

VYUŽITELNOST DLHOPISOV V KONTEXTE OTÁZKY UDRŽATELNOSTI NA FINANČNÝCH TRHOCH

doc. JUDr. Simona Heseková, PhD.

Úvod

Dlhopisy predstavujú jeden z najčastejšie využívaných finančných nástrojov¹ v rámci procesu získavania peňažných prostriedkov pre emitenta a teda zastávajú neodmysliteľné miesto na finančnom trhu. Dlhopis reprezentuje dlhový záväzok emitenta voči majiteľovi dlhopisu pričom obsahuje záväzok splatiť istinu spravidla jednorazovo a tiež výnos spravidla v pevnej výške vyjadrenej ako percento istiny a v pravidelných intervaloch². Ich vlastnosti ako relatívne predvídateľný výnos, vysoká likvidita a obvykle nižšie kolísanie cien ako pri akciách z nich robí pravdepodobne najpoužívanejší investičný nástroj na svete.³ Ako súčasť finančného trhu sú dlhopisy významne ovplyvnené tendenciami na finančných trhoch, ktoré sú podmienené nielen dopytom účastníkov finančného trhu, ale aj meniacou sa legislatívou. Aktuálne na finančných trhoch, ako aj v meniacej sa legislatíve rezonuje otázka udržateľnosti. Udržateľné financovanie vo všeobecnosti pokrýva rôzne typy finančných nástrojov, programov a opatrení, ktoré zohľadňujú nielen ekonomické prínosy, ale aj ich sociálny a environmentálny dopad.⁴ Téma investovania v oblasti udržateľnosti nadobúda čoraz väčší význam aj z pohľadu inštitucionálnych finančných sprostredkovateľov, investorov, ale aj ostatných účastníkov finančného trhu.⁵

Aktuálnosť tejto problematiky sa odráža aj v pomerne širokej palete dlhopisov, ktorých výnosy môžu smerovať do udržateľných činností. Kategorizáciu týchto dlhopisov nachádzame jednak v medzinárodných štandardoch prijatých Medzinárodným združením kapitálových trhov (International Capital Market Association, ďalej len „ICMA“) a jednak v Nariadení Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2023/2631 z 22. novembra 2023 o európskych zelených dlhopisoch a voliteľnom zverejňovaní informácií pri dlhopisoch uvádzaných na trh ako environmentálne udržateľné a pri

¹ § 5 zákona č. 566/2001 Z.z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch), k rozdielu medzi nástrojom finančného trhu a finančným nástrojom ČUNDERLÍK, Lubomír a kol. *Právo finančného trhu*. Bratislava: Wolters Kluwer SR s.r.o., 2017, s. 196, ISBN 978-80-8168-753-2.

² VOJTKO, Martin; JEDINÁK, Peter; PÁLKA Radoslav. *Právo a prax kapitálových trhov*. Bratislava: C. H. Beck, s.r.o., 2023, s. 61, ISBN 978-80-8232-039-1.

³ BREZINA, Ivan; PEKÁR, Juraj; REIFF, Marián. Environmentálne investovanie. In: *Zborník zo seminára Využitie kvantitatívnych metód vo vedecko-výskumnej činnosti a praxi*. Púchov: Letra Edu, s.r.o., 2023, s. 9, ISBN : 978-80-69021-02-0.

⁴ JURKOWSKA-ZEIDLER, Anna; JANOVEC, Michal. Financial Market Stability: A Key Driver of Sustainable Finance. *Gdańskie Studia Prawnicze*, (2024), č. 62, s. 9, ISSN: 1734-5669.

⁵ PACELLINI, Vincenzo; PAMPURINI, Francesca; QUARANTA, Anna Grazia. Environmental, Social and Governance investing: Does rating matter? *Business Strategy and Environment*, č. 32 (2023), s. 30-31.

dlhopisoch viazaných na udržateľnosť (ďalej len „Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch“). Článok vychádza z premisy, že pri aktuálne nastavenej legislatíve je pre zvýšenie potenciálu dlhopisov v oblasti udržateľného financovania potrebný dopyt investorov, ale aj vôľa emitentov emitovať takéto dlhopisy. Pri voľbe či sa emitent rozhodne pre emisiu klasických dlhopisov alebo dlhopisov, ktorých výnosy budú smerované do oblasti udržateľnosti zohráva okrem iných aspektov významnú úlohu aj administrácia spojená s emisiou takýchto dlhopisov vrátane nákladov s ňou spojených. Administrácia spojená s emisiou dlhopisov je priamo podmienená aj tým, o akú kategóriu dlhopisov sa jedná a ako striktné sú nastavené podmienky alokácie výnosov z týchto dlhopisov, vrátane vykazovacích povinností emitenta. Predkladaný článok porovnáva jednotlivé kategórie dlhopisov, pričom ich analyzuje podľa i) miery definovania cieľa, na ktorý môžu byť alokované výnosy z nich a to aj z pohľadu určítosti, ii) potreby disponovať externou verifikáciou od tretej strany, iii) povinnosti vykazovať údaje o alokácii a vplyve činností, resp. projektov do ktorých sa výnosy alokovali.

Udržateľné financovanie a potenciál dlhopisov v oblasti udržateľnosti

Udržateľné financovanie predstavuje širší pojem ako zelené financovanie, nakoľko nezohľadňuje len environmentálne, ale aj sociálne aspekty. Je potrebné podotknúť, že existuje viacero definícií udržateľnosti v závislosti od toho, či ide o teoretické vymedzenie pojmu udržateľnosť alebo jeho legislatívne vymedzenie. Zároveň je potrebné odlišovať medzi pojmami udržateľnosť a udržateľný rozvoj aj v závislosti od toho v akom kontexte a v akej oblasti sa tieto pojmy používajú.⁶

Z pohľadu legislatívneho vymedzenia udržateľnosti sa so základným vymedzením udržateľného financovania stretávame v Akčnom pláne EÚ: Financovanie udržateľného rastu, ktorý vymedzuje udržateľné financovanie ako postup riadneho zohľadnenia environmentálnych a sociálnych aspektov pri investičnom rozhodovaní, ktoré vedie k zvýšeným investíciám do dlhodobých a udržateľných činností.⁷ Z pohľadu legislatívnych aktov EÚ poskytuje definíciu udržateľnej investície Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2019/2088 o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb (ďalej len „Nariadenie SFDR“). Udržateľná investícia predstavuje investíciu do hospodárskej činnosti, ktorá prispieva k environmentálnemu cieľu alebo investíciu do hospodárskej činnosti, ktorá prispieva k sociálnemu cieľu, za predpokladu, že sa takýmito investíciami výrazne nenaruší žiaden z uvedených cieľov, a spoločnosti, do ktorých sa investovalo, dodržiavajú postupy dobrej správy, najmä pokiaľ ide o zdravé štruktúry riadenia, zamestnanecké vzťahy,

⁶ RUGGERIO, Carlos Alberto. „Sustainability and sustainable development: A review of principles and definitions.“ *Science of The Total Environment*, vol. 786, 2021, Article ID 147481. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2021.147481>.

⁷ Oznámenie Komisie, Akčný plán: Financovanie udržateľného rastu, 2018, COM(2018) 97.

odmeňovanie zamestnancov a plnenie daňových povinností.⁸ Vymedzenie environmentálneho cieľa a sociálneho cieľa nie je v rámci definície taxatívne vymedzené. Užšiu definíciu udržateľnej investície, environmentálne udržateľnej investície, obsahuje Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/852 z 18. júna 2020 o vytvorení rámca na uľahčenie udržateľných investícií a o zmene nariadenia (EÚ) 2019/2088 (ďalej len „Nariadenie o taxonómii“), podľa ktorého je environmentálne udržateľná investícia investícia do jednej alebo viacerých hospodárskych činností, ktoré podľa tohto nariadenia možno označiť za environmentálne udržateľné. Nariadenie o taxonómii zároveň vymedzuje podmienky, ktoré musí hospodárska činnosť spĺňať, na to, aby sa mohla považovať za environmentálne udržateľnú hospodársku činnosť.⁹ V prípade definície environmentálne udržateľnej investície sa stretávame s taxatívnym vymedzením environmentálnych cieľov a to nepriamo cez vymedzenie environmentálne udržateľnej hospodárskej činnosti.¹⁰

S diferenciáciou medzi udržateľnosťou a environmentálnou udržateľnosťou¹¹ sa stretávame aj v prípade dlhopisov. Pri dlhopisoch je rozhodujúca podnikateľská aktivita, činnosť, projekt na financovanie ktorého smerujú výnosy z dlhopisov a ktorý zároveň predikuje o aký dlhopis pôjde. V tomto smere je potrebné poznamenať, že legislatíva upravujúca emisiu dlhopisov na európskej, ako aj národnej úrovni zostáva zachovaná a teda emitent sa musí riadiť právnymi predpismi upravujúcimi podmienky emisie dlhopisov.¹² Je možné konštatovať, že diverzifikácia dlhopisov, podľa účelu na aký sa použije výnos z nich, je komplexnejšie uchopená a zároveň detailnejšie prepracovaná ako je to v prípade vymedzenia udržateľnosti v legislatíve EÚ. Je to z toho dôvodu, že pokým v legislatíve EÚ sa stretávame s pojmami a vymedzením udržateľnej investície a environmentálne udržateľnej investície, pri dlhopisoch sa stretávame so „zelenými“ dlhopismi, dlhopismi uvádzanými na trh ako environmentálne udržateľné, dlhopismi viazanými na udržateľnosť a sociálnymi dlhopismi. Toto delenie nenachádzame výhradne v práve EÚ, ale aj v rámci medzinárodných štandardov ICMA prijatých za účelom kategorizácie a definovania podmienok takýchto dlhopisov a teda aj vymedzenie samotnej „zelenosti“, „udržateľnosti“ a „sociálnosti“ sa mení v závislosti od rámca, ktorý ju upravuje. Niektoré kategórie dlhopisov sa v rámci medzinárodných štandardov a legislatívy EÚ prelínajú, pričom rozhodujúcim je výber režimu pod ktorým ich emitent vydá. Na to

⁸ MERLER, Silvia. How to improve the European Union's sustainable finance framework. *Policy Brief* (2025), č. 5., s. 3, čl. 217. Nariadenia SFDR.

⁹ Čl. 3 Nariadenia o taxonómii.

¹⁰ Environmentálne ciele sú uvedené v čl. 9 Nariadenia o taxonómii.

¹¹ V prípade environmentálnej udržateľnosti sa často stretávame s prívlastkom „zelený“.

¹² V slovenskom právnom poriadku ide najmä o zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch, zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) a Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu.

nadväzuje aj spektrum povinností spojených s ich emisiou, pri zachovaní existujúcich podmienok viažucich sa na emisiou v zmysle národných poriadkov a Nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu (ďalej len „Nariadenia o prospekte“). Máme za to, že existujúce rámce poskytujú pre emitenta, ale i investorov dostatočné možnosti na výber z kategórii dlhopisov, v závislosti od toho do akých projektov, resp. činností chcú alokovať výnosy z nich, resp. do akej oblasti preferujú investori alokovať svoje investície.

Napriek dostupným možnostiam pri emisii dlhopisov máme za to, že medzi rozhodujúce faktory, ktoré môže zvýšiť potenciál dlhopisov v rámci udržateľného financovania a zvýšiť vôľu emitentov emitovať takéto dlhopisy môžeme zaradiť i) dopyt po dlhopisoch na finančnom trhu a to tak zo strany retailových investorov, ako aj inštitucionálnych investorov a ii) nároky na administráciu spojenú s emisiou dlhopisov a s tým spojené náklady pre emitenta. S nákladmi, ktoré sú spojené s emisiou dlhopisov sú v prípade dlhopisov v oblasti udržateľnosti spojené okrem nákladov spojených so samotnou emisiou, aj náklady predikované tým, akým rámcom sa dané dlhopisy spravujú a aký cieľ sledujú. Za náklady spojené s rámcom, podľa ktorého sa dlhopisy emitujú na účely predkladaného článku považujeme náklady na vypracovanie rámca, resp. informačného prehľadu o dlhopise a jeho verifikáciu. Za náklady spojené s tým, aký cieľ dlhopisy sledujú, považujeme na účely tohto článku náklady spojené s vykazovacími správami, ich externým overením a vnútorným nastavením spoločnosti za účelom zabezpečenia zberu a vyhodnocovania potrebných dát. Predmetom tohto článku nie je samotné vyčíslenie nákladov, ale určenie východísk, z ktorých sa pri jednotlivých kategóriách dlhopisov tieto náklady odvíjajú. Samostatnou témou, ktorej sa venuje viacero vedeckých štúdií je predpoklad, že investori budú akceptovať nižšie výnosy pri dlhopisoch, ktoré preukázateľne podporujú udržateľné činnosti.¹³ Samozrejme v tomto prípade by išlo o silnú motiváciu pre emitentov emitovať takéto dlhopisy aj napriek zvýšeným nákladom spojených s touto emisiou. Máme za to, že tento predpoklad je nevyhnutne spojený s dopytom po dlhopisoch na finančnom trhu. Medzi ďalšie aspekty, ktoré môžu motivovať investorov k emisii dlhopisov spojených s udržateľnosťou patrí napríklad aj možnosť emitenta prostredníctvom emisie zelených dlhopisov vyjadriť svoj záväzok voči ochrane životného prostredia. Investori to môžu vnímať ako dôveryhodný signál, že spoločnosť je ochotná realizovať udržateľné projekty.¹⁴

¹³ MERCURI, Lorenzo; RROJI, Edit; ILARIA, Stefani. Analyzing the Greenium Term Structure of Twin Government Bonds. (2025). Dostupné na : <https://ssrn.com/abstract=5349903> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5349903> [citované 2025-10-25].

¹⁴ LANSINK, Alfons Oude; KAPELKO, Magdalena. Do Sustainability-Linked Bonds Pay Lower Interest Rates? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. (2025), s. 5337, ISSN 1535-3958.

Jednotlivé kategórie dlhopisov v oblasti udržateľnosti

Existujúce rámce zamerané na emisiu dlhopisov v oblasti udržateľnosti poskytujú pomerne široké možnosti pre emitenta emitovať dlhopisy v závislosti od povahy činností, projektov, do ktorých chce alokovať výnosy z nich. V prípade štandardov ICMA sa stretávame so:

- zelenými dlhopismi,
- sociálnymi dlhopismi,
- dlhopisy udržateľnosti,
- dlhopismi viazanými na udržateľnosť.

V prípade Nariadenia o zelených dlhopisoch ide o

- európske zelené dlhopisy,
- dlhopisy uvádzané na trh ako environmentálne udržateľné,
- dlhopisy viazané na udržateľnosť („*sustainability-linked bonds*“).

Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch vo viacerých aspektoch vychádza z medzinárodných štandardov ICMA, takže v rámci komparácii kategórií dlhopisov podľa týchto dvoch rámcov sa môžeme stretnúť s viacerými spoločnými znakmi. Významným rozdielom medzi dlhopismi emitovanými v súlade s medzinárodnými štandardmi ICMA a Nariadením o zelených dlhopisoch je koncentrácia Nariadenia o zelených dlhopisoch na environmentálnu oblasť udržateľnosti.

Zelené dlhopisy vo všeobecnosti predstavujú dlhopisy, ktorých výnosy majú smerovať do environmentálne udržateľných činností, projektov. V porovnaní s klasickými dlhopismi sa so zelenými dlhopismi spája povinnosť zverejňovať informácie o využití získaných finančných prostriedkov a o environmentálnych prínosoch projektu do ktorého sú výnosy z nich alokované.¹⁵ Zelené dlhopisy podľa medzinárodných štandardov ICMA predstavujú akýkoľvek druh dlhopisového nástroja, pri ktorom budú výnosy alebo ekvivalentná suma výlučne použité na financovanie alebo refinancovanie, či už čiastočne alebo úplne, nových a/alebo existujúcich zelených projektov (ktorých oprávnenosť rámcovo vymedzujú štandardy) a ktoré sú v súlade so štyrmi základnými prvkami Zásad zelených dlhopisov ICMA (Green bond principles, ďalej len „GBP“).¹⁶

V zmysle medzinárodných štandardov ICMA je splnenie podmienok emisie zelených dlhopisov podmienené vypracovaním Rámca zelených dlhopisov, v rámci ktorého sa určí použitie výnosov, proces hodnotenia a výberu projektov, do ktorých majú výnosy z dlhopisov byť alokované, proces podávania správ o alokácii projektov a vplyve projektov na životné prostredie. Rámec zelených dlhopisov by mal

¹⁵ SHI, Xianwang; MA, Jianteng; JIANG, Anxuan; WEI, Shuang; YUE, Leilei. Green bonds: Green investments or greenwashing? *International Review of Financial Analysis*, (2023) č. 90, Article 102850. DOI: 10.1016/j.irfa.2023.102850.

¹⁶ ICMA: Green bond principles, 2025.

byť verifikovaný externým posudzovateľom. Odporúča sa, aby emitenti vymenovali externého posudzovateľa, ktorý prostredníctvom externého hodnotenia pred emisiou posúdi, do akej miery je Rámec zelených dlhopisov v súlade s GBP a najmä so štyrmi základnými prvkami t. j. použitie výnosov, proces hodnotenia a výberu projektov, správa o výnosoch a vykazovanie.¹⁷

Čo sa týka vymedzenia činností do ktorých majú byť alokované výnosy z dlhopisov, GBP neobsahuje vlastnú taxonómiu, v zmysle klasifikačného systému činností, ktoré by sa považovali za environmentálne udržateľné. V GBP nachádzame však vymedzenie cieľov na ktoré sa viažu pomerne široko definované kategórie pod ktoré môžu spadať zelené dlhopisy. Medzi tieto ciele patrí: zmiernovanie zmeny klímy, prispôsobovanie sa zmene klímy, ochrana prírodných zdrojov, ochrana biodiverzity a prevencia a kontrola znečistenia. Medzi kategórie zelených dlhopisov podľa GBP patrí obnoviteľná energia, energetická účinnosť, prevencia a kontrola znečisťovania, environmentálne udržateľné riadenie živých zdrojov prírodných zdrojov a využívanie pôdy, pozemská a vodná biodiverzita, čistá doprava, udržateľné hospodárenie s vodou a odpadovými vodami, adaptácia na zmenu klímy, obehové hospodárstvo a zelené budovy, ktoré spĺňajú regionálne, národné alebo medzinárodne uznávané normy alebo certifikáty pre environmentálne vlastnosti. S emisiou dlhopisov podľa GBP sa spája povinnosť vykazovať informáciu o alokácii výnosov na ročnej báze, ktorá by mala obsahovať zoznam projektov, ktorým boli pridelené výnosy zo zelených dlhopisov, ako aj stručný opis projektov, pridelené sumy a očakávaný dopad. Od emitentov sa očakáva, že aspoň raz ročne budú podávať správy o použití výnosov zo zelených dlhopisov, ako aj o ich očakávaných environmentálnych dopadoch.

V nariadení o zelených dlhopisoch sa stretávame s pojmom európsky zelený dlhopis“ alebo „EuGB“. Pri týchto dlhopisoch už stretávame s konkrétnym vymedzením cieľov na podporu ktorých by mali smerovať výnosy z nich. Ide o nasledovné environmentálne ciele : zmiernenie zmeny klímy; adaptácia na zmenu klímy; udržateľné využívanie a ochrana vodných a morských zdrojov; prechod na obehové hospodárstvo; prevencia a kontrola znečisťovania a ochrana a obnova biodiverzity a ekosystémov. Stanovenie týchto environmentálnych cieľov vychádza zo základnej požiadavky Nariadenia a to aby sa výnosy z európskych zelených dlhopisov alokovali v súlade s požiadavkami taxonómie EÚ.¹⁸ Požiadavky taxonómie sú kritériá pre environmentálne udržateľné hospodárske činnosti stanovené v čl. 3 Nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/852 z 18. júna 2020 o vytvorení rámca na uľahčenie udržateľných investícií a o zmene nariadenia (EÚ) 2019/2088 (ďalej len „Nariadenia o taxonómii“). V prípade európskych zelených dlhopisov sa už teda stretávame s precíznym vymedzením činností, do ktorých môžu smerovať výnosy z dlhopisov a to tak z dôvodu vymedzenia environmentálnych cieľov, tech-

¹⁷ ICMA: Green bond principles, 2025, s. 6.

¹⁸ Čl. 4 a čl. 5 Nariadenia o európskych zelených dlhopisoch.

nických kritérií, ako aj povinnosťou splniť minimálne záruky a kritérium „výrazne nenarušiť“ stanovených v Nariadení o taxonómii a súvisiacich právnych aktoch.¹⁹ Obdobou Rámca zelených dlhopisov je Informačný prehľad o európskom zelenom dlhopise, ktorý musí byť verifikovaný externým posudzovateľom ešte pred emisiou dlhopisov. Externý posudzovateľ európskych zelených dlhopisov sa pred začatím svojich činností musí zaregistrovať v orgáne ESMA. Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch obsahuje aj špecifické ustanovenia, ktoré sa týkajú prospektu dlhopisov.²⁰ Aj Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch obsahuje povinnosť emitenta vykazovať informácie o dlhopisoch z pohľadu alokácie výnosov z nich a o vplyve európskeho zeleného dlhopisu. Správa o alokácii by mala byť vypracovaná za každých 12 mesiacov až do dátumu úplnej alokácie výnosov a preskúmaná po úplnej alokácii výnosov z emisie externým posudzovateľom. Emitenti by mali po úplnej alokácii výnosov z dlhopisov a aspoň raz počas životnosti týchto dlhopisov vypracovať a zverejniť správu o vplyve európskeho zeleného dlhopisu na vplyv použitia výnosov z dlhopisu na životné prostredie. Nariadenie o zelených dlhopisoch neobsahuje povinnosť externej verifikácie takejto správy, ale emitenti môžu požiadať externého posudzovateľa o preskúmanie správy o vplyve.²¹

Máme za to, že povinnosti vykazovať informácie o alokácii výnosov, ale najmä informácie o vplyve zelených dlhopisov na vplyv použitia výnosov z dlhopisu na životné prostredie kladú na emitenta zvýšené nároky na nastavenie interných procesov v rámci spoločnosti, digitalizáciu dátových tokov, nastavenia metodík na vyhodnocovanie daných dát a zároveň aj zabezpečenie dostatočne kvalifikovaného personálu na vyhodnocovanie takýchto dát. Zároveň však všetky tieto aspekty musí mať emitent nastavené ešte pred samotnou emisiou takýchto dlhopisov, inak by

¹⁹ Nariadenie o taxonómii, Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2021/2139 zo 4. júna 2021, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/852 stanovením technických kritérií preskúmania na určenie podmienok, za ktorých sa hospodárska činnosť označuje za významne prispievajúcu k zmierneniu zmeny klímy alebo adaptácii na zmenu klímy, a na určenie toho, či daná hospodárska činnosť výrazne nenaruša plnenie niektorého z iných environmentálnych cieľov, Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2023/2486 z 27. júna 2023, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2020/852 stanovením technických kritérií preskúmania na určenie podmienok, za ktorých sa hospodárska činnosť označuje za významne prispievajúcu k udržateľnému využívaniu a ochrane vodných a morských zdrojov, prechodu na obehové hospodárstvo, prevencii a kontrole znečisťovania alebo ochrane a obnove biodiverzity a ekosystémov, a na určenie toho, či táto hospodárska činnosť výrazne nenaruša plnenie niektorého z iných environmentálnych cieľov, a ktorým sa mení delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2021/2178, pokiaľ ide o osobitné zverejňovanie informácií o týchto hospodárskych činnostiach.

²⁰ Čl. 14 Nariadenia o európskych zelených dlhopisoch.

²¹ Blížšie k otázke rozdielov medzi vykazovaním podľa ICMA a Nariadenia o európskych zelených dlhopisov pozri HESEKOVÁ, Simona. Zelené dlhopisy v kontexte medzinárodných štandardov a nového Nariadenia o európskych zelených dlhopisoch. In: *Bratislavské právnické fórum 2024 : aktuálne otázky obchodného práva, finančného práva a ekonomických vied v kontexte vplyvu európskeho práva na národné právne poriadky. Zborník príspevkov z medzinárodnej konferencie*. Bratislava : Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave, 2024, s. 280–288.

nebolo možné adekvátne vymedziť okruh projektov, do ktorých majú výnosy z dlhopisov plynúť. Napriek zvýšeným nárokom na administráciu, ktoré sú nevyhnutne spojené aj so zvýšenými nákladmi spojenými s emisiou zelených dlhopisov však máme za to, že tento prístup je nevyhnutný z dôvodu zvýšenia transparentnosti dlhopisov, verifikovateľnosti ich reálneho prínosu v oblasti environmentálnej udržateľnosti a tým aj zvýšenia dôvery investorov v dané dlhopisy a ich prínos.

Ďalšou kategóriou dlhopisov, s ktorými sa stretávame v Nariadení o európskych zelených dlhopisoch sú dlhopisy uvádzané na trh ako environmentálne udržateľné. Ide o dlhopisy, pri ktorých sa emitent investorom zaväzuje alebo im poskytuje akékoľvek predzmluvné uistenie, že výnosy z dlhopisu sú alokované na hospodárske činnosti, ktoré prispievajú k dosiahnutiu environmentálneho cieľa. Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch pri týchto dlhopisoch stanovuje vzory pre voliteľné zverejňovanie informácií pre investorov, ktoré sa rozlišujú na zverejňovanie informácií pred emisiou a po emisii dlhopisov.²² Štandardizované vzory pre zverejňovanie informácií pred emisiou a po emisii pre dlhopisy uvádzané na trh ako environmentálne udržateľné by mali znížiť administratívnu záťaž emitentov a umožniť investorom prístup k jasným a štandardizovaným informáciám.²³ Špecifiká zverejňovania informácií pred emisiou upravuje Oznámenie Komisie C/2025/2277, ktorým sa stanovujú usmernenia týkajúce sa vzorov pre zverejňovanie informácií pred emisiou pre emitentov dlhopisov uvádzaných na trh ako environmentálne udržateľné alebo dlhopisov viazaných na udržateľnosť a zverejňovanie po emisii Delegované nariadenie Komisie EÚ 2025/753 zo 16. apríla 2025.²⁴

Medzi ďalšie kategórie dlhopisov, ktorých obdobu však nenachádzame v Nariadení o európskych zelených dlhopisoch patria sociálne dlhopisy a dlhopisy udržateľnosti podľa medzinárodných štandardov ICMA. Sociálne dlhopisy narástli na popularite najmä od vypuknutia pandémie Covid-19.²⁵ Cieľom sociálnych dlhopisov je podporiť emitentov pri financovaní sociálne zodpovedných a udržateľných projektov, ktoré prinášajú väčšie spoločenské prínosy.²⁶ Sociálne dlhopisy predstavujú akýkoľvek typ dlhopisového nástroja, pri ktorom budú výnosy alebo ekvivalentná suma výlučne použité na financovanie alebo refinancovanie, čiastočne alebo úplne,

²² Čl. 20 a čl. 21 Nariadenia o európskych zelených dlhopisoch.

²³ Dôvodová správa k delegovanému nariadeniu Komisie EÚ 2025/753 zo 16. apríla 2025, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2023/2631 stanovením obsahu, metodík a prezentácie informácií, ktoré majú dobrovoľne zverejňovať emitenti dlhopisov uvádzaných na trh.

²⁴ Delegované nariadenie Komisie EÚ 2025/753 zo 16. apríla 2025, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2023/2631 stanovením obsahu, metodík a prezentácie informácií, ktoré majú dobrovoľne zverejňovať emitenti dlhopisov uvádzaných na trh ako environmentálne udržateľné alebo dlhopisov viazaných na udržateľnosť vo vzoroch pre pravidelné zverejňovanie informácií po emisii.

²⁵ TORRICELLI, Costanza; PELLATI, Eleonora. Social bonds and the “social premium”. *Journal of Economics and Finance*, roč. 47, č. 3, 2023, s. 600–619. DOI: 10.1007/s12197-023-09620-3.

²⁶ ICMA: Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, 2024.

nových a/alebo existujúcich oprávnených sociálnych projektov a ktoré sú v súlade so štyrmi základnými prvkami Zásad sociálnych dlhopisov ICMA (Social Bond Principles, ďalej len „SBP“).²⁷ Tieto štyri prvky SBP stavajú na rovnakých základoch ako GBP a teda na použití výnosov, procese hodnotenia a výberu projektov, alokácie výnosov a podávania správ, teda vykazovacích povinností emitenta. Rovnako ako pri zelených dlhopisoch, musí mať emitent v zmysle SBP vypracovaný rámec sociálnych dlhopisov verifikovaný externým posudzovateľom. Všetky oprávnené sociálne projekty, do ktorých budú alokované výnosy z takýchto dlhopisov by mali prinášať jasné sociálne prínosy, ktoré bude emitent posudzovať a ak je to možné aj kvantifikovať. Vzhľadom na to, že medzinárodné štandardy ICMA nie sú legislatívnym aktom, externé posúdenie je koncipované na princípe dôrazného odporúčania. S nedodržaním tohto odporúčania sa spája nižšia úroveň dôveryhodnosti a nemožnosť zapísať takýto dlhopis do databázy ICMA.

Sociálne projekty sú v zmysle SBP spájané najmä cieľovými skupinami obyvateľstva, ktoré sú v SBP vymedzené iba príkladmo. Ide napr. o ľudí žijúcich pod hranicou chudoby, marginalizované skupiny obyvateľstva resp. komunity, ľudí so zdravotným postihnutím, starnúce obyvateľstvo a zraniteľná mládež, ale aj iné zraniteľné skupiny, a to aj v dôsledku prírodných katastrof, klimatických zmien a/alebo projektov klimatickej transformácie, ktoré spôsobujú alebo zhoršujú sociálno-ekonomickú nerovnosť.²⁸ Obdobne ako pri zelených projektoch aj v SBP nachádzame kategorizáciu sociálnych projektov medzi ktoré patrí napr. cenovo dostupná základná infraštruktúra (napr. čistá pitná voda, kanalizácia, hygiena, doprava, energia), prístup k základným službám (napr. zdravotníctvo, vzdelávanie a odborné vzdelávanie, zdravotná starostlivosť), cenovo dostupné bývanie alebo vytváranie pracovných miest.²⁹ Aj v prípade sociálnych dlhopisov sa vyžaduje podávanie správ o alokácii výnosov z dlhopisov a správ o vplyve sociálnych dlhopisov. Vykazovanie vplyvu sociálnych dlhopisov vyžaduje špecifický prístup k vyhodnocovaniu vplyvu týchto dlhopisov vzhľadom na iné metodiky, ako tie ktoré je možné použiť v prípade zelených dlhopisov. Usmernenie poskytuje Harmonizovaný rámec pre podávanie správ o vplyve pre sociálne dlhopisy ICMA, ktorý však neposkytuje vyčerpávajúcu špecifikáciu podávania správ o vplyve pri všetkých projektoch podľa kategórií SBP a to z dôvodov rozmanitosti projektov. Význam sa však kladie na čo možno najväčšiu mieru transparentnosti, ktorú vedia emitenti zabezpečiť.³⁰ V prípade ak dlhopisy sledujú tak environmentálne ciele, ako aj sociálne ciele pôjde o dlhopisy udržateľnosti. Dlhopisy udržateľnosti predstavujú typ dlhopisového nástroja, pri ktorých výnos alebo ekvivalentná suma bude výhradne použitá na financovanie

²⁷ ICMA: Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, 2024.

²⁸ ICMA: Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, 2024, s. 3.

²⁹ ICMA: Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, 2024, s. 3.

³⁰ ICMA: Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds, 2025.

alebo refinancovanie kombinácie zelených a sociálnych projektov. Dlhopisy udržateľnosti musia byť v súlade so štyrmi základnými zložkami GBP aj SBP, pričom ich relevancia je daná povahou projektu, do ktorého výnosy smerujú.³¹ Definícia projektu ako zeleného alebo sociálneho je na rozhodnutí emitenta, nakoľko sa pri niektorých projektoch môžu jednotlivé ciele prelínať. Na takúto identifikáciu však nadväzujú aj ďalšie povinnosti emitenta v oblasti vykazovania. Z daného dôvodu máme za to, že prioritné nastavenie kritérií pre jednotlivé projekty je pre emitenta kľúčové a to nielen z dôvodu ich zaradenia medzi zelené alebo sociálne projekty, ale z dôvodu nastavenia interných procesov v spoločnosti tak, aby údaje o týchto projektoch mohli byť transparentne odkomunikované investorom cez správy o alokácií a správy o vplyve projektov.

Ďalšou kategóriou, ktorú nachádzame tak v medzinárodných štandardoch ICMA, ako aj v Nariadení o európskych zelených dlhopisoch sú dlhopisy viazané na udržateľnosť. Na rozdiel od zelených dlhopisov sú dlhopisy viazané na udržateľnosť („*sustainability-linked bonds*“) spojené s plnením konkrétnych cieľov udržateľnosti. Emitent sa v ich prípade zaväzuje vyplácať vyšší úrok držiteľom dlhopisov, ak takto určené ciele nebudú do vopred stanoveného termínu splnené. Cieľ v oblasti udržateľnosti a s ním spojené zvýšenie alebo zníženie kupónu sú dohodnuté v prospekte dlhopisu.³² V zmysle medzinárodných štandardov ICMA dlhopisy viazané na udržateľnosť predstavujú akýkoľvek typ dlhopisového nástroja, ktorého finančné a/alebo štrukturálne charakteristiky sa môžu meniť v závislosti od toho, či emitent dosiahne vopred stanovené ciele v oblasti udržateľnosti alebo ESG (environmentálne, sociálne a riadiace ciele).³³ Nakoľko sa Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch vzťahuje len na environmentálnu udržateľnosť, uplatňovanie vymedzenia ICMA sa upravilo, aby bolo v súlade s užším rozsahom pôsobnosti nariadenia. Dlhopis viazaný na udržateľnosť predstavuje dlhopis, ktorého finančné alebo štrukturálne charakteristiky sa líšia v závislosti od toho, či emitent dosiahol vopred vymedzené ciele environmentálnej udržateľnosti.³⁴ Základný rozdiel v porovnaní s predchádzajúcimi dlhopismi je ten, že pokým pri zelených dlhopisoch, sociálnych dlhopisoch a dlhopisoch udržateľnosti je výnos z dlhopisov určený na financovanie oprávnených projektov, pri dlhopisoch viazaných na udržateľnosť sú výnosy primárne určené na všeobecné účely emitenta pri dosahovaní určených ukazovateľov výkonnosti (KPI) a cieľov udržateľnosti. V rámci porovnania povinností vykazovania informácií, sa v rámci Nariadenia o európskych zelených dlhopisoch stretávame s rovnakými ustanoveniami týkajúcimi sa dobrovoľnosti vykazovania ako

³¹ ICMA: Sustainability-Linked Bond Principles, 2024.

³² KOLBEL, Julian F.; LAMBILLON, Adrien-Paul. Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (2022), č. 23–07. s. 1.

³³ ICMA: Sustainability-Linked Bond Principles Voluntary Process Guidelines, 2024.

³⁴ ICMA: Sustainability-Linked Bond Principles Voluntary Process Guidelines, 2024.

pri dlhopisoch uvádzaných na trh ako environmentálne udržateľné. V rámci medzinárodných štandardov ICMA si emitent musí určiť kľúčové ukazovatele výkonnosti (KPI), nastavenia merateľných cieľov udržateľnosti, charakteristiku dlhopisov. Emitent by mal zverejňovať správy o vybraných ukazovateľoch dlhopisov viazaných na udržateľnosť na minimálne ročnej báze a zabezpečiť verifikáciu externým posudzovateľom.³⁵ Máme za to, že pri adekvátnom nastavení vykazovacích povinností, ktoré zabezpečia transparentnosť a zvýšenie dôvery v dlhopisy viazané na udržateľnosť, môže byť tento typ dlhopisom významným nástrojom na finančnom trhu. Výhoda oproti iným dlhopisom spočíva najmä v záväzku emitenta znášať následky nesplnenia stanovených cieľov.³⁶

Z pohľadu zhodnotenia využitia dlhopisov ako nástroja v rámci financovania udržateľnosti sú za Slovenskú a Českú republiku dostupné iba údaje z databázy ICMA. Za Slovenskú republiku sú aktuálne v databáze ICMA zaregistrovaní traja emitenti, pričom pri všetkých troch emitentoch ide o emisiu zelených dlhopisov v súlade s GBP. Za Českú republiku je v databáze ICMA zaregistrovaných 14 emitentov, pričom v jednom prípade ide o emisiu dlhopisov viazaných na udržateľnosť a v jednom prípade emisiu dlhopisov udržateľnosti. V ostatných prípadoch ide o emisie zelených dlhopisov podľa GBP.³⁷

Záver

Aktuálne nastavený rámec medzinárodných štandardov, ako aj legislatíva EÚ poskytuje dostatočné možnosti pre emitentov emitovať dlhopis, podľa toho do akej oblasti vo sfére udržateľnosti chcú alokovať výnosy z dlhopisov. Zároveň však existujú pomerne značné rozdiely medzi medzinárodnými štandardmi ICMA a legislatívou EÚ a to tak, čo sa týka jednotlivých kategórií dlhopisov, ale aj vykazovacích povinností, ktoré sú s nimi spojené. Na jednej strane tieto vykazovacie povinnosti predstavujú zvýšený náklad pre emitenta a to najmä z pohľadu nastavenia interných procesov na sledovanie, meranie a vykazovanie požadovaných dát, no zároveň predstavujú silný nástroj pre posilnenie transparentnosti dlhopisov a posilnenie dôvery investorov v tieto finančné nástroje. Pri niektorých kategóriách dlhopisov sú podmienky (a to tak podľa medzinárodných štandardov ICMA, ako aj Nariadenia o zelených dlhopisoch) na vykazovanie nastavené na dobrovoľnom základe. Máme za to, že napriek tomu, že administrácia spojená s dodržiavaním týchto požiadaviek pre emitenta predstavuje zvýšené náklady, ich dodržiavanie a dobrovoľné prístupenie emitenta k striktnějšíemu režimu vykazovania je nevyhnutné pre zvýšenie transparentnosti alokácie výnosov z takýchto dlhopisov, transparentnosti v oblas-

³⁵ ICMA: Guidelines for Green, Social, Sustainability and SustainabilityLinked Bonds External Reviews, 2022.

³⁶ K emisiám dlhopisov viazaných na udržateľnosť pozri: LEUNG, Kevin. *Sustainability-Linked Bonds: Why Europe Can Reignite the Market*, Institute for Energy Economics and Financial Analysis (2025).

³⁷ Dáta sú k októbru 2025, Sustainable Bond Market Data » ICMA.

ti preukazovania reálneho pozitívneho dopadu na oblasti udržateľnosti, ktoré boli podmienené práve emisiou týchto dlhopisov (cez zverejňovanie správ o vplyve) a posilnenie dôvery investorov v tieto nástroje. Zároveň máme za to, že aj keď nie pri všetkých kategóriách dlhopisov je cieľ na ktorý majú byť ich výnosy alokované precízne vymedzený v medzinárodných štandardoch, alebo legislatíve EÚ, emitent by mal pristúpiť k detailnému vymedzeniu vlastností projektov, na financovanie ktorých výnosy majú smerovať. Takéto vymedzenie zároveň uľahčí emitentovi nastavenie vnútorných procesov, interných tokov dát, určenie metodík ich vyhodnocovania za účelom vypracovania a zverejňovania správ o vplyve. Za účelom podpory tohto záveru, aj vzhľadom na potrebu praktického uchopenia zvýšenia potenciálu dlhopisov v oblasti udržateľnosti je potrebné venovať sa v rámci ďalšieho výskumu aj otázke komparácie metodík využívaných pri vyhodnocovaní vplyvu projektov pri sociálnych a zelených dlhopisoch.

Zoznam použitej literatúry:

BREZINA, Ivan; PEKÁR, Juraj; REIFF, Marián. Environmentálne investovanie. In: *Zborník zo seminára Využitie kvantitatívnych metód vo vedecko-výskumnej činnosti a praxi*. Púchov: Letra Edu, s. r. o., 2023, s. 5–11. ISBN 978-80-69021-02-0.

ČUNDERLÍK, Lubomír a kol. *Právo finančného trhu*. Bratislava: Wolters Kluwer SR s.r.o., 2017, 257 s., ISBN 978-80-8168-753-2.

HESEKOVÁ, Simona. Zelené dlhopisy v kontexte medzinárodných štandardov a nového Nariadenia o európskych zelených dlhopisoch. In: *Bratislavské právnické fórum 2024 : aktuálne otázky obchodného práva, finančného práva a ekonomických vied v kontexte vplyvu európskeho práva na národné právne poriadky. Zborník príspevkov z medzinárodnej konferencie*. Bratislava : Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave, 2024, s. 280–288.

JURKOWSKA-ZEIDLER, Anna; JANOVEC, Michal. Financial Market Stability: A Key Driver of Sustainable Finance. *Gdańskie Studia Prawnicze*, (2024), č. 62, s. 9–20, ISSN: 1734-5669.

LANSINK, Alfons Oude; KAPELKO, Magdalena. Do Sustainability-Linked Bonds Pay Lower Interest Rates? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. (2025), s. 5337–5348, ISSN 1535-3958.

LEUNG, Kevin. *Sustainability-Linked Bonds: Why Europe Can Reignite the Market*, Institute for Energy Economics and Financial Analysis (2025)

KOLBEL, Julian F. ; LAMBILLON, Adrien-Paul. Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (2022), č. 23–07. s. 1–35.

MERCURI, Lorenzo; RROJI, Edit; ILARIA, Stefani. Analyzing the Greenium Term Structure of Twin Government Bonds. (2025). Dostupné na : <https://ssrn.com/abstract=5349903> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5349903> [citované 2025-10-25].

MERLER, Silvia. How to improve the European Union's sustainable finance framework. *Policy Brief* (2025), č. 5, s. 1–19.

PACELLINI, Vincenzo; PAMPURINI, Francesca; QUARANTA, Anna Grazia. Environmental, Social and Governance investing: Does rating matter? *Business Strategy and Environment*, č. 32 (2023), s. 30–41.

RUGGERIO, Carlos Alberto. Sustainability and sustainable development: A review of principles and definitions. *Science of The Total Environment*, vol. 786 (2021), Article ID 147481. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2021.147481>.

SHI, Xianwang; MA, Jianteng; JIANG, Anxuan; WEI, Shuang; YUE, Leilei. Green bonds: Green investments or greenwashing? *International Review of Financial Analysis*, (2023) č. 90, Article 102850. DOI: 10.1016/j.irfa.2023.102850.

TORRICELLI, Costanza; PELLATI, Eleonora. Social bonds and the “social premium”. *Journal of Economics and Finance*, roč. 47, č. 3, 2023, s. 600–619. DOI: 10.1007/s12197-023-09620-3.

VOJTKO, Martin; JEDINÁK, Peter; PÁLKA Radoslav. *Právo a prax kapitálových trhov*. Bratislava: C.H.Beck, s.r.o., 2023, 444 s., ISBN 978-80-8232-039-1.

Abstrakt:

Článok sa zaoberá otázkou klasifikácie dlhopisov v kontexte problematiky udržateľnosti na finančných trhoch, pričom hodnotí legislatívny rámec a medzinárodné štandardy, ktoré upravujú alokáciu výnosov takýchto dlhopisov. Súčasný medzinárodný štandard a legislatíva EÚ ponúkajú široké spektrum dlhopisov v oblasti udržateľnosti, ktoré umožňujú emitentom aj investorom zvoliť si typ dlhopisu podľa preferovanej oblasti, do ktorej budú smerovať výnosy z emisie dlhopisu. Pri emisii takýchto dlhopisov je potrebné, aby emitent okrem legislatívy upravujúcej emisiu dlhopisov vo všeobecnosti, dodržiaval aj zásady špecifické pre emisiu dlhopisov v oblasti udržateľnosti. Tieto dodatočné podmienky môžu predstavovať pre emitenta administratívnu záťaž spojenú so zvýšením nákladov, ale sú nevyhnutné pre zvýšenie transparentnosti alokácie výnosov z takýchto dlhopisov a posilnenie dôvery investorov v tieto nástroje. Podmienky stanovené pre jednotlivé kategórie dlhopisov nie sú jednotné, líšia sa v závislosti od toho, o aký dlhopis sa jedná a podľa akého rámca sa vydáva.

Kľúčové slová: udržateľnosť, dlhopis, emitent, ICMA, Nariadenie o európskych zelených dlhopisoch

THE APPLICABILITY OF BONDS IN THE CONTEXT OF SUSTAINABILITY ISSUES IN FINANCIAL MARKETS

Abstract:

The paper deals with the issue of bond classification in the context of sustainability issues in financial markets, while assessing the legislative framework and international standards that regulate the allocation of proceeds from such bonds. Current international standards and EU legislation offer a wide range of bonds in the area of sustainability, which allow issuers and investors to choose the type of bond according to the preferred area to which the proceeds from the bond issue will be directed. When issuing such bonds, it is necessary that the issuer, in addition to the legislation regulating the issuance of bonds in general, also adhere to the principles specific to the issuance of bonds in the area of sustainability. These additional conditions may represent an administrative burden for the issuer associated with increased costs, but are necessary to increase the transparency of the allocation of proceeds from such bonds and strengthen investor confidence in these instruments. The conditions set for individual categories of bonds are not uniform, they differ depending on the type of bond in question and the framework under which it is issued.

Keywords: sustainability, bond, issuer, ICMA, European Green Bond Regulation

O autorke:

doc. JUDr. Simona Heseková, Ph.D.

působí na Právnické fakultě Univerzity Komenského v Bratislavě.