

## ROZDIEL MEDZI ENVIRONMENTÁLNE UDRŽATEĽNOU INVESTÍCIOU A UDRŽATEĽNOU INVESTÍCIOU VO VZŤAHU K POSUDZOVANIU PRINCÍPU VÝRAZNE NENARUŠIŤ (DNSH)

*JUDr. Katarína Poliaková, LL.M.<sup>1</sup>*

### Úvod

Európska komisia uvádza, že pod udržateľnými financiami rozumieme proces zohľadňovania environmentálnych, sociálnych a riadiacich (ESG) hľadísk pri prijímaní investičných rozhodnutí vo finančnom sektore, čo vedie k dlhodobjším investíciám do udržateľných ekonomických aktivít a projektov<sup>2</sup>. Transformácia na udržateľné hospodárstvo predstavuje viacvrstvový proces, ktorej súčasťou sú udržateľné financie, zelené financie a klimatické financie.<sup>3</sup> Pre udržateľné financie sú podstatné dva dôležité prvky: dlhodobý horizont a zameranie investícií alebo financií na zohľadňovanie environmentálnych, sociálnych a riadiacich aspektov<sup>4</sup>. V oblasti udržateľných financií prirodzene dochádza k potrebe definovať, ktoré investície je možné považovať za udržateľné.

V práve EÚ je prostredníctvom dvoch nariadení definovaný pojem „udržateľné investície“<sup>5</sup> ako aj „environmentálne udržateľné investície“<sup>6</sup>. Komisia zaviedla prostredníctvom výkladu koncepciu tzv. „bezpečného prístavu“ pre investície do činností zosúladených s EÚ taxonómiou, ktoré možno automaticky kvalifikovať ako udržateľné investície podľa nariadenia SFDR<sup>7</sup>. Inými slovami, akákoľvek environmentálne udržateľná investícia podľa nariadenia EP a Rady (EÚ) 2020/852 o vytvorení rámca na ulahčenie udržateľných investícií (ďalej len „TR“) môže predstavovať udržateľnú investíciu podľa nariadenia EP a Rady (EÚ) 2019/2088 o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb (ďalej len „SFDR“).

<sup>1</sup> Univerzita Komenského v Bratislave, Právnická fakulta, Katedra finančného práva.

<sup>2</sup> Európska komisia: Overview of Sustainable Finance. [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en).

<sup>3</sup> RYSZAWSKA, Bożena: Sustainability Transition Needs Sustainable Finance. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, vol. 5, no. 1, 2016, pp. 185-194, DOI:10.12775/CJFA.2016.011.

<sup>4</sup> OZILI, Peterson K.: Making sustainable finance sustainable. *Financial Internet Quarterly* 2021. 17 (3), pp. 64–70.

<sup>5</sup> Článok 2 ods. 17 nariadenia EP a Rady (EÚ) 2019/2088 o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb.

<sup>6</sup> Článok 2 ods. 1 v spojení s článkom 3 nariadenie EP a Rady č. (EÚ) 2020/852 o vytvorení rámca na ulahčenie udržateľných investícií a o zmene nariadenia (EÚ) 2019/2088.

<sup>7</sup> Konsolidované znenie otázok a odpovedí k nariadeniu SFDR a k DN SFDR zverejnené 04. 08. 2025, časť V, otázka č. 1, str. 31.

V tomto príspevku porovnávam definičné znaky týchto dvoch definícií a podrobnejšia sa venujem na prvý pohľad spoločnému princípu výrazne nenarušiť (z anglického *do not significantly harm*, ďalej aj „DNSH“), ktorý je definičným znakom oboch pojmov. Napriek tomu, že obe nariadenia používajú rovnakú terminológiu, obsah princípu výrazne nenarušiť (DNSH) je rozdielny, s dopadom na procesy účastníkov finančného trhu pri prijímaní investičných rozhodnutí.

### Udržateľná investícia podľa nariadenia SFDR

Nariadenie SFDR nadobudlo účinnosť ako jedno z prvých nariadení v oblasti udržateľných financií už v marci 2021. Toto nariadenie poskytuje odpoveď jednak na to, „ktorý účastník finančného trhu a finančný poradca podniká udržateľne“ ako aj na to „ktorý produkt je udržateľný“. Nariadenie SFDR rozlišuje medzi zverejnením na úrovni spoločnosti (entity level disclosure) a na úrovni finančného produktu (product level disclosure)<sup>8</sup>. Cieľom nariadenia SFDR je znížiť riziko greenwashingu prostredníctvom viacerých povinností uložených účastníkom finančného trhu (ďalej len „ÚFT“) a finančným poradcom, ktoré sa týkajú predzmluvných a pravidelných zverejnení informácií o udržateľnosti.<sup>9</sup> Nariadenie SFDR definuje kľúčové pojmy ako udržateľná investícia, faktory udržateľnosti alebo riziká ohrozujúce udržateľnosť.<sup>10</sup>

Nariadenie SFDR, okrem iného, definuje aj to, čo je udržateľná investícia. Udržateľná investícia je definovaná v článku 2 ods. 17 nariadenia SFDR a chápeme pod ňou:

- (i) investíciu do hospodárskej činnosti, ktorá
- (ii) prispieva k
  - (a) environmentálnemu cieľu (meraná napríklad prostredníctvom kľúčových ukazovateľov účinnosti využívania energie, energie z obnoviteľných zdrojov, surovín, vody a pôdy, ukazovateľov produkcie odpadu a emisií skleníkových plynov a ukazovateľov vplyvu na biodiverzitu a ukazovateľov obehového hospodárstva),
  - alebo
  - (b) k sociálnemu cieľu, najmä investícia, ktorá prispieva k riešeniu nerovnosti, alebo investícia, ktorá podporuje sociálnu súdržnosť, sociálne za-

<sup>8</sup> HUMMEL, Katrin – JOBST, Dominik: An Overview of Corporate Sustainability Reporting Legislation in the European Union. In. *Accounting in Europe* (09 Feb 2024), DOI: 10.1080/17449480.2024.2312145.

<sup>9</sup> BADENHOOP, Nikolai – HACKMANN, Angelina – MÜCKE, Christian – PELIZZON, Lioriana: Quo vadis sustainable funds? Sustainability and taxonomy-aligned disclosure in Germany under the SFDR, SAFE White Paper, No. 94, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M., 2023, prístupné na: <https://hdl.handle.net/10419/273716>.

<sup>10</sup> CREMASCO, Chiara – BONI, Leonardo: Is the European union (EU) sustainable finance disclosure regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2022, 14(4), 1018–1036. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2124838>.

- členenie a pracovnoprávne vzťahy, alebo investícia do ľudského kapitálu, či do ekonomicky alebo sociálne znevýhodnených komunít, a
- (iii) za predpokladu, že sa takýmito investíciami výrazne nenaruší žiaden z uvedených cieľov, a
  - (iv) spoločnosti, do ktorých sa investovalo, dodržiavajú postupy dobrej správy (z anglického *good governance practices*), najmä pokiaľ ide o zdravé štruktúry riadenia, zamestnanecké vzťahy, odmeňovanie zamestnancov a plnenie daňových povinností.

Definícia udržateľnej investície uvedená v článku 2 ods. 17 nariadenia SFDR predstavuje zložitú a dlhú definíciu s enumeratívnym vymenovaním environmentálnych cieľov, sociálnych cieľov a princípov dobrej správy. Na druhej strane je však táto definícia veľmi flexibilná v tom, že umožňuje účastníkom finančného trhu definovať vo svojich interných predpisoch a vo zverejnených dokumentoch, čo pre ich finančné produkty konkrétne znamená udržateľná investícia.

Nariadenie SFDR nestanovuje minimálne požiadavky, ktoré by museli spĺňať definičné znaky ako „prispieva“ (z anglického *contribution*), „výrazne nenaruší žiaden z uvedených cieľov“ (z anglického *does not significantly harm*), „postupy dobrej správy“ (z anglického *good governance principles*), t. j. kľúčové parametre „udržateľnej investície“. Účastníci finančného trhu si preto musia pre každú investíciu vykonať vlastné posúdenie a zverejniť svoje základné predpoklady. Táto voľba politiky dáva ÚFT zvýšenú zodpovednosť voči investorom a znamená, že by mali postupovať s náležitou opatrnosťou pri posudzovaní investície z toho pohľadu, či spĺňa všetky definičné znaky, resp. kľúčové parametre udržateľnej investície podľa článku 2 ods. 17 SFDR.<sup>11</sup>

### Environmentálne udržateľná investícia podľa nariadenia TR

EÚ Akčný plán (2018) uvádza ako jeden z kľúčových cieľov potrebu vytvorenia jednotného systému klasifikácie EÚ pre environmentálne udržateľné hospodárske činnosti<sup>12</sup>. Cieľ bol dosiahnutý prijatím centrálného právneho predpisu v oblasti udržateľných financií – nariadenie EP a Rady č. (EÚ) 2020/852 o vytvorení rámca na uľahčenie udržateľných investícií a o zmene nariadenia (EÚ) 2019/2088 (ďalej len „TR“). Zetzche a Anker-Sorensen (2022) uvádzajú metodickú pomôcku, ako vnímať toto nariadenie: cieľom nariadenia o Európskej taxonómii je odpovedať na otázku „**čo je udržateľnosť?**“, zatiaľ čo ostatné predpisy, ktoré ukladajú povinnosti

<sup>11</sup> Pre viac informácií pozri Konsolidované znenie otázok a odpovedí k nariadeniu SFDR a k DN SFDR zverejnené 12. 01. 2024, časť II, otázka č. 2, str. 8.

<sup>12</sup> Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Európskej rade, Rade, Európskej centrálnej banke, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov. Akčný plán: Financovanie udržateľného rastu

zverejňovania pomôžu identifikovať „ **kto pôsobí udržateľne** “ alebo „ **ktorý produkt je udržateľný** “.<sup>13</sup>

Nariadenie TR vytvára právny rámec tým, že definuje podmienky, ktoré musí hospodárska činnosť spĺňať, aby sa mohla považovať za **environmentálne udržateľnú** hospodársku činnosť.<sup>14</sup> Definícia **environmentálne udržateľnej investície** sa nachádza v článku 2 ods. 1 v spojení s článkom 3 EUTR. Je to investícia do jednej alebo viacerých hospodárskych činností, ktoré podľa tohto nariadenia možno označiť za environmentálne udržateľné, pričom hospodárska činnosť sa označuje za environmentálne udržateľnú, ak uvedená hospodárska činnosť:

- (i) významne prispieva k plneniu jedného alebo viacerých environmentálnych cieľov stanovených v čl. 9 (zmiernenie zmeny klímy, prispôsobenie sa zmene klímy, udržateľné využívanie a ochrana vodných a morských zdrojov, prechod na obehové hospodárstvo, prevencia a kontrola znečistenia, ochrana a obnova biodiverzity a ekosystémov) v súlade s čl. 10 až 16;
- (ii) je v súlade s čl. 17 výrazne nenaruša plnenie žiadneho z environmentálnych cieľov stanovených v čl. 9,
- (iii) vykonáva sa v súlade s minimálnymi zárukami stanovenými v čl. 18 (postupy, ktoré uplatňuje podnik, ktorý vykonáva hospodársku činnosť, na zabezpečenie dodržiavania usmernení OECD pre nadnárodné podniky a hlavných zásad OSN v oblasti podnikania a ľudských práv vrátane zásad a práv stanovených v ôsmich základných dohovoroch uvedených v Deklarácii Medzinárodnej organizácie práce o základných zásadách a právach pri práci a v Medzinárodnej listine ľudských práv); a
- (iv) spĺňa technické kritériá preskúmania, ktoré stanovila Komisia v súlade s čl. 10 ods. 3, čl. 11 ods. 3, čl. 12 ods. 2, čl. 13 ods. 2, čl. 14 ods. 2 alebo čl. 15 ods. 2.

### Porovnanie definičných znakov

Porovnanie definičných znakov udržateľnej investície podľa nariadenia SFDR a environmentálne udržateľnej investície podľa nariadenia o Európskej taxonomii:

<sup>13</sup> ZETZCHE, Dirk A. – ANKER – SORENSEN, Linn: Regulating Sustainable Finance in the Dark. European Business Organization Law Review (2022) 23:47–85.

<sup>14</sup> HESEKOVÁ, Simona: Problematika ESG na finančných trhoch. V Slovensko-české dni daňového práva. Daňové právo a nové javy v ekonomike. Recenzovaný zborník vedeckých prác. Košice 2023. Univerzita Pavla Jozefa Šafárika.

| Udržateľná investícia<br>(čl. 2 (17) SFDR)   | Environmentálne udržateľná investícia<br>(čl. 2 (1) TR)  |
|--|--|
| Investícia do hospodárskej činnosti, ktorá   | Investícia do hospodárskej činnosti, ktorá   |
| prispieva ( <i>contribution</i> , „S“)   | <b>významne</b> prispieva ( <i>substantial contribution</i> , „SC“)  |
| k environmentálnemu <b>alebo sociálnemu</b> cieľu <b>alebo cieľom</b> („EG/SG“)  | k jednému zo 6 environmentálnych cieľov („EG“)   |
| Investícia <b>výrazne nenarúša žiadne z uvedených cieľov</b> ( <i>do not significantly harm</i> , „DNSH“)                  | Investícia výrazne nenarúša plnenie žiadneho z environmentálnych cieľov ( <i>do not significantly harm</i> , „DNSH“) |
| Spoločnosti, do ktorých sa investuje, <b>dodržiavajú postupy dobrej správy</b> ( <i>good governance practices</i> , „GGP“) | Hospodárska činnosť sa vykonáva <b>v súlade s minimálnymi zárukami</b> ( <i>minimum safeguards</i> , „MS“)           |
| ---  | Hospodárska činnosť spĺňa <b>technické kritériá preskúmania</b> ( <i>technical screening criteria</i> , „TSC“)       |

Pri porovnaní udržateľnej investície podľa nariadenia SFDR a environmentálne udržateľnej investície podľa nariadenia TR, je potrebné si uvedomiť, že pri udržateľnej investícii by nemusel byť prítomný environmentálny cieľ. Pri environmentálne udržateľnej investícii je však jeden environmentálny cieľ nevyhnutnou podmienkou. Pri udržateľnej investícii stačí, ak prispieva do určitej miery k vytýčenému cieľu, pri environmentálne udržateľnej investícii sa vyžaduje vyššia ambícia a investícia musí významne prispievať k dosiahnutiu príslušného environmentálneho cieľa. Aspekty dobrej správy a riadenia sa v prípade oboch investícií odvolávajú na odlišné koncepty (dodržiavanie postupov dobrej správy alebo minimálne záruky).

Definícia environmentálne udržateľnej investície je postavená na vedecky podložených poznatkoch (*science based*), s vysokou mierou detailných kritérií, ktoré musia byť splnené pre to, aby sa konkrétna hospodárska činnosť mohla považovať za environmentálne udržateľnú. Z uvedeného dôvodu sa odvoláva na technické kritériá preskúmania. Technický a vedecky podložený prístup pri definovaní environmentálne udržateľnej investície pre konkrétnu hospodársku činnosť má prirodzene

za následok spoľahlivé hodnotenie udržateľnosti a zároveň by sa zmiernili riziká vedúce ku greenwashingu<sup>15</sup>.

Týmto definičným znakom a rozdielom sa v tomto príspevku nebudeme bližšie venovať, pozornosť venujeme konceptu výrazne nenarušiť (DNSH).

### Princíp výrazne nenarušiť (do not significantly harm)

Z právneho hľadiska je problematické to, že slovné spojenie „výrazne nenaruša“ (*do not significantly harm*, „DNSH“) sa používa ako *terminus technicus* v definícii udržateľnej investície podľa článku 2 ods. 17 nariadenia SFDR ako aj v článku 3 písm. b) nariadenia TR ako jedna z podmienok pre environmentálne udržateľnú hospodársku činnosť. Pri použití rovnakého slovného spojenia sa môže laická verejnosť domnievať, že význam tohto slovného spojenia je rovnaký a pre posúdenie toho, či výrazne nenaruša určitý cieľ investície, sa bude aplikovať rovnaký postup. Význam slovného spojenia „výrazne nenaruša“ v nariadení SFDR a v nariadení TR však má odlišný obsah a vyžaduje od ÚFT alebo podnikov iný postup pre posúdenie toho, či určitá investícia je udržateľnou investíciou alebo či určitá investícia do konkrétnej hospodárskej činnosti predstavuje environmentálne udržateľnú investíciu.

**Environmentálne udržateľná hospodárska činnosť** podľa nariadenia TR nesmie výrazne narušať žiaden zo 6 klimatických alebo environmentálnych cieľov uvedených v článku 9 nariadenia TR, pričom sa berie do úvahy celý životný cyklus výrobkov a služieb poskytovaných hospodárskou činnosťou vrátane dôkazov z existujúcich posúdení životného cyklu. Environmentálne udržateľná hospodárska činnosť musí spĺňať aj technické skríningové kritériá uvedené v delegovaných aktoch (Klimatickom delegovanom nariadení<sup>16</sup> alebo Environmentálnom delegovanom nariadení<sup>17</sup>), medzi ktorými sú vymenované všeobecné kritériá pre to, čo sa považuje za výrazné nenarušenie (DNSH) alebo sú uvedené konkrétne kritériá s odkazom na podrobnejšie podmienky uvedené v iných právnych aktoch EÚ.

<sup>15</sup> Stanovisko ESMA k rámcu udržateľných financií, 24.07.2024, ESMA36-1079078717-2587, s. 5 (z anglického ESMA Opinion: Sustainable investments: Facilitating the investor journey. A holistic vision for the long term. ESMA Opinion of 24 July 2024. ESMA36-1079078717-2587).

<sup>16</sup> 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 zmierňovaniu zmeny klímy alebo adaptácii na zmenu klímy, a na určenie toho, či daná hospodárska činnosť výrazne nenaruša plnenie niektorého z iných environmentálnych cieľov.

<sup>17</sup> 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.

Hospodárska činnosť sa považuje za výrazne nenarušajúcu, ak spĺňa podmienky podľa článku 17 nariadenia EÚT a spĺňa technické kritériá preskúmania na určenie toho, či daná hospodárska činnosť výrazne nenaruša plnenie niektorého z iných environmentálnych cieľov. Napríklad, ak jej (klimatickým) environmentálnym cieľom je zmierňovanie zmeny klímy, tak zároveň daná činnosť nesmie viesť k značným emisiám skleníkových plynov a musí spĺňať technické kritériá preskúmania na určenie DNSH uvedené v prílohe I Klimatického delegovaného nariadenia pre príslušnú hospodársku činnosť (niekedy s odkazom na všeobecné kritériá DNSH uvedené v dodatku A, B, C alebo D prílohy I Klimatického nariadenia).

Posúdenie konceptu výrazne nenarušiť (DNSH) pre **udržateľnú investíciu** podľa nariadenia SFDR sa odvíja od ustanovení delegovaného nariadenia k SFDR<sup>18</sup> určené pre finančné produkty s udržateľnými investíciami ako cieľom podľa článku 9 nariadenia SFDR. V článku 26 ods. 2 písm. a) a b), v článku 39 písm. a) a b), v článku 59 písm. e) pododsek i) a ii) a v článku 67 delegovaného nariadenia k SFDR sa vyžaduje zverejniť opis podmienok výrazne nenarušať (DNSH) žiaden z definovaných cieľov udržateľnej investície.

Tieto opisy musia zahŕňať najmenej tieto informácie:

- (i) **ako sa zohľadňuje** 18 ukazovateľov hlavných nepriaznivých vplyvov na faktory udržateľnosti uvedených v tabuľke 1 prílohy I delegovaného nariadenia k SFDR a akékoľvek relevantné ukazovatele v tabuľkách 2 a 3 prílohy I delegovaného nariadenia k SFDR;
- (ii) či je udržateľná investícia zosúladená s usmerneniami OECD pre nadnárodné podniky a s hlavnými zásadami OSN v oblasti podnikania a ľudských práv vrátane zásad a práv stanovených v ôsmich základných dohovoroch uvedených v Deklarácii Medzinárodnej organizácie práce o základných zásadách a právach pri práci a v Medzinárodnej listine ľudských práv.

Komisia v otázkach a odpovediach síce poskytuje ÚFT značnú flexibilitu v tom, ako si môžu ÚFT určiť hraničné kritériá pre posúdenie kritérií výrazne nenarušiť, ale na druhej strane hneď poskytuje príklad, ktorý považuje za nedostatočne posúdenie konceptu výrazne nenarušiť (DNSH). Podľa Komisie nestačí, aby ÚFT uviedol odkaz na plán transformácie, ktorého cieľom je dosiahnuť, aby celá investícia výrazne nepoškodila žiadne environmentálne a sociálne ciele v budúcnosti<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2022/1288 zo 6. apríla 2022, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2019/2088, pokiaľ ide o regulačné technické predpisy, upresnením podrobností obsahu a prezentácie informácií v súvislosti so zásadou „výrazne nenarušiť“, upresnením obsahu, metódik a prezentácie informácií v súvislosti s ukazovateľmi udržateľnosti a nepriaznivými vplyvmi na udržateľnosť, ako aj obsahu a prezentácie informácií v súvislosti s presadzovaním environmentálnych alebo sociálnych vlastností a udržateľnými investičnými cieľmi v predzmluvných dokumentoch, na webových sídlach a v pravidelných správach.

<sup>19</sup> Konsolidované znenie otázok a odpovedí k nariadeniu SFDR a k DN SFDR zverejnené 12. 01. 2024, časť II, otázka č. 2, str. 8.

Európske orgány dohľadu ESAs vo svojej zverejnenej finálnej správe k návrhu novely delegovaného nariadenia k SFDR uvádzajú potrebu presnejšie definovať povinnosť ÚFT vo vzťahu k zásade výrazne nenarušať (DNSH) environmentálny alebo sociálny cieľ udržateľnej investície vo vzťahu k zverejňovaniu hlavných nepriaznivých vplyvov (ďalej len „PAI“) investičných rozhodnutí na faktory udržateľnosti<sup>20</sup>. Na prvý pohľad môže ísť o drobné precizovanie ustanovení delegovaného nariadenia k SFDR, avšak významovo sa navrhovalo zvýšiť povinnosť ÚFT tak, aby zverejnené informácie k udržateľným investíciám a podmienke výrazne nenarušiť (DNSH) uvádzali, ako sa **berú do úvahy** ukazovatele nepriaznivých vplyvov uvedených v tabuľke 1, 2 a 3 prílohy I delegovaného nariadenia k SFDR ako aj **opis prahových hodnôt alebo kritérií** používaných na určenie, či udržateľné investície výrazne nenarušia žiadne environmentálne alebo sociálne ciele, **a ako sa určujú**<sup>21</sup>. V anglickom jazyku ESAs navrhujú zmeniť termín „*consider*“ na „*take into account*“, čo významovo znamená, že ÚFT musí povinne vziať do úvahy každý jeden z ukazovateľov uvedených v tabuľke 1 prílohy I delegovaného nariadenia k SFDR a prípadne iné relevantné ukazovatele z tabuľky 2 alebo 3 tejto prílohy, určiť pre každý jeden z týchto povinných alebo zvolených ukazovateľov hraničné kritériá, posúdiť, či investícia spĺňa tieto hraničné kritériá a ak áno, až následne sa môže v rámci investičného rozhodovacieho procesu pristupovať k tejto investícii ako k udržateľnej investícii podľa nariadenia SFDR.

Koncept „bezpečného prístavu“ platí pre dlhové investície do činností zosúladených s EÚ taxonómiou, ktoré možno automaticky kvalifikovať ako udržateľné investície podľa nariadenia SFDR. Napríklad investícia do Európskeho zeleného dlhopisu, prostredníctvom ktorého sa financuje hospodárska činnosť zosúladená s EÚ taxonómiou bude predstavovať jednak environmentálne udržateľnú investíciu podľa nariadenia TR ako aj udržateľnú investíciu podľa nariadenia SFDR. Koncept „bezpečného prístavu“ neplatí automaticky pri investíciách do akcií spoločnosti.<sup>22</sup> To znamená, že pri investíciách, kde nie je jasné použitie ich výnosov a teda nefinancujú konkrétnu činnosť, ale financujú spoločnosť ako celok, existujú niektoré dodatočné požiadavky, ktoré si musí ÚFT posúdiť predtým, ako určitú investíciu označí ako udržateľnú. ÚFT musí posúdiť, či je dostatočne veľký podiel činností podniku, do ktorého sa investuje, prispieva k environmentálnemu cieľu, aby sa investícia ako celok kvalifikovala ako udržateľná investícia. Ďalej musí zabezpečiť

<sup>20</sup> Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation, z decembra 2023, JC 2023 55, strana 3.

<sup>21</sup> Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation, z decembra 2023, JC 2023 55, napríklad strana 36 vo vzťahu k navrhovanej novele článku 26 delegovaného nariadenia k SFDR.

<sup>22</sup> OZNÁMENIE KOMISIE o výklade a vykonávaní určitých právnych ustanovení nariadenia o taxonómii EÚ a prepojeniach na nariadenie o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb (2023/C 211/01)

to, aby ostatné ekonomické aktivity spoločnosti nijako výrazne nepoškodzovali (DNSH) environmentálne alebo sociálne ciele.<sup>23</sup>

Zaujímavé je zistenie z testovaní spotrebiteľov, ktoré poukázali na fakt, že spotrebiteľia si mylia pojem udržateľnej investície s pojmom environmentálne udržateľná investícia. Taktiež po prečítaní produktových materiálov niektorí spotrebiteľia dospeli k záveru, že ak je investícia udržateľnou investíciou, znamená to vyššiu úroveň udržateľnosti ako v prípade, ak ide o investíciu v súlade s EÚ taxonómiou (environmentálne udržateľná investícia)<sup>24</sup>. Pre vnímanie spotrebiteľov nemusí byť súbežná existencia dvoch odlišných konceptov (environmentálne) udržateľnej investície vítaná z dlhodobého hľadiska.<sup>25</sup> Práve z tohto dôvodu navrhujú Európske orgány dohľadu ESAs ako aj ESMA samostatne, aby sa v budúcnosti používala len jedna definícia pre udržateľné investície.<sup>26</sup>

## Záver

Pri investíciách do dlhových nástrojov, ktoré majú určené použitie prostriedkov na zosúladienie sa s EÚ taxonómiou podľa nariadenia TR a spĺňajú všetky podmienky pre to, aby ich bolo možné kvalifikovať ako environmentálne udržateľné investície je možné prezumovať, že zároveň pôjde o udržateľné investície podľa nariadenia SFDR. V tomto príspevku však opisujeme, že pri investíciách do akcií alebo do dlhových nástrojov bez určenia použitia prostriedkov je zložitejšia. ÚFT musí vykonať dvojité vyhodnotenie: (i) najprv vyhodnotiť, či investícia predstavuje environmentálne udržateľnú investíciu podľa nariadenia TR posúdením všetkých definíčných znakov, vrátane posúdenia konceptu výrazne nenarušiť DNSH podľa nariadenia TR. Následne musí vyhodnotiť, či dostatočne veľký podiel činností podniku prispieva k environmentálnemu cieľu a zároveň skontrolovať, či sú ostatné hospodárske činnosti podniku v súlade s environmentálnymi prvkami zásady výrazne nenarušiť (DNSH) podľa nariadenia SFDR, t.j. či výrazne nepoškodzujú (DNSH) environmentálne alebo sociálne ciele zohľadnením najmenej 18 ukazovateľov hlavných nepriaznivých vplyvov (PAI) na faktory udržateľnosti ako aj posúdiť všetky ďalšie definíčné znaky udržateľnej investície podľa nariadenie SFDR. Pri investíciách do týchto aktív to znamená, že koncept výrazne nenarušiť (DNSH) sa posudzuje dvakrát a podľa rôznej metodiky. Toto prispieva k vysokej komplexite rámcu udržateľných financií a vyžaduje od ÚFT, aby mali precízne nastavené in-

<sup>23</sup> DFSA Sustainable investments – requirements and practices, Júl 2025, prístupné na:

<sup>24</sup> Spoločné stanovisko ESAs k SFDR, 18. 06. 2024, odsek 40, s. 17. (z anglického Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) published on June 18, 2024).

<sup>25</sup> Spoločné stanovisko ESAs k SFDR, 18.06. 2024, odsek 42, s. 17. (z anglického Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) published on June 18, 2024).

<sup>26</sup> ESMA Opinion: Sustainable investments: Facilitating the investor journey. A holistic vision for the long term. ESMA Opinion of 24 July 2024. ESMA36-1079078717-2587.

terné procesy spojené s prijímaním investičných rozhodnutí vo vzťahu k rôznym druhom aktív rôznym spôsobom.

Na druhej strane existuje prieskum o tom, ako spotrebitelia vnímajú existenciu dvoch súbežne existujúcich pojmov: udržateľnej investície a environmentálne udržateľnej investície. Z tohto prieskumu vyplýva, že spotrebitelia vnímajú tieto pojmy tak, že udržateľná investícia je „udržateľnejšia“ ako environmentálne udržateľná investícia a celkovo môžu mať spotrebitelia problém vnímať potrebu existencie dvoch kategórií udržateľných investícií. Nie je preto prekvapujúce, že ESAs ako aj ESMA vo svojich zverejnených správach poukazujú na to, že tieto koncepty je vhodné zjednotiť a prispieť tým k zjednodušeniu rámca udržateľných financií.

## Zoznam použitej literatúry

RYSZAWSKA, Bożena: Sustainability Transition Needs Sustainable Finance. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, vol. 5, no. 1, 2016, pp. 185-194, DOI:10.12775/CJFA.2016.011

OZILI, Peterson K.: Making sustainable finance sustainable. *Financial Internet Quarterly* 2021. 17 (3), pp. 64-70.

HUMMEL, Katrin – JOBST, Dominik: An Overview of Corporate Sustainability Reporting Legislation in the European Union. In. *Accounting in Europe* (09 Feb 2024), DOI: 10.1080/17449480.2024.2312145

BADENHOOP, Nikolai – HACKMANN, Angelina – MŮCKE, Christian – PELIZON, Loriana: Quo vadis sustainable funds? Sustainability and taxonomy-aligned disclosure in Germany under the SFDR, SAFE White Paper, No. 94, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M., 2023, prístupné na: <https://hdl.handle.net/10419/273716>

ZETZCHE, Dirk A. – ANKER – SORENSEN, Linn: Regulating Sustainable Finance in the Dark. *European Business Organization Law Review* (2022) 23:47–85. <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00237-9>

HESEKOVÁ, Simona: Problematika ESG na finančných trhoch. V. Slovensko-české dni daňového práva. Daňové právo a nové javy v ekonomike. Recenzovaný zborník vedeckých prác. Košice 2023. Univerzita Pavla Jozefa Šafárika. <https://doi.org/10.33542/VSCD-0269-5-07>

CREMASCO, Chiara – BONI, Leonardo: Is the European union (EU) sustainable finance disclosure regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2022, 14(4), 1018–1036. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2124838>

Európska komisia: Prehľad udržateľných financií. [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)

Konsolidované znenie otázok a odpovedí k nariadeniu SFDR a k delegovanému nariadeniu k SFDR zverejnené 04. 08. 2025 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC\\_2023\\_18\\_-\\_Consolidated\\_JC\\_SFDR\\_QAs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC_2023_18_-_Consolidated_JC_SFDR_QAs.pdf)

Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Európskej rade, Rade, Európskej centrálnej banke, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov. Akčný plán: Financovanie udržateľného rastu <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

Stanovisko ESMA k rámcu udržateľných financií, 24.07.2024, ESMA36-1079078717-2587, s. 5 (z anglického ESMA Opinion: Sustainable investments: Facilitating the investor journey. A holistic vision for the long term. ESMA Opinion of 24 July 2024.

ESMA36-1079078717-2587) [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587\\_Opinion\\_on\\_the\\_functioning\\_of\\_the\\_Sustainable\\_Finance\\_Framework.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587_Opinion_on_the_functioning_of_the_Sustainable_Finance_Framework.pdf)

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 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2139&qid=1700662669552>

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 [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=OJ%3AL\\_202302486](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=OJ%3AL_202302486)

Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2022/1288 zo 6. apríla 2022, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2019/2088, pokiaľ ide o regulačné technické predpisy, upresnením podrobností obsahu a prezentácie informácií v súvislosti so zásadou „výrazne nenarušiť“, upresnením obsahu, metódik a prezentácie informácií v súvislosti s ukazovateľmi udržateľnosti a nepriaznivými vplyvmi na udržateľnosť, ako aj obsahu a prezentácie informácií v súvislosti s presadzovaním environmentálnych alebo sociálnych vlastností a udržateľnými investičnými cieľmi v predzmluvných dokumentoch, na webových sídlach a v pravidelných správach <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1288&qid=1672668964139>

Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation, z decembra 2023, JC 2023 55. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/JC\\_2023\\_55\\_-\\_Final\\_Report\\_SFDR\\_Delegated\\_Regulation\\_amending\\_RTS.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/JC_2023_55_-_Final_Report_SFDR_Delegated_Regulation_amending_RTS.pdf)

OZNÁMENIE KOMISIE o výklade a vykonávaní určitých právnych ustanovení nariadenia o taxonómii EÚ a prepojeniach na nariadenie o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb (2023/C 211/01) [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023XC0616\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023XC0616(01))

DFSA Sustainable investments – requirements and practices, Júl 2025, prístupné na: <https://www.finanstilsynet.dk/Media/638869466711416904/Sustainable%20investments%20%20%20requirements%20and%20practices.pdf>

Spoločné stanovisko ESAs k SFDR zo dňa 18. 06. 2024 (z anglického Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) published on June 18, 2024). [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC\\_2024\\_06\\_Joint\\_ESAs\\_Opinion\\_on\\_SFDR.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC_2024_06_Joint_ESAs_Opinion_on_SFDR.pdf)

### Abstrakt:

Príspevok sa zameria na výklad princípu výrazne nenarušiť (*do not significantly harm*, DNSH), ktorý je súčasťou podmienok, ktoré musia spĺňať environmentálne udržateľné investície podľa nariadenia EP a Rady (EÚ) 2020/852 o vytvorení rámca na uľahčenie udržateľných investícií (TR) a udržateľné investície podľa nariadenia EP a Rady (EÚ) 2019/2088 o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb (SFDR). Napriek tomu, že obe nariadenia používajú rovnakú terminológiu, obsah týchto princíпов (DNSH) je rozdielny s dopadom na procesy účastníkov finančného trhu (ÚFT) pri vyhodnocovaní vhodných investícií. Cieľom príspevku je poukázať na to, že pri prijímaní investičných rozhodnutí, či investovať do niektorých dlhových a do kapitálových nástrojov, je potrebné vyhodnocovať podmienku výrazne nenarušiť (DNSH) podľa rôznej metodiky. Toto prispieva k vysokej komplexite rámca udržateľných financií a vyžaduje od ÚFT, aby mali precízne nastavené interné procesy spojené s prijímaním investičných rozhodnutí vo vzťahu k rôznym druhom aktív.

**Kľúčové slová:** udržateľná investícia, SFDR, EÚ taxonómia, environmentálne udržateľná investícia, výrazne nenarušiť (DNSH)

### O autorke:

*JUDr. Katarína Poliaková, LL.M.*

Univerzita Komenského v Bratislave, Právnická fakulta,  
Katedra finančného práva

poliakova42@uniba.sk

## THE DIFFERENCE BETWEEN ENVIRONMENTALLY SUSTAINABLE INVESTMENT AND SUSTAINABLE INVESTMENT IN RELATION TO THE ASSESSMENT OF THE PRINCIPLE OF SIGNIFICANT DO NOT DISTURB (DNSH)

### Abstract:

The paper will focus on the interpretation of the do not significantly harm principle, which is part of the conditions that must be met by environmentally sustainable investments according to the EP and Council Regulation (EU) 2020/852 on creating a framework to facilitate sustainable investments (TR) and sustainable investments according to the EP and Council Regulation (EU) 2019/2088 on the sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR). Despite the fact that both regulations use the same terminology, the content of these principles is different with the impact on the processes of financial market participants (FMP) when making investment decisions. The aim of the paper is to point out that when making investment decisions, whether to invest in certain debt and capital instruments, it is necessary to assess the concept of do not significantly harm (DNSH) according to different methodologies. This contributes to the highly complex framework of sustainable finance and the need to set up thoroughly internal processes differently in relation to different types of assets by the FMPs.

**Keywords:** sustainable investment, SFDR, EU taxonomy, environmentally sustainable investment, does not significantly harm (DNSH)