyfikowanie i usuwanie barier rynkowych i regulacyjnych
- tworzenie standardów oraz rozpowszechnianie najlepszych praktyk
- promowanie polskiego i europejskiego rynku zrównoważonych inwestycji i finansów

W ramach POLSIF:

- tworzymy branżową platformę do współpracy inwestorów oraz podmiotów z rynku finansowego, zarówno krajowego, jak i międzynarodowego
- wspieramy wzrost oraz transformację polskiej i europejskiej gospodarki, w szczególności rynku finansowego
- pomagamy rozumieć regulacje prawne i uzgadniać je z krajową i europejską administracją publiczną
- popularyzujemy wiedzę oraz realizujemy badania i analizy z zakresu zrównoważonych finansów i ESG

Strona www: www.polsif.org

Kontakt: biuro@polsif.org

Instytut Odpowiedzialnych Finansów

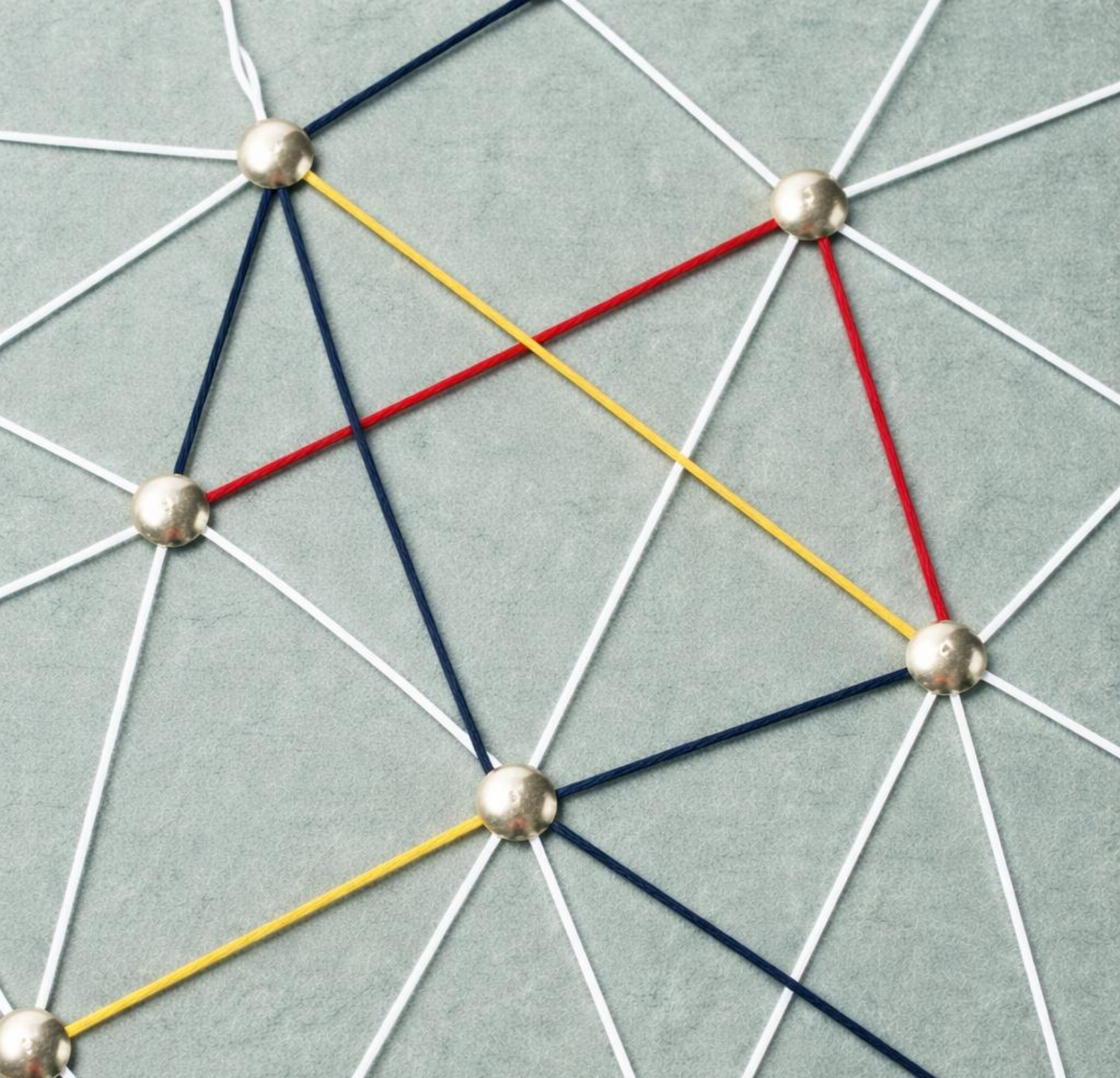
Instytut Odpowiedzialnych Finansów (IOF) dąży do świata, w którym instytucje finansowe podnoszą poziom życia obecnych pokoleń bez zwiększania ryzyk dla przyszłych, a realizuje to poprzez informowanie, inspirowanie i promowanie standardów ograniczających nieodpowiedzialne zachowania sektora finansowego.

Misją IOF jest kształtowanie takiego ładu finansowego, w którym banki, instytucje ubezpieczeniowe, inwestorzy oraz sektor publiczny wspierają dobrobyt społeczny w sposób zrównoważony międzypokoleniowo, tj. bez transferu nadmiernych kosztów, ryzyk czy długów na przyszłe pokolenia. W praktyce oznacza to koncentrację na przejrzystości finansów, stabilności systemu finansowego, ograniczaniu nadmiernego zadłużenia, eliminowaniu bodźców sprzyjających krótkowzrocznym i populistycznym decyzjom finansowym oraz przeciwdziałaniu niekorzystnym zmianom środowiska i klimatu.

Głównym celem IOF jest informowanie, inspirowanie oraz promowanie standardów i zasad odpowiedzialnych finansów, a także ograniczanie nieodpowiedzialnych zachowań w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym, inwestycyjnym i publicznym. Cele te realizowane są poprzez raporty, analizy, działalność edukacyjną, fact checking w obszarze finansów oraz upowszechnianie dobrych praktyk regulacyjnych i zarządczych, które wspierają demokrację, praworządność i przejrzystość życia publicznego.

Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Instytutu są dostępne na stronie:

<https://www.iof.org.pl/>



Raport POLSIF

Przygotowanie: Instytut Odpowiedzialnych Finansów

**Bariery i szanse regulacyjne i rynkowe rozwoju ilości
i wartości zrównoważonych produktów inwestycyjnych w Polsce**
Warszawa 2026

Autorzy:
Ludwik Kotecki
Rafał Cieślik

Raport powstał dzięki wsparciu finansowemu European Climate Foundation

