

ESG PRAVIDLA A JEJICH ROLE V OBLASTI UDRŽITELNOSTI FINANČNÍCH TRHŮ*

ROMAN VYBÍRAL**

Abstract: ESG Rules and Their Role in the Sustainability of Financial Markets

The paper deals with the issue of sustainability, respectively the so-called ESG rules (Environmental, Social and Corporate Governance rules), with a focus on financial markets. In terms of content, the paper is divided into four main parts, which focus on the relationship between ESG rules and sustainability in financial markets, the role of ESG rules in the existing regulatory framework, the concrete implications of ESG rules in financial markets, and the impact of new ESG rules on financial markets. The first part will define the interrelationship between ESG rules and the concept of sustainability and describe the meaning and role of both concepts. The second part will examine the position of ESG rules in the current financial market regulation, including an analysis of the role of ESG rules. The next part will describe the specific main legislation currently incorporating ESG rules into practice of European and domestic financial market. The fourth chapter will address the anticipated or known impacts of existing ESG rules on financial market practice, including the identification of potential strengths and weaknesses. The aim of the paper is to define the role of the new ESG rules in the current regulatory basis of entities operating in the financial markets, then to describe and evaluate the current ESG regulatory framework binding on entities operating in the domestic financial sector and, last but not least, to describe and try to assess the currently presented impacts of these new and gradually introduced rules in the sphere of sustainability of the European and domestic financial market.

Keywords: financial market; sustainability; ESG regulation

Klíčová slova: finanční trh; udržitelnost; ESG regulace

DOI: 10.14712/23366478.2025.389

* Publikace byla vydána za podpory Ministerstva školství, mládeže a tělovýchovy a Národního plánu obnovy v rámci projektu Zeleně dovednosti na UK (reg. č. NPO_UK_MSMT-2114/2024-4).

** Autor působí jako odborný asistent na katedře finančního práva a finanční vědy Právnické fakulty Univerzity Karlovy. ORCID: 0000-0002-1112-408X.

ÚVOD

Přestože myšlenka udržitelnosti, sociální odpovědnosti a transparentnosti není v oblasti finančních trhů¹ nikterak nová, odborná veřejnost a zejména praxe se zejména v evropském prostoru tzv. udržitelnostní, resp. ESG regulatorikou zabývá velmi intenzivně primárně v posledních letech. Je to dáno primárně překotným vývojem právní úpravy uplynulých let, která s odstupem času reflektuje nárůst vlivu jednotlivých pilířů udržitelnosti, která se regulatorně, resp. klasifikačně odráží primárně v tzv. kritériích ESG² (tedy „E“ v podobě požadavků na ochranu životního prostředí, „S“ v podobě požadavků na společenskou, resp. sociální odpovědnost a „G“ v podobě požadavků na vedení společnosti) ve společnosti a která postupně prorůstá do různých segmentů trhu, přičemž finanční trhy sehrávají zcela klíčovou roli. Sektor finančních trhů, včetně sektoru bankovníctví a pojišťovnictví, prochází aktuálně výraznými změnami plynoucími z nárůstu objemu závazných ESG pravidel. Pro účely tohoto příspěvku bude hlavní pozornost zaměřena na unijní právní úpravu, a to s vědomím skutečnosti, že jednotlivé ekonomiky světa přistupují k oblasti ESG značně rozdílně, což je dáno absencí jednotného mezinárodního právního rámce.³ Cílem tohoto příspěvku je jednak vymezit roli nových ESG pravidel v současné regulatorní základně subjektů vystupujících na finančních trzích, dále pak popsat a kriticky zhodnotit současnou ESG regulatoriku závaznou pro entity vystupující v tuzemském finančním sektoru a v neposlední řadě se pokusit o zhodnocení v současné době prezentovaných dopadů těchto nových a postupně zaváděných pravidel do sféry udržitelnosti tuzemského a unijního finančního trhu, a to jak na základě vlastní dosavadní praktické zkušenosti autora s vícero významnými subjekty finančního trhu (konkrétně se jedná o jedny z nejvýznamnějších v tuzemsku působících bank a pojišťoven a dále o několik poskytovatelů investičních služeb), tak na základě dostupných empirických studií zaměřených primárně na hodnocení udržitelnostních dopadů na unijní finanční trh. Pokud jde o vědecké metody použité při tvorbě tohoto příspěvku, jedná se o metodu deskripce (zejm. v části první až třetí), metodu právní analýzy (zejm. v části druhé, částečně v části čtvrté) a metodu právní syntézy (zejm. v části čtvrté). Samotné právně-komparační ani kvantitativní empirické metody nebyly s ohledem na pojetí příspěvku využity, nicméně autor pro dokreslení praktických aspektů rovněž čerpá z dostupných zdrojů postavených na těchto metodách.

¹ K pojmům finanční trh, resp. finanční trhy viz např. KOHAJDA, M. Právo finančního systému. In: KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 206 a násl.

² Zkratka vychází z anglických slov *Environmental, Social a (Corporate) Governance*.

³ Až na výjimky, kterými jsou v oblasti ochrany životního prostředí např. Rámcová úmluva OSN o změně klimatu z roku 1992, včetně původního Kjótského protokolu z roku 1997, a zejména pak následné Pařížské dohody z roku 2015.

1. VZTAH MEZI ESG PRAVIDLY A UDRŽITELNOSTÍ V OBLASTI FINANČNÍCH TRHŮ

1.1 VÝZNAM FINANČNÍCH TRHŮ V IMPLEMENTACI UDRŽITELNOSTI

Jak bylo uvedeno výše, finanční trhy jsou z pohledu ESG pravidel, resp. z pohledu implementace principů udržitelnosti zcela klíčovým segmentem, pro což uvádím dvě hlavní příčiny. První příčinu spatřuji v tom, že ve formě tzv. potenciálně udržitelného financování vystupuje extrémně vysoká část peněžních prostředků, ať už v podobě investic nepodnikatelského sektoru, tak sektoru podnikatelského. Za součásti finančních trhů navíc standardně považujeme rovněž sektor bankovníctví a sektor pojišťovnictví, které nejen že jsou velmi silně kapitálově vybaveny, ale často slouží jako investiční mezičlánek pro klienty (např. banky ve formě obchodníků s cennými papíry a pojišťovny u produktů investičního životního pojištění).⁴ S výše uvedeným souvisí (i přes veškerou existující přísnou regulaci) existence trhu stojícího primárně na principu nabídky a poptávky, kdy lze na velmi rozsáhlé datové základně (vycházející primárně jak z reportovací povinnosti subjektů trhu, tak z vývoje poptávky po obchodovaných nástrojích a jejich ceny) vyhodnocovat funkčnost jednotlivých nástrojů.

Druhou příčinu spatřuji v míře harmonizace právních úprav, a to jak v oblasti regulace činnosti v úzkém slova smyslu, tak v oblasti dozoru, resp. dohledu. Vysoká míra unijní harmonizace sektoru finančního trhu umožňuje ve srovnání s jinými sektory jednak snazší implementaci nových dílčích povinností (nejen v oblasti ESG) a dále zejména adekvátní komparaci posuzovaných výstupů. Jednou z podmínek fragmentární právní komparace je příbuznost systematických základů porovnávaných úprav, což je ostatně důvodem, proč je velmi obtížná (v některých situacích až nemožná) komparace efektivit a dalších výsledků ESG regulatoriky napříč velkými světovými ekonomikami. Sektor finančních trhů se tedy s ohledem na shora uvedené jeví jako ideální vstupní základna pro zavádění nových pravidel ESG do praxe. Na základě vlastních praktických zkušeností se zaváděním ESG pravidel do praxe současně vnímám finanční trh jako ideální pomyslný lakmusový papírek pro otestování zpětné vazby dotčených subjektů.

1.2 ESG A UDRŽITELNOST

Na tomto místě je třeba vymezit vazbu mezi ESG regulatorikou, resp. ESG pravidly a konceptem udržitelnosti. Zatímco v praxi se často rozdíl mezi těmito dvěma koncepty stírají, rozdíl jsou, a to nejen v oblasti finančních trhů, relativně významné. Zatímco dosažení udržitelnosti je typicky cílem jednotlivých opatření a nástrojů, ESG pravidla mají za cíl primárně zavést jednotná a objektivní klasifikační kritéria při zavádění konkrétních opatření na podporu udržitelnosti, a to včetně případné související reportovací a vyhodnocovací fáze. V oblasti finančních trhů je právě zavedení těchto

⁴ K tomu viz KARFÍKOVÁ, M. – VYBÍRAL, R. Investiční životní pojištění z pohledu právní teorie. *Pojistné rozpravy*. 2019, roč. 63, č. 36, s. 5 a násl.

objektivních a jednotných kritérií, včetně pravidel pro vyhodnocování, zcela klíčové, neboť slouží jako důležitý zdroj informací posuzovaných typicky ze strany investorů, ale i dalších osob.⁵

Pakliže dosažení udržitelnosti (v různých podobách) je cílem, je potřeba rovněž vymezit prostředek, resp. nástroj k dosažení daného cíle. Tímto nástrojem není nic jiného než záměrné počínání účastníků finančních trhů (tedy typicky emitentů investičních nástrojů, investorů a poskytovatelů služeb na finančním trhu) směřující k naplnění cíle. ESG regulatorika tedy není ani prostředkem, resp. nástrojem k dosažení uvedeného cíle, nýbrž podpůrnou klasifikační základnou, resp. metrikou (mající materiální původ např. ve formě tzv. nefinančního reportingu), která si klade za cíl aktivovat výše uvedené nástroj, a to ideálně na dobrovolné bázi.

1.3 ROLE ESG PRAVIDEL NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Přestože se s ohledem na výše uvedené může zdát, že role ESG pravidel je v oblasti finančních trhů spíše komplementární povahy, opak je pravdou. Ačkoliv lze základní teze a myšlenky ESG regulatoriky hodnotit celkově kladně, v praxi rovněž vyvstávají některé problémy, které je třeba řešit. První problém spočívá v objektivitě nastavených kritérií, která mohou být rozporována jakožto jedna, a nikoliv jediná z možných. Silný autoritativní význam poskytují těmto pravidlům primárně orgány Evropské unie, avšak ani to pochopitelně nezaručuje jejich plnou objektivitu a správnost. S výše uvedeným problémem velmi úzce souvisí problém kazuistiky, neboť na finančních trzích dochází k obchodování velmi různorodých nástrojů,⁶ u nichž je v praxi poměrně obtížně objektivně kvantifikovat budoucí možné ESG dopady.

Dalším výrazným problémem je tzv. *Greenwashing*,⁷ resp. tzv. *Social Washing*⁸ (někdy se lze v praxi setkat i s pojmem *Governance Washing*, obvykle je však tento pojem zahrnut v pojmu *Social Washing*). Princip obou uvedených pojmů je identický, neboť spočívá v záměrném zkreslování reality za účelem vytvoření klamného obrazu pozitivního počínání v posuzovaných oblastech. V oblasti finančních trhů jsou klíčové právě informace poskytnuté ze strany subjektů trhu, které teprve následně (a to ještě ne ve všech případech) podléhají vyhodnocování. Než tedy k případnému odhalení skutečného stavu dojde, jsou již peněžní prostředky obvykle dávno investovány. Za účelem vyhodnocení výsledků konkrétních ESG konformních kroků na finančním trhu je tedy potřeba počítat s dlouhodobějším horizontem.

⁵ Ke vztahu ESG a udržitelnosti viz rovněž např. ARIAS-BARRERA, L. C. *The Law of ESG Derivatives: Risk, Uncertainty and Sustainable Finance*. Abingdon-on-Thames: Routledge, 2024, s. 13 a násl.

⁶ Tyto mohou mít např. povahu derivátů vázaných na různorodé podkladové aktivum nebo mohou mít dlouhodobou povahu, kdy lze obtížně predikovat budoucí technologický vývoj.

⁷ Oxford English Dictionary definuje *Greenwashing* jako „vytváření nebo propagace nepodloženého nebo zavádějícího environmentálního obrazu“ – viz *Greenwashing*. In: *Oxford English Dictionary* [online]. 1987 [cit. 2024-12-20]. Dostupné na: https://www.oed.com/dictionary/greenwashing_n?tl=true.

⁸ S pojmem *Social Washing* se lze setkat např. v publikaci TROJE, D. – GLUCH, P. *Beyond Policies and Social Washing: How Social Procurement Unfolds in Practice*. *Sustainability* [online]. 2020, Vol. 12, No. 12 [cit. 2024-12-20]. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/342298124_Beyond_Policies_and_Social_Washing_How_Social_Procurement_Unfolds_in_Practice#fullTextFileContent.

1.4 PŘEDPOKLADY NAPLNĚNÍ CÍLE ESG PRAVIDEL

Jednou ze základních premis, z níž vychází ESG regulatorika, je tedy důvěra v pravdivost a nezkreslenost informací poskytovaných subjekty finančních trhů. Tato premisa však vykazuje rovněž v moderní době značný deficit, což vede k jedinému racionálnímu chování subjektů trhu, a to k tomu, že ESG reporting vnímají spíše jako orientační a v případě klíčových investičních rozhodnutí nespolehají pouze na to, jaký obraz daná entita (např. veřejně obchodovaná společnost, investiční fond apod.) navenek vytváří. Lze očekávat, že s příchodem nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2024/3005 ze dne 27. listopadu 2024 o transparentnosti a integritě činností v oblasti environmentálního, sociálního a správního (ESG) ratingu a o změně nařízení (EU) 2019/2088 a (EU) 2023/2859, které nově zavede objektivní kritéria pro ESG rating, se situace výrazně zlepší.

Na základě výše uvedeného lze dospět k závěru, že již nyní je zřejmé, že ESG regulatorika zavádí nová pravidla, která rámcově budou směřovat k zamýšlenému cíli udržitelnosti, avšak budou současně generovat řadu praktických problémů pramenících primárně z rigidnosti právní úpravy. Finanční trhy již dlouhá desetiletí vytvářejí pomyslný svět ve světě a byť je jejich obecná právní úprava poměrně striktní a neustále narůstá a zpřísňuje se, stále je třeba vycházet z úplných základů finančních trhů, které jsou postaveny na principu nabídky a poptávky. Do jaké míry je tedy obchod, který je ztělesňován investičním nástrojem, z pohledu investora žádoucí (co do výnosnosti, rizikovitosti, udržitelnosti a dalších parametrů), nelze jednoznačně odpovědět pouze za použití regulátorem stanovené formální klasifikační základny, jakkoliv sebevíce propracované.

2. ROLE ESG PRAVIDEL V EXISTUJÍCÍ REGULATORNÍ ZÁKLADNĚ

2.1 ESG PRAVIDLA A JEJICH MÍSTO V EXISTUJÍCÍ REGULATORNÍ ZÁKLADNĚ UNIJNÍHO FINANČNÍHO TRHU

Pakliže byl výše analyzován vztah mezi udržitelností a ESG regulatorikou, je rovněž potřeba popsat vztah mezi stále relativně novými ESG pravidly primárně unijní povahy, která dopadají na finanční trhy, a obecným regulatorním rámcem, který na finanční trhy dopadá. Předně je potřeba podotknout, že unijní regulatorní základna upravující činnost subjektů z oblasti finančních trhů se vyvíjela dlouhá desetiletí a lze tak hovořit o velmi robustní a propracované legislativní oblasti. S postupem času narůstající míra harmonizace navíc stále více omezovala prostor pro vnitrostátní úpravy členských států a zcela logickým vyústěním dané situace je skutečnost, že také nová ESG pravidla vycházejí primárně z unijní legislativy.

Vedle přímo aplikovatelných nařízení se lze v oblasti ESG regulatoriky setkat rovněž se směrnicemi a je současně zapotřebí vzít v potaz rovněž národní právní úpravy členských států Evropské unie. Vedle standardního transpozičního procesu u unijních

směrnic je potřeba brát v potaz národní úpravy vzešlé jak v důsledku dřívějších transpozic finančně-tržní regulatoriky, tak z vlastní vůle vnitrostátního zákonodárce. Nejedná se přitom pouze o úpravu na zákonné úrovni, neboť v oblasti finančních trhů sehrává (v České republice) důležitou roli Česká národní banka jakožto hlavní podzákonný normotvůrce. Z uvedeného vyplývá závěr, že nově vznikající ESG regulatorika zasahuje a v budoucnu bude stále zasahovat různé stupně právních norem, přičemž žádoucím stavem je a bude eliminace případných aplikačních sporů vzešlých z rozdílných znění pravidel. Subjekty finančních trhů navíc mnohdy vystupují jakožto standardní osoby soukromého práva, které jako takové podléhají běžné soukromoprávní regulaci.⁹ Právní praxe je již zvyklá kombinovat standardní korporátní pravidla s pravidly finančně-tržními jakožto pravidly speciálními a obdobný přístup (tj. zejména upřednostnění speciálního pravidla oproti pravidlu obecnému) lze očekávat rovněž v oblasti ESG pravidel. Nutno podotknout, že tyto případy by v praxi neměly nastávat často, a to s ohledem na relativně svébytnou povahu ESG pravidel, která nadto mají primárně komplementární a nadstavbový charakter vůči pravidlům finančně-tržním, resp. korporátním.

2.2 ČESKÁ REPUBLIKA A JEJÍ PŘÍSTUP K UDRŽITELNOSTI NA FINANČNÍM TRHU

Na pojetí a struktuře některých unijních pravidel je patrný odraz jak Rámcové úmluvy OSN o změně klimatu z roku 1992, včetně následné Pařížské dohody z roku 2015, tak tzv. Agendy 2030¹⁰ rovněž z pera OSN, v níž OSN explicitně vymezuje 17 cílů udržitelného rozvoje (které jsou však definovány poměrně extenzivně a ve vazbě k finančním trhům je jejich úloha spíše zprostředkovaná). Pokud jde o závaznost Agendy 2030, tato se projevuje primárně v politické, resp. faktické rovině, nikoliv tedy v rovině právní. Pokud jde o přístup České republiky k zavádění pravidel udržitelnosti do vnitrostátní legislativy, tento je, podobně jako u ostatních členských států Evropské unie, do značné míry omezen unijními pravidly. Existující unijní pravidla buďto musejí výslovně umožňovat případné odchylky (typicky ve formě principu minimální harmonizace směrnic), nebo tato vnitrostátní pravidla nesmějí být s unijními pravidly v konfliktu. Česká republika zatím zaujímá v otázce implementace ESG pravidel spíše vyčkávací pasivní pozici.

V České republice se k plnění cílů udržitelného rozvoje zavázala tehdejší vláda v dokumentu z roku 2017 s názvem Česká republika 2030,¹¹ v němž se mj. uvádí, že: *„Česká republika 2030 slouží jako základ pro vyhodnocování rozvoje České republiky a její globální zodpovědnosti. Vláda bude pravidelně podávat zprávu o naplňování Cílů udržitelného rozvoje v Organizaci spojených národů, poprvé v červenci 2017.“* Vedle

⁹ V České republice jde zejména o zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰ Viz General Assembly. Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015: Transforming our world: The 2030 Agenda for Sustainable Development [online]. 2015 [cit. 2024-12-30]. Dostupné na: <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/n15/291/89/pdf/n1529189.pdf>.

¹¹ Viz Úřad vlády České republiky, Odbor pro udržitelný rozvoj. Strategický rámec: Česká republika 2030 [online]. 2017 [cit. 2024-12-30]. Dostupné na: https://vlada.gov.cz/assets/ppov/udrzitelny-rozvoj/CR-2030/Strategicky_ramec_Ceska_republika_2030-compressed-_1_.pdf.

dokumentů primárně politické povahy se Agenda 2030 prostřednictvím České republiky 2030 projevuje v praxi např. v podmínkách jednotlivých dotačních programů. Vedle této oblasti je absence právní závaznosti (nejen v oblasti ESG) z logiky věci vyvažována benefity různé povahy na straně adresátů, přičemž typický benefit může spočívat v konkurenční výhodě mající povahu v nabízených produktech (konkrétně např. finančních službách), resp. v reputační rovině subjektu zhmotněné ve vnější sebe prezentaci.

3. KONKRÉTNÍ PŘÍKLADY ESG PRAVIDEL V OBLASTI FINANČNÍCH TRHŮ

3.1 OHRANIČENÍ PROSTORU ESG REGULATORIKY

Odborná právní veřejnost se obvykle shoduje na tom, že exaktně vymezit prostor, kde začíná a končí ESG regulatorika, je prakticky nemožné. Na druhou stranu se lze setkat s řadou klasifikačních platforem, které mají za cíl tuto oblast pojmenovat a zejména vnitřně rozčlenit za účelem snazšího vyhodnocování jednotlivých nastavených parametrů.¹² Je to dáno jak absencí závazné definice relevantních konceptů významných z hlediska udržitelnosti (tj. prvek „kvality“), tak současně velmi různorodou intenzitou dopadu konkrétních pravidel do praxe (tj. prvek „kvantity“). Pakliže bychom měli zvolit cestu extenzivního přístupu, lze předchůdce ESG pravidel identifikovat již v Rámcové úmluvě OSN o změně klimatu z roku 1992 a navazujících dokumentech OSN. Základní myšlenka stará přes 30 let se však do platného práva začala prosazovat až s určitým časovým odstupem, a to jak ve formě ESG pravidel, tak ve formě *ad hoc* ustanovení obsažených nesystémově v jednotlivých právních předpisech jak ryze vnitrostátní povahy (např. v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů), tak zejména předpisech unijních. Mezi trendy unijní normotvorby posledních let lze řadit apel na udržitelné jednání adresátů norem, a to i v případech oblastí, které na oblast udržitelnosti přímo nemíří.

Výše uvedené lze ilustrovat na příkladu předpisů z oblasti moderních technologií na finančních trzích, kterou lze označit za určitou paralelu k ESG pravidlům, neboť se rovněž jedná o nově zaváděnou legislativu. Jako konkrétní příklady lze uvést např. nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2023/1114 ze dne 31. května 2023 o trzích kryptoaktiv [...], známé pod zkratkou „MiCA“, nebo zejména nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2024/1689, kterým se stanoví harmonizovaná pravidla pro umělou inteligenci [...], známé pod zkratkou „AI Act“. MiCA např. již ve své preambuli opakovaně odkazuje na ESG pravidla, přičemž dále upravuje tzv. bílé knihy kryptoaktiv (které obsahují rovněž environmentálně a sociálně zaměřené informace), resp. otázku sociální odpovědnosti. AI Act je rovněž již v preambuli protkán řadou udržitelnostních konceptů a zásad a v samotném textu upravuje např. kodexy jednání, aspekty sociální odpovědnosti, zakázané postupy v umělé inteligenci, nakládání s daty a jejich využití

¹² Jednou z nejnovějších platforem je platforma OECD s označením Behind ESG ratings: Unpacking sustainability metrics: Report. In: *OECD* [online]. 2025 [cit. 2025-02-26]. Dostupné na: https://www.oecd.org/en/publications/behind-esg-ratings_3f055f0c-en.html.

apod. Uvedené předpisy tedy mají rovněž jako jeden z cílů dosažení vyšší míry udržitelnosti, bez ohledu na znění ESG pravidel.

Za ryzí ESG regulatoriku finančních trhů lze dnes označit zejména nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (tzv. „SFDR“), nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2020/852, ze dne 18. června 2020 o zřízení rámce pro usnadnění udržitelných investic a o změně nařízení (EU) 2019/2088 (tzv. „*nařízení o taxonomii*“), Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2089 ze dne 27. listopadu 2019, kterým se mění nařízení (EU) 2016/1011, pokud jde o referenční hodnoty EU pro transformaci hospodářství spjatou s klimatem, referenční hodnoty EU navázané na Pařížskou dohodu a zveřejňování informací týkajících se udržitelnosti pro referenční hodnoty (tzv. „*nařízení o referenčních hodnotách pro klima*“), nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2023/2631 ze dne 22. listopadu 2023 o evropských zelených dluhopisech a o volitelném zveřejňování informací o dluhopisech nabízených jako environmentálně udržitelné a informací o dluhopisech vázaných na udržitelnost (tzv. „*nařízení o evropských zelených dluhopisech*“) nebo nejnovější nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2024/3005 ze dne 27. listopadu 2024 o transparentnosti a integritě činností v oblasti environmentálního, sociálního a správního (ESG) ratingu a o změně nařízení (EU) 2019/2088 a (EU) 2023/2859 (tzv. „*nařízení o ESG ratingu*“).

Nejen finančních trhů se pak týká směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/2464, ze dne 14. prosince 2022, kterou se mění nařízení (EU) č. 537/2014, směrnice 2004/109/ES, směrnice 2006/43/ES a směrnice 2013/34/EU, pokud jde o podávání zpráv podniků o udržitelnosti (tzv. „CSRD“). Vedle uvedených hlavních předpisů se postupnými novelizacemi prosazují dílčí aspekty ESG regulatoriky rovněž do konkrétních unijních finančně-tržních předpisů.¹³ S ohledem na omezený prostor příspěvku není záměrem detailně analyzovat obsah jednotlivých předpisů (každý z výše uvedených předpisů by si ostatně vyžádal prostor v rozsahu samostatného příspěvku). Za účelem komplexnosti textu nicméně přesto dojde k popsání zaměření a základních konceptů každého z výše uvedených předpisů.

3.2 NAŘÍZENÍ SFDR

Pokud jde o SFDR, jedná se o nařízení, mezi jehož cíle se řadí posílení ochrany investorů a zlepšení úrovně zveřejňování informací koncovým investorům. Článek 1 nařízení vymezuje totiž svůj předmět tak, že „*stanoví harmonizovaná pravidla pro účastníky finančního trhu a finanční poradce, jež se týkají transparentnosti, pokud jde o začleňování rizik týkajících se udržitelnosti a zohledňování nepříznivých dopadů na udržitelnost do jejich postupů a o poskytování informací souvisejících s udržitelností ve vztahu k finančním produktům*“. Nařízení dále v čl. 2 odst. 17 definuje tzv. udržitelné investice jako „*investice do hospodářské činnosti, která přispívá k environmentálnímu*

¹³ Jako příklad nejnovější novelizace lze uvést změnu směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU a nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012, do nichž se promítá otázka genderové vyváženosti ve vedoucích pozicích některých emitentů.

cílům [...] a nebo investice do hospodářské činnosti, která přispívá k sociálním cílům [...]“, a dále uvádí příklady těchto environmentálních a sociálních cílů, které jsou pojaty poměrně extenzivně. Klíčovým prvkem nařízení je transparentnost informací, která se projevuje tak, že účastníci finančních trhů a finanční poradci jsou povinni zveřejňovat informace týkající se udržitelnosti mj. v rámci politik v oblasti rizik týkajících se udržitelnosti, dále pak v oblasti nepříznivých dopadů na udržitelnost na úrovni subjektu, začleňování rizik týkajících se udržitelnosti, nepříznivých dopadů na udržitelnost na úrovni finančního produktu nebo v oblasti prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností v informacích zveřejňovaných před uzavřením smlouvy. SFDR samo o sobě není dostatečně určité a je tedy doprovázeno několika regulačními technickými normami a pokyny.¹⁴

3.3 NAŘÍZENÍ O TAXONOMII

Nařízení o taxonomii do určité míry doplňuje požadavky na zveřejňování informací stanovené v SFDR. V čl. 1 odst. 1 nařízení vymezuje svůj předmět tak, že *„stanoví kritéria pro určení toho, zda se hospodářská činnost kvalifikuje jako environmentálně udržitelná, a to pro účely stanovení míry, do jaké je investice environmentálně udržitelná“*. Na příkladu nařízení o taxonomii je tedy jasně patrná jedna z povah ESG normotvorby, která spočívá v zavedení objektivního klasifikačního rámce pro posuzování udržitelnosti. Definice účastníka finančního trhu a finančního produktu jsou přitom shodné jako v SFDR a podle čl. 2 odst. 1 nařízení se environmentálně udržitelnou investicí rozumí *„investice do jedné nebo více hospodářských činností, které se podle nařízení kvalifikují jako environmentálně udržitelné“*. Při splnění kumulativních podmínek čl. 3 nařízení může být investice považována za environmentálně udržitelnou, přičemž klíčovou roli sehrává naplnění podmínek čl. 9 nařízení, který definuje tzv. environmentální cíle, kam spadají oblasti zmírňování změny klimatu, přizpůsobování se změně klimatu, udržitelného využívání a ochrany vodních a mořských zdrojů, přechodu na oběhové hospodářství, prevence a omezování znečištění a ochrany a obnova biologické rozmanitosti a ekosystémů. Z uvedeného je zřejmé, že v rámci ESG kritérií je nařízení o taxonomii zaměřeno výhradně na environmentální prvek. Podle čl. 8 nařízení dále platí, že *„[j]akýkoli podnik, na který se vztahuje povinnost zveřejňovat nefinanční informace podle článku 19a nebo 29a směrnice 2013/34/EU zahrne do svého přehledu nefinančních informací nebo konsolidovaného přehledu nefinančních informací informace o tom, jakým způsobem a do jaké míry činnosti podniku souvisejí s hospodářskými činnostmi, které se podle článků 3 a 9 tohoto nařízení kvalifikují jako environmentálně udržitelné“*. Tzv. účetní směrnice, na kterou je odkazováno, byla následně změněna mj. CSRD, která rozšířila okruh osob, které jsou povinny uveřejňovat tzv. nefinanční informace (nařízení o taxonomii se poté používá jakožto klasifikační platforma právě pro účely CSRD). Pro úplnost je potřeba dodat, že nařízení svěřuje Komisi pravomoc přijímat akty v přenesené pravomoci, a to za splnění podmínek čl. 23 nařízení.

¹⁴ Viz Povinný režim zveřejňování informací. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2024 [cit. 2025-01-10]. Dostupné na: <https://www.mfcr.cz/cs/ministerstvo/financovani-udrzitelnosti/ramec-eu-pro-financovani-udrzitelnosti/povinny-rezim-zverejnovani-informaci>.

3.4 NAŘÍZENÍ O REFERENČNÍCH HODNOTÁCH PRO KLIMA

Pokud jde o nařízení o referenčních hodnotách pro klima, toto dle svého čl. 1 „*zavádí společný rámec, jehož účelem je zajistit přesnost a integritu indexů, které jsou v Unii používány jako referenční hodnoty ve finančních nástrojích a finančních smlouvách nebo k měření výkonnosti investičních fondů*“. Z hlediska obsahové náplně nařízení „*požaduje, aby administrátoři referenčních hodnot uváděli ve svém prohlášení o referenční hodnotě mimo jiné informace o tom, jakým způsobem jsou v každé poskytnuté a zveřejněné referenční hodnotě (nebo skupině příbuzných referenčních hodnot) zohledňovány ESG faktory [...]*“.¹⁵ Jak plyne již ze samotného názvu, nařízení vychází z tzv. referenčních hodnot, které se vnitřně člení do několika kategorií, přičemž mezi speciální environmentálně zaměřené kategorie se řadí referenční hodnota EU pro transformaci hospodářství spjatou s klimatem a referenční hodnota EU navázaná na Pařížskou dohodu podle čl. 3 odst. 1 bodu 23a, resp. 23b nařízení.

3.5 NAŘÍZENÍ O EVROPSKÝCH ZELENÝCH DLUHOPISECH

Tzv. zelené dluhové financování upravuje nařízení o evropských zelených dluhopisech, které ve svém čl. 1 uvádí, že „*stanoví jednotné požadavky pro emitenty dluhopisů, kteří chtějí používat označení ‚evropský zelený dluhopis‘ nebo ‚EuGB‘ pro své dluhopisy zpřístupňované investorům v Unii*“, dále pak „*zavádí systém registrace a dohledu pro externí posuzovatele evropských zelených dluhopisů*“ a v neposlední řadě „*stanoví šablony pro volitelné zveřejňování informací pro dluhopisy nabízené jako environmentálně udržitelné a pro dluhopisy vázané na udržitelnost v Unii*“. Nařízení následně zakotvuje relativně podrobné podmínky pro nakládání s tzv. zelenými dluhopisy, přičemž rozděluje tyto dluhopisy do dvou kategorií, a to na tzv. dluhopisy nabízené jako environmentálně udržitelné¹⁶ a tzv. dluhopisy vázané na udržitelnost.¹⁷ Zelené dluhopisy hrají klíčovou roli, neboť „*[e]nvironmentálně udržitelné dluhopisy jsou jedním z hlavních nástrojů financování investic souvisejících s environmentálně udržitelnými technologiemi*“.¹⁸

3.6 NAŘÍZENÍ O ESG RATINGU

Nařízení o ESG ratingu je z výše uvedených předpisů nejmladší a použitelné bude teprve od 2. července 2026. Dle svého čl. 1 nařízení „*zavádí společný regulační*

¹⁵ Tamtéž.

¹⁶ Podle čl. 2 bodu 5 nařízení se tímto dluhopisem myslí „*dluhopis, jehož emitent se vůči investorům zavazuje nebo jim poskytuje jakoukoli formu předsmělných tvrzení, že peněžní prostředky získané vydáním tohoto dluhopisu budou alokovány na hospodářské činnosti, které přispívají k některému environmentálnímu cíli*“.

¹⁷ Podle čl. 2 bodu 6 nařízení se tímto dluhopisem myslí „*dluhopis, jehož finanční nebo strukturální charakteristiky se liší v závislosti na tom, nakolik emitent dosáhne předem stanovených cílů environmentální udržitelnosti*“.

¹⁸ Viz REITERMAN, D. *Udržitelnost a ESG přehled evropské regulace*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2024, s. 150.

přístup s cílem posílit integritu, transparentnost, případně srovnatelnost, odpovědnost, spolehlivost, řádnou správu a nezávislost činností v oblasti ratingu ESG“. Mezi klíčové koncepty nařízení se přitom řadí pojmy ESG rating, stanovisko ESG a skóre ESG. Jak se uvádí v tiskové zprávě Rady EU k přijetí nařízení, „[c]ílem nových pravidel je zvýšit soudržnost, transparentnost a srovnatelnost ratingových činností v EU, aby se posílila důvěra investorů v udržitelné finanční produkty“.¹⁹ Uvedené nařízení osobně vnímám jako důležitý prvek pomyslné ESG mozaiky, který povede k nárůstu objektivnosti zveřejňovaných informací, což je vnímáno jako značný deficit současné právní úpravy.

3.7 SMĚRNICE CSRD

Pokud jde o CSRD, jedná se o jedinou směrnici ve výčtu předpisů, přičemž dalším specifikem je postupná aplikovatelnost (v návaznosti na zahájení účetního období od roku 2024 do roku 2028) nejen na významné hráče na finančních trzích (konkrétně zejména pojišťovny a úvěrové instituce), ale rovněž na vybrané nadlimitní korporace. Směrnice má charakter novelizačního předpisu a nově (resp. šířeji) upravuje primárně tzv. nefinanční reporting, který je určitou paralelou ke standardnímu finančnímu reportingu. Hlavní rozdíl spočívá v povaze reportovaných informací, které se následně budou promítat do tzv. zpráv o udržitelnosti. „Cílem CSRD je zlepšit poskytování informací o udržitelnosti a jejich srovnatelnost, tím že dojde ke stanovení povinně zveřejňovaných standardizovaných informací prostřednictvím jednotných standardů pro podávání zpráv o udržitelnosti.“²⁰ Pokud jde o tuzemskou transpoziční platformu, tu aktuálně tvoří zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 93/2009 Sb., o auditorech a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

3.8 PŘEDPOKLAD BUDOUCÍHO VÝVOJE ESG REGULATORIKY V OBLASTI FINANČNÍCH TRHŮ

Pokud jde o predikci budoucího vývoje ESG regulatoriky, je aktuálně velmi obtížné tento vývoj odhadovat. Stále častěji ze sektoru unijních finančních trhů zaznívají hlasy, že aktuálně není vhodná doba k tržní sebelimitaci, jakkoliv z podpořených příčin. Přestože tedy udržitelnost nadále zůstane výrazným prvkem mozaiky unijní legislativy, osobně předpokládám směřování k postupnému dobrovolnému podrobování se tržních subjektů nové regulatorice výměnou za výhody daňového nebo jiného charakteru. Opakovaně jsem se ve své praxi setkal u významných subjektů trhu s názorem, že v oblasti finančních trhů mají být kritéria ESG, resp. udržitelnost jako taková vybudována primárně na příležitostech, a nikoliv tzv. tvrdých povinnostech.

¹⁹ Viz Rada Evropské unie. Rada schválila nové nařízení týkající se environmentálních, sociálních a správních (ESG) ratingů. In: *Evropská rada, Rada Evropské unie* [online]. 19. 11. 2024 [cit. 2025-01-17]. Dostupné na: <https://www.consilium.europa.eu/cs/press/press-releases/2024/11/19/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-greenlights-new-regulation/>.

²⁰ Viz Povinný režim zveřejňování informací. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 9. 12. 2024 [cit. 2025-01-17]. Dostupné na: <https://www.mfcr.cz/cs/ministerstvo/financovani-udrzitelnosti/ramec-eu-pro-financovani-udrzitelnosti/povinny-rezim-zverejnovani-informaci>.

Domnívám se, že v horizontu příštích 5–10 let k danému závěru dospěje rovněž unijní legislativa v nezbytné spolupráci s úpravami národními. Klíčový argument přitom etymologicky vyvozují ze samotného pojmu „finanční trh“, pro který vždy byl a vždy bude na prvním místě prvek tržní (tj. nabídka a poptávka) a prvek majetkový (tj. pomyslný poměr cena/výkon).

4. DOPADY NOVÝCH ESG PRAVIDEL NA FINANČNÍ TRHY

4.1 (NE)ZAMÝŠLENÉ OVLIVNĚNÍ FINANČNÍCH TRHŮ A LIMITY IMPLEMENTACE NOVÝCH PRAVIDEL DO PRAXE

S ohledem na výše uvedené je v praxi poměrně obtížné rozlišit ryzí pravidla ESG od pravidel majících za cíl zvýšení udržitelnosti v různých oblastech. Obvykle se jedná o dvě navzájem propojené roviny, avšak ne vždy tomu tak musí být. Situace, kdy je např. na finančních trzích nabízen konkrétní produkt se zjevně pozitivním dopadem na udržitelnost, nutně nemusí být reflektována ESG regulatorikou, která např. z důvodu přílišné kazuistiky a subjektivity hodnocení uvedený produkt vnímá odlišně. Stejně tak *vice versa* může docházet k situacím, kdy budou ESG regulatorikou prosazovány zjevně neopodstatněné investiční nástroje a kroky, jejichž reálný dopad do roviny udržitelnosti je značně diskutabilní. Možným vyústěním uvedených sporných situací pak bude upřednostnění formy před obsahem, a to s cílem dosažení vysoké míry ESG konformity. Horším scénářem pak může být až *greenwashing*, resp. *social washing*.

Pokud jde o projevy ovlivnění finančních trhů novou ESG regulatorikou, tyto na základě vlastních praktických zkušeností rozdělují na dvě skupiny, a to na projevy zamýšlené a projevy nezamýšlené, kdy dělicí prvek obvykle spočívá v teleologickém výkladu preambulí příslušných unijních právních předpisů. Dostupné studie vycházející z kvalitativně-quantitativní ekonomické analýzy empirických dat (ke konkrétním výsledkům viz níže) tuto dichotomii dopadů jasně potvrzují. Jedná se o velice důležitou zpětnou vazbu pro normotvůrce, neboť při přípravě nových pravidel musí počítat rovněž např. s existencí anti-ESG iniciativy a anti-ESG finančních produktů (v současné době oblíbených zejm. na americkém finančním trhu)²¹ nebo s demotivací části finančního trhu např. v důsledku nové administrativní a s tím související finanční zátěže. Na základě vlastní praktické zkušenosti jsem vyzpovídal, že úplná eliminace negativních dopadů ESG regulatoriky není jednak možná a v prostředí volného trhu není ani žádoucí, a je tedy nezbytné klíčovým hráčům na trhu nabídnout „něco navíc“, a to např. ve formě daňových výhod. Motivace k dobrovolnému naplňování zpřísnujících se ESG kritérií tedy podle mého názoru nebude možná bez systémových změn zejména daňových předpisů, resp. jiných forem zvýhodnění.

²¹ K příčinám a dopadům anti-ESG hnutí mj. na finanční trhy viz např. FIELD, CH. – HANAWALT, C. The Anti-ESG Movement Has Not Fared Well in Court, but Critical Decisions Are Pending. In: *Climat Law: A Sabin Cenner blog* [online]. 25. 10. 2024 [cit. 2025-02-23]. Dostupné na: <https://blogs.law.columbia.edu/climatechange/2024/10/25/the-anti-esg-movement-has-not-fared-well-in-court-but-critical-decisions-are-pending/>.

Současně je nutno brát v potaz sílu fakticity na finančních trzích, neboť tento aspekt značně limituje implementaci nových ESG pravidel do praxe. Tato otázka se projevuje ve dvou hlavních rovinách, a to v rovině veřejnoprávních limitů a v rovině soukromoprávních limitů. První ze zmíněných rovin představují jednak základní sektorové právní předpisy upravující kapitálové a jiné požadavky klíčových subjektů finančních trhů, dále pak předpisy veřejnoprávní povahy dotvářející regulační právní prostředí.²² Vedle uvedených objektivních limitů existují limity soukromoprávní povahy, které mají mnohdy za následek časový odklad implementace nových pravidel. Tyto limity přitom typicky pramení z již uzavřených smluv, ať už se jedná o smlouvy pracovněprávní povahy, obchodní povahy, nebo jiné, neboť není možné jednorázově novelizovat obsah veškerých závazků (natož mnohdy bez dohody s druhou smluvní stranou). S uvedenými otázkami velmi úzce souvisí problematika ochrany klientů finančních institucí a nová pravidla je tak v praxi možné zavádět do portfolia nabízených produktů postupnou cestou, a nikoliv jednorázově, což je na druhou stranu v souladu se zvoleným přístupem Evropské unie jakožto klíčového normotvůrce.

4.2 KLASIFIKACE KONKRÉTNÍCH DOPADŮ ESG REGULATORIKY NA FINANČNÍ TRHY

Pokud jde o konkrétní dopady ESG regulatoriky na sektor finančních trhů, tento je potřeba rozdělit do několika rovin. První rovina spočívá v diferenciaci dopadů na obecné a specifické. Druhá rovina pak vychází z dělení dopadů na podmíněné a nepodmíněné. Pokud jde o první rovinu, tedy o klasifikaci dopadů ESG regulatoriky na obecné a specifické, pak obecné vycházejí z premisy, že dotčené subjekty finančních trhů jsou obvykle rovněž podrobeny korporátní regulatorice daného státu a musí tedy plnit běžné s tím spojené povinnosti. Pro subjekty finančních trhů tak přinášejí nová pravidla změny v oblasti běžného korporátního chodu, které jsou obdobné jako v případě jiných korporací. Snaha o dosažení vyšší míry udržitelnosti může vést např. k zavádění vnitřních směrnic upravujících způsob přepravy zaměstnanců, charakter pracovního prostředí nebo způsob využívání externích služeb (např. IT, facility apod.). V poslední době často probíraným tématem je rovněž vliv digitalizace na oblast udržitelnosti finančních trhů.²³

Specifické dopady naopak vycházejí ze zvláštní povahy finančně-tržní právní úpravy, která má speciální povahu oproti obecné korporátní úpravě. Postavení subjektů finančních trhů tedy generuje specifické pozitivní a negativní externality, které je potřeba brát v potaz. Jako příklady konkrétních dotčených oblastí lze uvést zavádění nových produktů (např. nabízených investičních nástrojů nebo bankovních a pojistných produktů) nebo diferenciaci sazeb v závislosti na ESG konformitě daného produktu či nástroje. Pokud jde o nákladovou stránku, ESG konformní produkty se obvykle neprojeví ve

²² Zde se jedná např. o daňové předpisy nebo předpisy na ochranu hospodářské soutěže.

²³ Viz např. DELL'ERBA, M. Sustainable Digital Finance and the Pursuit of Environmental Sustainability. In: BUSCH, D. – FERRARINI, G. – GRÜNEWALD, S. (eds.). *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. 2nd ed. Cham: Springer International Publishing, Palgrave Macmillan, 2024, s. 97 a násl.

formě zvýhodnění sazeb ve prospěch udržitelných produktů. Je to dáno tím, že dosažení vyšší míry udržitelnosti obvykle negeneruje finanční úsporu, nýbrž náklady spojené se změnou uvažování celé společnosti (pakliže by tyto změny generovaly úsporu, dávno by investoři upřednostňovali právě udržitelné produkty, k čemuž však v uplynulých dekáдах nedocházelo).

Pro subjekty na finančních trzích je tedy klíčové posoudit, která pozitiva vykompenzují vyšší nákladovost (resp. nižší výnosnost) produktu. Vedle vnější prezentace dané entity mohou tato pozitiva v ryze právní rovině spočívat např. v daňových výhodách (např. ve formě nižších sazeb daně, osvobození od daně apod.) nebo ve výhodách rozpočtově-dotačního charakteru (např. ve formě udržitelných dotací). Pokud jsou tyto výhody schopné zajistit udržitelnému produktu konkurenční výhodu, mohou být klienti ochotni tyto produkty preferovat i přes případnou vyšší vstupní nákladovost. Bude tedy záležet primárně na daňové politice České republiky, resp. Evropské unie, zda a do jaké míry budou ESG konformní produkty na finančních trzích vnímány jakožto příležitost nebo nutnost. Pokud jde o příklad české právní úpravy, zde v současné době výše uvedené pobídky prakticky neexistují, resp. stále se nacházíme v procesu přípravy vhodné legislativy.

Mezi pozitivní dopady postupného zavádění ESG pravidel do praxe patří určité zvýšení objektivitu a porovnatelnosti některých informací pro investory a veřejnost obecně. Současně může na základě znění udržitelnostních pravidel docházet k vyplňování mezer na finančních trzích a k záměrnému ovlivňování nabídky a poptávky na finančních trzích.²⁴ S ohledem na zjevné dopady do tržního prostředí vyvstává v souvislosti s novou ESG regulatorikou otázka souladnosti úpravy s podmínkami veřejné podpory. Přestože problematika veřejné podpory dosud odbornými kruhy příliš nerezonovala,²⁵ je zřejmé, že ji časem bude potřeba více analyzovat, a to v souvislosti se vznikem národních úprav reflektujících zájem na směřování pozornosti a investic do udržitelných projektů.

4.3 ESG PRAVIDLA A VEŘEJNÁ PODPORA

Veřejná podpora je obecně vymezena v čl. 107 odst. 1 Smlouvy o fungování Evropské unie (dále „SFEU“) tak, že „[p]odpory poskytované v jakékoli formě státem nebo ze státních prostředků, které narušují nebo mohou narušit hospodářskou soutěž tím, že zvýhodňují určité podniky nebo určitá odvětví výroby, jsou, pokud ovlivňují obchod mezi členskými státy, neslučitelné s vnitřním trhem, nestanoví-li Smlouvy jinak“. Rozhodovací praxe dovodila různorodé projevy forem veřejné podpory, které tak mohou působit např. ve formě dotací, daňových výhod apod. Z uvedeného plyne, že i neodůvodněná selektivní daňová výhoda může podmínky zakázané veřejné podpory narušit.

²⁴ K tomu blíže viz např. ZIOLO, M. Financial markets toward sustainability and Environmental, Social, Governance (ESG) risk: Sustainable Development Goals (SDGs) context. In: ZIOLO, M. (ed.). *The Role of Financial Markets in Achieving the Sustainable Development Goals*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2024, s. 55 a násl.

²⁵ K této otázce viz např. LETTA, E. Much more than a market: Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens [online]. 2024, s. 11 [cit. 2025-01-22]. Dostupné na: <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>.

Z uvedeného pravidla existují výjimky, přičemž v oblasti udržitelnosti lze zvažovat např. čl. 107 odst. 3 písm. c) SFEU, podle něhož mohou být považovány za slučitelné s vnitřním trhem „*podpory, které mají usnadnit rozvoj určitých hospodářských činností nebo hospodářských oblastí, pokud nemění podmínky obchodu v takové míře, jež by byla v rozporu se společným zájmem*“, resp. otevřený čl. 107 odst. 3 písm. e) SFEU, kam spadají „*jiné kategorie podpor, které určí Rada na návrh Komise rozhodnutím*“.

V souladu se zněním čl. 107 odst. 3 písm. c)²⁶ SFEU připravila Evropská komise již v roce 2022 vodítko sloužící k posuzování veřejné podpory pro oblast ochrany klimatu, životního prostředí a energií²⁷ a lze tedy předpokládat, že národní opatření, která budou v souladu s uvedenými pokyny, budou rámcově považována za souladná s vnitřním trhem. Pro objektivní posouzení individuálních budoucích národních opatření je nyní příliš brzy, a to s ohledem na stále se dotvářející právní úpravy. Co je však potřeba podotknout již nyní, je fakt, že téma udržitelnosti nebude a ani nemůže sloužit jako všeobecný korektiv pravidel veřejné podpory, a již nyní je téměř jisté, že spory ohledně plnění pravidel veřejné podpory budou v oblasti finančních trhů v budoucnu vznikat a vždy budou posuzovány *ad hoc*. Tvůrci národních právních úprav tak budou muset být při zavádění udržitelnostních pravidel do praxe finančních trhů velmi obezřetní.

4.4 VÝSLEDKY EMPIRICKÝCH STUDIÍ IMPLEMENTACE ESG REGULACE DO PRAXE FINANČNÍCH TRHŮ

V současné době již existují právně-ekonomicky zaměřené empirické studie, které si kladou za cíl kvantifikovat a vyhodnotit dopady již zavedených ESG pravidel na finanční trh. Přestože nelze jednotlivé studie plně komparovat, neboť využívají rozdílné metodiky a posuzují rozdílné parametry, lze říci, že k některým jednotlívým závěrům dospívají tyto studie opakovaně. Jedním ze závěrů je nekonzistentní dopad ESG pravidel na výsledky finančních trhů, kdy některé nástroje mohou přinášet nadprůměrnou a jiné podprůměrnou výkonnost²⁸ daného segmentu. Možné řešení pak může spočívat v zavedení podpory (daňové či jiné) těchto nevýkonných nástrojů. Dalším závěrem je podmínka dlouhodobého horizontu pro posouzení dopadů,²⁹ která aktuálně značně ztěžuje možnost posoudit efektivitu nástrojů fungujících v řádu nižších let, natož nástrojů aktuálně zaváděných. Dalším závěrem, který podtrhuje výše uvedené teoretické pochybnosti, je ten, že zveřejňování informací (resp. regulační reporting) samo

²⁶ A částečně rovněž v souladu s čl. 107 odst. 3 písm. a) SFEU.

²⁷ Viz Guidelines on State aid for climate, environmental protection and energy 2022. *Official Journal of the European Union* [online]. C 80/1, 18. 2. 2022 [cit. 2025-01-20]. Dostupné na: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022XC0218\(03\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022XC0218(03)).

²⁸ K tomu viz např. ESG investing and climate transition: Market practices, issues and policy considerations: Report. In: *OECD* [online]. 2021 [cit. 2025-02-25]. Dostupné na: https://www.oecd.org/en/publications/2021/10/esg-investing-and-climate-transition_711f702e.html.

²⁹ Viz např. WHELAN, T. – ATZ, U. – CASEY, C. – CFA. *ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015–2020* [online]. Rockefeller Asset Management, NYU Stern Center for Sustainable Business, 2021 [cit. 2025-02-25]. Dostupné na: https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM_ESG-Paper_2021-2.pdf.

o sobě nevede k vyšší výkonnosti ESG konformních nástrojů a segmentů.³⁰ Z právního hlediska je z mého pohledu velice významný závěr, který uvádí, že pro dosažení celkové vyšší efektivity ESG konformních nástrojů a trhů je nezbytné propojit všechny tři složky ESG a zejména pak promítnout nové investiční (či obchodní) směřování do dlouhodobých vnitřních politik³¹ dané entity (tedy do složky *Corporate Governance*).

Pokud jde o mé osobní zhodnocení výsledků jednotlivých studií, s nimiž jsem se seznámil, žádný ze závěrů nepovažuji za překvapivý ani za zásadně průlomový. Závěry veskrze reflektují skutečnost, že výsledky v tak komplexní a široké oblasti, jakou je ESG na finančních trzích, nutně vykazují řadu specifických projevů a odchylek, které je potřeba analyzovat z dlouhodobého hlediska. Současně je nezbytné hodnotit klady a zápory nových nástrojů a nového vývoje finančních trhů nikoliv izolovaně, nýbrž v souvislostech. Závěr, který např. spočívá v kladném hodnocení dopadů určitého nástroje podporovaného ze strany státu rovněž jakkoliv jinak (např. daňově/dotačně apod.), z mého pohledu není sám o sobě validní, neboť nedokáže izolovat ryzí ESG rovinu od rovin souvisejících, čímž se některé závěry z dostupných studií značně relativizují. Přesto jsou prováděné studie vhodné minimálně k dotvoření základní zpětné vazby trhu a k eliminaci případných slepých vývojových větví. Ukazuje se současně, že finanční trh je stále primárně místem střetu nabídky a poptávky po dočasně volných peněžních prostředcích, resp. finančních nástrojích, a tedy místem, kam jakékoliv vnější vlivy (včetně problematiky udržitelnosti) vstupují pouze jako jedny z mnoha posuzovaných parametrů.

ZÁVĚR

Pokud jde o zhodnocení zavádění nových ESG pravidel do oblasti finančních trhů, je s ohledem na shora uvedené a rovněž s ohledem na dosud známou praxi zřejmé, že výsledky nelze hodnotit černobílou optikou. Samotná myšlenka udržitelnosti je sice (až na specifické excesy) správná a zcela legitimní, avšak jako většina nových konceptů vykazuje řadu pomyslných neznámých, s nimiž je potřeba pracovat. Pokud jde o přístup finančních trhů k udržitelnosti, tento lze v zásadě vnímat jako příležitost, resp. výzvu nebo pouze jako jednu z dalších povinností, přičemž právě tato otázka je mnohdy klíčová co do konkrétních aktivit emitentů finančních nástrojů, investorů a poskytovatelů služeb na finančních trzích.

Na finančních trzích platí takřka bezvýhradně fakt, že subjekty velmi citlivě posuzují pomyslný poměr cena–výkon a hodnotí jak klady, tak zápory, které jim jakýkoliv nový koncept může přinést. Investice do udržitelných nástrojů (včetně jejich samotné emise) je obvykle dlouhodobý proces a objektivní výsledky budou známy teprve v horizontu let až nižších desítek let. Udržitelnost s sebou často přináší nemalé vstupní náklady a pro hladké zavedení do praxe bude potřeba současně zavést národní pravidla

³⁰ Tamtéž.

³¹ Viz např. HEFLICH, A. – SAULNIER, J. *Potential economic impact of European sustainable finance* [online]. European Parliamentary Research Service, 2024 [cit. 2025-02-27]. Dostupné na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762852/EPRS_BRI\(2024\)762852_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762852/EPRS_BRI(2024)762852_EN.pdf).

kompenzující tyto případné pomyslné finanční ztráty. Při zavádění těchto pravidel je však potřeba dodržovat pravidla přípustné veřejné podpory. Při zavádění nových pravidel do praxe je dále nezbytné zavést mechanismy např. pro odhalování metod *greenwashingu*, resp. *social washingu*.

S ohledem na fakt, že se v evropském prostoru právě nacházíme v procesu postupného zavádění hlavní udržitelnostní regulace, bude zajímavé postupně sledovat, která se výše nastíněné otázky v praxi postupně řeší. Ruku v ruce s tím bude důležité sledovat postupné odkrývání nově vzniklých témat, jakožto pomyslných vedlejších produktů ESG regulace. Tak či tak čekají evropské finanční trhy intenzivní budoucí roky, pokud jde o rovinu právního *compliance* a rovinu případné úpravy obchodních modelů. Dalším klíčovým aspektem bude rovněž to, jak se k tématu udržitelnosti postaví ostatní velké světové finanční trhy včetně svých domácích regulátorů a orgánů dohledu.

JUDr. Roman Vybíral, Ph.D.
Právnická fakulta Univerzity Karlovy
vybiralr@prf.cuni.cz
ORCID: 0000-0002-1112-408X