

4. KREDYTY SLL W POLSCE – SYTUACJA OBECNA I PERSPEKTYWY

Sustainability Linked Loans in Poland— current situation and perspectives

Abstract: Sustainability Linked Loans (SLL) have gained increasing attention in Poland, reflecting a broader global trend in sustainable finance. The aim of this chapter is a comprehensive overview of SLLs, comparing the Polish and international markets and evaluating the future prospects of this financial instrument. The study reviews industry standards and examines Key Performance Indicators (KPIs) used in SLLs, assessing their alignment with standards. Findings show, that while SLLs became globally used due to their flexibility, the Polish market is still developing. Environmental KPIs are prevalent in SLLs, whereas social KPIs are less common due to measurement challenges. The paper also notes a recent decline in SLL issuance, likely influenced by stricter EU regulations and high auditing costs.

Keywords: Sustainability Linked Loans, green finance, sustainable finance.

Wstęp

Chociaż napływ nowych pojęć promujących odpowiedzialność biznesu przyspieszył znacznie w ostatnich latach, pojęcie zielonych finansów pojawiło się już w latach 90. ubiegłego wieku, inspirując takie idee jak odpowiedzialne inwestycje, inwestycje na rzecz klimatu czy inwestycje ESG (De Souza Cunha i in., 2021, s. 3826–3828). Przejawem tego trendu są kredyty powiązane ze zrównoważonym finansowaniem (Sustainability Linked Loans – SLL). W przeciwieństwie do starszych instrumentów finansowych dotyczących zrównoważonego rozwoju

Sugerowane cytowanie: Michowska, K. (2025). Kredyty SLL w Polsce – sytuacja obecna i perspektywy. W: M. Śliwińska (red.), *W kierunku zrównoważonego rozwoju. Wyzwania, narzędzia, perspektywy* (s. 57–68). Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-257-3/4>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons – Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

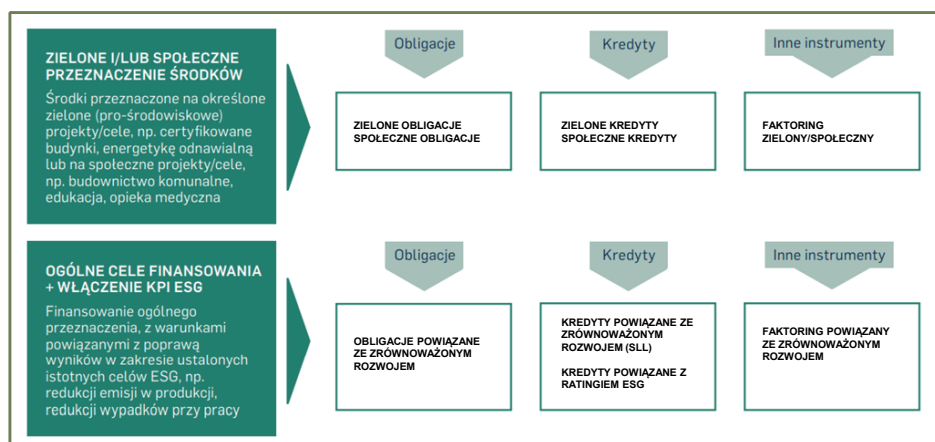
SLL pozwalają na włączanie aspektu zrównoważonego rozwoju także w finansowanie na cele ogólne, co znacznie poszerza zakres ich zastosowania. Istotność SLL podkreśla także rosnące zainteresowanie polskich banków i rozwijające się w tym zakresie metodologie i standardy.

Z powyższych względów celem niniejszego rozdziału jest uporządkowanie wiedzy na temat tego nowego sposobu finansowania, porównanie polskich i zagranicznych rynków SLL i wyciągnięcie wniosków co do przyszłości tego instrumentu finansowego. W pierwszym podrozdziale została przedstawiona krótka historia zrównoważonych finansów oraz charakterystyka SLL wśród innych instrumentów finansowych. W drugim podrozdziale dokonano przeglądu aktualnych standardów branżowych. Trzeci podrozdział zawiera dane dotyczące wskaźników (KPI) powiązanych z finansowaniem i analizę ich zgodności ze standardami, a następnie wnioski co do przyszłości transakcji SLL. Analiza została przeprowadzona z uwzględnieniem przeglądu literatury naukowej, materiałów prasowych, a także badań własnych na podstawie informacji publikowanych przez instytucje finansowe.

4.1. Instrumenty finansowe związane ze zrównoważonym rozwojem

Celem niniejszego podrozdziału jest przedstawienie krótkiej charakterystyki instrumentów powiązanych ze zrównoważonym rozwojem, porównanie SLL z innymi instrumentami kredytowymi, zidentyfikowanie różnic i podobieństw, a także przedstawienie statystyk opisujących obecny stan tego typu transakcji.

Jednym z pierwszych instrumentów finansowych połączonych ze zrównoważonym rozwojem były zielone obligacje wyemitowane po raz pierwszy przez Europejski Bank Inwestycyjny w 2007 roku (European Central Bank, 2021). Z kolei jednym z najnowszych instrumentów finansowych związanych ze zrównoważonym rozwojem są SLL, czyli wszelkiego rodzaju instrumenty pożyczkowe i instrumenty takie jak linie poręczeniowe, linie gwarancyjne lub akredytywy, których warunki łączą się z wybranymi kluczowymi wskaźnikami efektywności zrównoważonego rozwoju (KPI) (Loan Market Association, 2024). SLL są instrumentami finansowymi, w których warunki pożyczki, takie jak oprocentowanie, są związane z osiągnięciem przez pożyczkobiorcę określonych celów zrównoważonego rozwoju. W odróżnieniu od zielonych obligacji czy zielonych pożyczek, które finansują konkretne projekty związane z ochroną środowiska, SLL mogą być wykorzystywane na dowolny cel, ale ich warunki motywują do poprawy wskaźników ESG (*Environmental, Social, Governance*) na poziomie całej firmy (rysunek 4.1) (Loan Market Association, 2024).

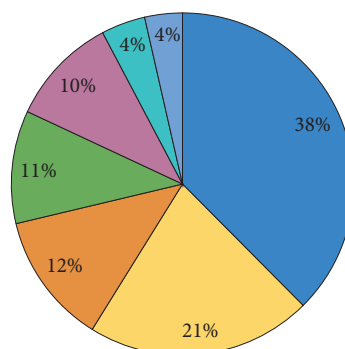


Rysunek 4.1. Klasyfikacja i charakterystyka instrumentów finansowych powiązanych ze zrównoważonym rozwojem

Źródło: (Krawczyńska-Kaczmarek, 2023, s. 51).

Pierwsza transakcja SLL na świecie została zawarta w 2017 roku przez Bank ING i firmę Philips, natomiast w Polsce pionierską transakcją była zawarta w 2021 roku umowa między Bankiem BNP Paribas Polska i Grupą Raben (ING, 2021; Raben Group 2021). Ze względu na prosty mechanizm i możliwość finansowania celów ogólnych formuła ta w szybkim czasie zyskała na popularności. Według Bloomberg NEF w latach 2018–2021 rynek SLL wzrósł o ponad 960%, osiągając 516 mld dolarów rocznych transakcji, a w 2023 roku format SLL był już drugim najczęściej stosowanym instrumentem finansowym powiązanym ze zrównoważonym rozwojem (rysunek 4.2) (Bloomberg Professional Services, 2024).

- zielone obligacje
- kredyty powiązane ze zrównoważonym rozwojem (SLL)
- zrównoważone obligacje
- społeczne obligacje
- zielone kredyty
- obligacje powiązane ze zrównoważonym rozwojem
- inne



Rysunek 4.2. Udział poszczególnych instrumentów finansowych powiązanych ze zrównoważonym rozwojem na rynku światowym

Źródło: na podstawie (Institute of International Finance, Q1 2023).

Na polskim rynku na finansowanie tego typu zdecydowały się między innymi takie korporacje jak Raben, Wirtualna Polska, Velvet Care, Tele-Fonika czy Jastrzębska Spółka Węglowa. Jednakże w przeciwieństwie do tego rynku na rynku światowym transakcje SLL zawierane są coraz rzadziej. Dwa lata z rzędu odnotowano spadek emisji zrównoważonych produktów finansowych, a emisja instrumentów związanych ze zrównoważonym rozwojem wyniosła w 2023 roku około 40% najwyższych wartości z 2021 roku (Bloomberg Professional Services, 2024). Liczba nowych SLL spadła od początku roku 2024 o 74% w porównaniu z rokiem 2023 (Bloomberg Professional Services, 2024).

Aktualny spadek zainteresowania SLL na rynku światowym praktycy tłumaczą przepisami Unii Europejskiej nakładającymi na spółki obowiązek dokumentowania publikowanych osiągnięć z zakresu ESG. Opublikowana w 2022 roku dyrektywa w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (The Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) wymaga, by wszelkiego rodzaju komunikaty dotyczące ESG poparte były znaczną ilością danych (Bloomberg Professional Services, 2024). Ponadto wysokie koszty audytu sprawiają, że transakcje SLL stają się znacznie mniej opłacalne (Bloomberg Professional Services, 2024). Co więcej, ze względu na ogólne cele finansowania istnieje podwyższone ryzyko greenwashingu, co może wypuklić Taksonomia, bardzo sztywno klasyfikująca działalności kwalifikowalne jako zrównoważone (Auzepy i in., 2023, s. 649; Hsu i in., 2024, s. 10–12). Polski rynek kredytów zrównoważonych wciąż rośnie, ale ze względu na powyższe ograniczenia może wkrótce wyhamować.

4.2. Standardy branżowe

W tym kontekście istotne wydaje się omówienie procesu i zasad, na podstawie których tworzone są tego typu transakcje, oraz porównanie założeń standardów ze stanem faktycznym. Najważniejszym standardem branżowym regulującym SLL są Sustainability Linked Loan Principles (SLLP), które zostały opracowane przez grupę roboczą składającą się z przedstawicieli czołowych instytucji finansowych, w tym Loan Market Association (LMA), Asia Pacific Loan Market Association (APLMA), and Loan Syndications and Trading Association (LSTA) (Du i in., 2022). Celem SLLP jest scharakteryzowanie omawianego instrumentu finansowego i promowanie rozwoju produktu SLL poprzez rekomendację zalecanych ram postępowania. SLLP są dobrowolne i zostały po raz pierwszy opracowane w 2019 roku, a następnie zaktualizowane w latach 2022 i 2023 (Torsteinsen i Englund, 2022, s. 6–8). Główne elementy treści dokumentu SLLP obejmują odpowiednio: ogólne zasady dotyczące finansowania, Kryteria

Osiągnięcia Celów (Key Performance Indicators – KPIs), czyli wyznaczenie specyficznych wskaźników, które będą mierzone, monitorowane i raportowane, aby ocenić postęp w realizacji celów zrównoważonego rozwoju, Sustainable Performance Targets (SPT) nadające KPI wartości numeryczne czy sposoby weryfikacji celów.

Zaledwie czterostronicowy dokument definiuje SLL i opisuje kluczowe komponenty tego typu transakcji. W celu ustrukturyzowania transakcji w pierwszej kolejności konieczny jest wybór KPI, czyli wskaźników, które zostaną uznane za istotne w działaniu organizacji. W praktyce wybierane są one najczęściej w drodze negocjacji między bankiem i klientem. KPI muszą:

- być istotne, kluczowe i materialne dla całej działalności pożyczkobiorcy oraz o dużym znaczeniu strategicznym dla bieżących i/lub przyszłych operacji,
- być mierzalne lub wymierne na podstawie spójnej metodologii,
- umożliwiać przeprowadzenia analizy porównawczej (tj. w miarę możliwości przy użyciu odniesień zewnętrznych lub definicji ułatwiających ocenę poziomu ambicji SPT).

Innymi słowy, wybór KPI powinien być ściśle związany z największym wpływem środowiskowym lub społecznym organizacji. Przykładowo wybór KPI dotyczący zmniejszenia zużycia plastiku w przedsiębiorstwie byłby odpowiednim wskaźnikiem dla firmy produkującej opakowania, lecz nie dla firmy wydobywczej. W doboru odpowiednich materialnych wskaźników dla danej branży pomaga organizacja Sustainability Accounting Standards Board (SASB), która publicznie udostępnia największe zakresy wpływu dla 77 branż (SASB, 2023). Pomimo tych precyzyjnych wytycznych warunków ten jest jednak spełniany jedynie w połowie zawieranych na europejskim rynku transakcji (Aleszczyk i in., 2022, s. 16).

Według SLLP po wybraniu KPI konieczne jest odpowiednie zdefiniowanie Sustainable Performance Targets (SPT), czyli numerycznych celów, które organizacja ma osiągnąć, wyrażonych na przykład w tonach emisji CO₂, procentach czy innych mierzalnych jednostkach. SPT muszą:

- stanowić istotną poprawę odpowiednich wskaźników KPI i wykraczać zarówno poza *business as usual*, jak i wymogi regulacyjne,
- jeśli to możliwe, być porównywalne z zewnętrznym punktem odniesienia,
- być spójne z ogólną strategią zrównoważonego rozwoju kredytobiorcy,
- być zdefiniowane na określony z góry czas, ustalony przed lub jednocześnie z zaciągnięciem pożyczki.

Ponadto wszelkie SPT powinny opierać się na takich aspektach zapewniających ich porównywalność (*benchmarking*) jak:

- poprzednie wyniki kredytobiorcy, z rekomendowanym okresem trzech lat poprzedniego raportowania,
- inni kredytobiorcy, tj. względne wartości SPT w grupie rówieśniczej, jeśli takowe wartości są dostępne (średnie wartości, *best in class*, standardy branżowe),
- odniesienie do nauki, czyli systematyczne odwoływanie się do scenariuszy naukowych lub oficjalnych celów krajowych / regionalnych / międzynarodowych (na przykład porozumienie paryskie, cele Net Zero, Cele Zrównoważonego Rozwoju).

Od osiągnięcia wyznaczonych celów zależą warunki pożyczki. Zazwyczaj zmienna jest marża kredytu, która w zależności od liczby spełnionych SPT ulega zmniejszeniu lub w przypadku niezadowolających wyników – zwiększeniu. W większości przypadków jest to zmiana na poziomie od 4 do 15 punktów bazowych (bps). W 2022 roku wśród badanych przez Reorg (2024) europejskich pożyczek 39% SLL pozwalało na redukcję marży o maksymalnie 10 bps, 15% na redukcję do 7,5 bps, a 8% na redukcję o 15 bps.

Kolejnym krokiem wyszczególnionym w SLLP jest stałe raportowanie i monitorowanie wartości wyznaczonych w SPT do instytucji udzielającej kredytu. Ponadto SLLP zachęcają także do upubliczniania wartości i metodyki obliczeń. Według SLLP pożyczkobiorcy powinni zapewnić także zewnętrzną i niezależną opinię weryfikującą raportowane wartości i metodykę ich obliczania. W praktyce rekomendacja ta nie zawsze ma zastosowanie. W 2022 roku w Europie źródłem informacji o wynikach były w 50% raporty zrównoważonego rozwoju, a w 25% wewnętrzna certyfikacja pożyczkobiorców. W żadnej z badanych transakcji nie znalazł się wymóg pełnego raportu sporządzonego przez podmiot zewnętrzny, lecz w 58% konieczne było zatwierdzenie przez taki podmiot prawidłowości danych zamieszczonych w raportach i certyfikatach (Loan Market Association, 2024; Reorg, 2024).

4.3. KPI i ich charakterystyka na rynku polskim i zagranicznym

W literaturze zagranicznej termin Sustainability Linked Loan często funkcjonuje jako pojęcie zbiorcze dla kredytów, których warunki opierają się na wypełnieniu SPT, oraz kredytów, których warunki opierają się na osiągnięciu danego wyniku w ratingu ESG. Na rynku polskim te dwa typy transakcji rozdziela się odpowiednio na Sustainability Linked Loan oraz ESG Rating Linked Loan. Dlatego

w niniejszym podrozdziale skupiono się na SLL w znaczeniu instrumentów zależnych od wybranych SPT i przeanalizowano ich charakterystykę pod kątem przynależności do danych filarów ESG (Środowisko, Społeczeństwo, Ład Zarządczy). Poniżej omówiona zostanie więc przynależność KPI do poszczególnych filarów ESG, a także rozkład wskaźników między wspomniane filary.

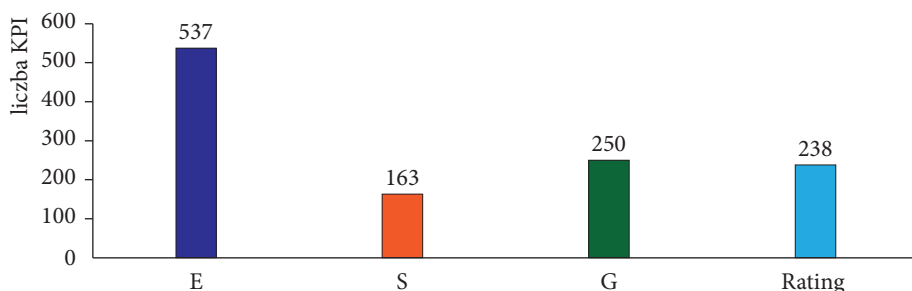
W swoim badaniu Aleszczyk i in. (2022, s. 42) przebadali 573 transakcje zawarte w latach 2017–2021 i zaproponowali klasyfikację KPI przedstawioną w tabeli 4.1. Dla porównania danych KPI przypisane przez autorów do kategorii „wynik ESG” zostały zakwalifikowane do kategorii „Ład korporacyjny” w opracowanych statystykach. Na podstawie tego podziału sporządzono wykresy przedstawiające liczbę KPI odpowiadających poszczególnym filarom (rysunek 4.3).

Tabela 4.1. Podział KPI według filarów ESG i wyników ratingów ESG

Środowiskowe	Społeczne	Ład zarządczy	Wynik ESG
<ul style="list-style-type: none"> • ekonomia cyrkularna i zarządzanie odpadami • wpływ środowiskowy • zarządzanie zużyciem energii • emisje gazów cieplarnianych • pozyskiwanie materiałów i zarządzanie łańcuchem dostaw • zarządzanie zużyciem wody 	<ul style="list-style-type: none"> • jakość produktu • różnorodność i włączenie • bezpieczeństwo i zdrowie pracowników • prawa człowieka i relacje ze społecznościami lokalnymi • pozyskiwanie materiałów i zarządzanie łańcuchem dostaw 	<ul style="list-style-type: none"> • ład zarządczy 	<ul style="list-style-type: none"> • wynik ratingu ESG • uzyskanie certyfikacji ESG • uzyskanie danego wyniku w indeksach ESG

Źródło: na podstawie (Aleszczyk i in., 2022, s. 42).

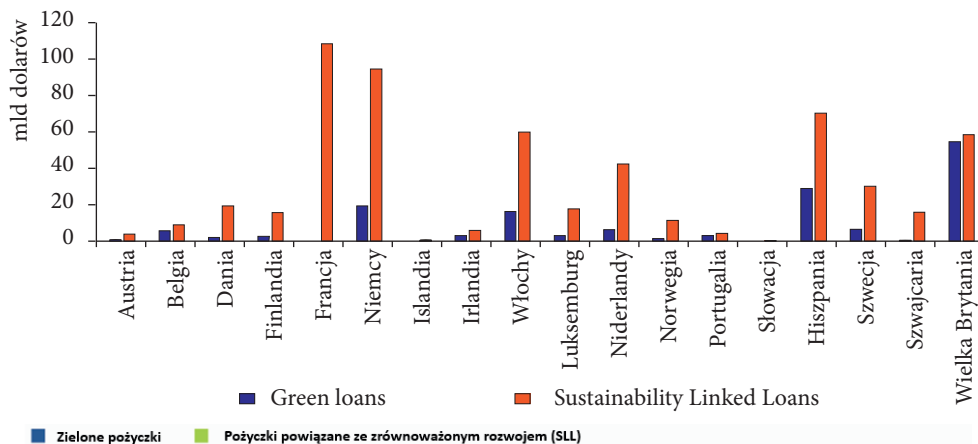
Na rysunku 4.3 przedstawiono KPI w podziale na filary ESG, gdzie wyraźnie widać przewagę wskaźników środowiskowych. Występują one ponad trzy razy częściej niż wskaźniki społeczne i ponad dwa razy częściej niż wskaźniki powiązane z ratingami ESG. Podobne wyniki opublikowała platforma Reorg (2023), podając, że wśród SLL podpisanych w 2021 roku w Europie wskaźniki środowiskowe znalazły się w 80% transakcji, wskaźniki społeczne w 40% transakcji, a wskaźniki dotyczące ładu zarządczego w 26% transakcji. W 2022 roku środowisko także stanowiło najczęściej podejmowany przez SLL temat. Wskaźnik odnoszący się do zmian klimatu znalazł się w połowie zawartych w tym roku transakcji.



Rysunek 4.3. Liczba KPI w transakcjach europejskich według przynależności do filaru ESG

Źródło: na podstawie (Aleszczyk i in., 2022, s. 42).

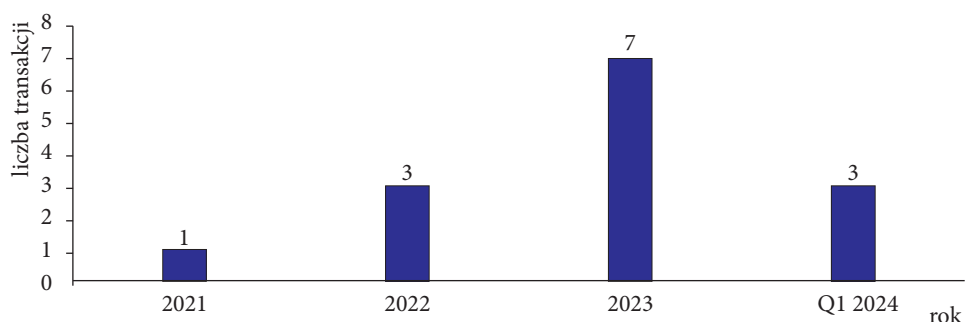
Ze względu na niewielką liczbę transakcji na rynku polskim dane na ten temat są bardzo ograniczone i bazują jedynie na doniesieniach medialnych. Na ich podstawie wartość wszystkich 14 komunikowanych publicznie transakcji SLL wynosi 6,238 mld euro¹. Na rynku europejskim stanowi to znikomą wartość (rysunek 4.4). Największymi rynkami dla SLL w Europie są Francja, Niemcy oraz Hiszpania, gdzie wartości kredytów osiągają ponad dziesięciokrotnie wyższe wartości. W przeciwieństwie jednak do rynków europejskich polski rynek SLL wciąż rośnie (rysunek 4.5).



Rysunek 4.4. Liczba zielonych pożyczek i SLL na rynku europejskim według kraju zawarcia transakcji

Źródło: (DWS, 2023).

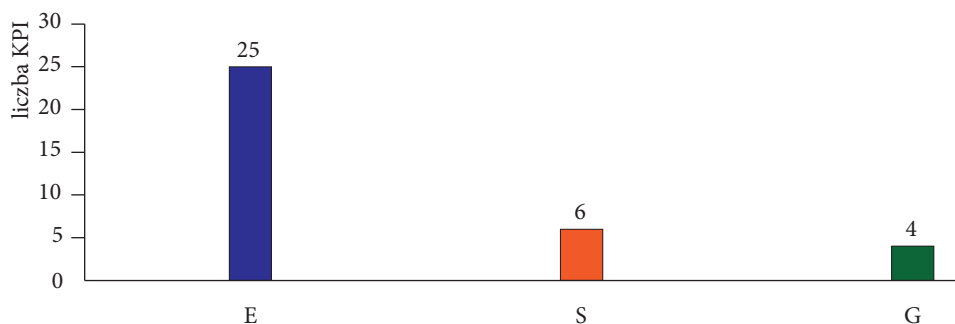
¹ Zebrane transakcje to SLL firm Raben Group, VelvetCare sp. z o.o., AHP S.A., WP Holding S.A., JSW S.A., Polsat Group, Cargounit sp. z o.o., Śnieżka S.A., Iglotex S.A., CCC S.A., Tele-Fonika S.A., Intercars S.A., Atman sp. z o.o. i Żabka sp. z o.o. Pod uwagę wzięto wyłącznie transakcje oparte na kilku SPT.



Rysunek 4.5. Liczba podanych do informacji publicznej transakcji SLL na rynku polskim

Źródło: na podstawie materiałów prasowych.

Spośród 14 transakcji na rynku krajowym 11 z nich posiadało publicznie komunikowane KPI, a zaledwie 4 publicznie komunikowane SPT. W każdej transakcji znalazł się KPI z zakresu środowiskowego, a wszystkie KPI z zakresu E pojawiały się ponad cztery razy częściej niż te z zakresu S (rysunek 4.6). Wynika to między innymi z trudności w skwantyfikowaniu wpływu społecznego i wpisuje się w ogólnoswiatowy trend faworyzowania środowiskowego aspektu ESG. Ponadto ryzyko klimatyczne, takie jak zmiany klimatu, powodzie czy ekstremalne zjawiska pogodowe, wydają się bardziej namacalne niż ryzyka społeczne, które w większości przypadków są kojarzone z problemem wizerunkowym (Semet, 2020). Pomimo to aspekty społeczne ESG, takie jak zdrowie, różnorodność czy równość płci, niewątpliwie wpływają na ekonomiczne aspekty działalności przedsiębiorstw w równej mierze co aspekty środowiskowe (Forum Odpowiedzialnego Biznesu, 2023, s. 41).



Rysunek 4.6. KPI w transakcjach krajowych według przynależności do filaru ESG

Źródło: na podstawie materiałów prasowych.

Według Loan Market Association (2022) uczestnicy rynku często doświadczają także większych trudności w wyborze społecznych KPI ze względu na trudności w mierzeniu ewentualnych wyników podejmowanych działań. Przykładowo KPI może się odnosić do liczby przeprowadzonych szkoleń o różnorodności, lecz trudno jest wymiernie ująć wpływ, jaki owe szkolenia mają na organizację. Nie powoduje to konieczności ich wyłączenia jako KPI, ale wymaga bardziej kompleksowego podejścia niż w przypadku aspektów ekologicznych, by upewnić się, że mają on rzeczywisty wpływ.

Podsumowanie

W rozdziale omówiono aktualną sytuację oraz perspektywy rozwoju rynku SLL zarówno w Polsce, jak i na świecie. Celem rozdziału było uporządkowanie wiedzy o tym nowoczesnym instrumencie finansowym, przeprowadzenie porównań między rynkami polskim a zagranicznymi oraz wyciągnięcie wniosków co do przyszłości SLL. W podrozdziale pierwszym omówiono sposób działania mechanizmu SLL i porównano go z innymi instrumentami powiązаныmi ze zrównoważonym rozwojem. SLL ze względu na ich prostotę oraz możliwość finansowania celów ogólnych przedsiębiorstw stanowią innowacyjne podejście do zrównoważonych finansów. Z tych względów instrument szybko zyskał popularność na rynkach światowych w latach 2019–2022. Od pewnego czasu zauważalny jest wzrost jego popularności także na rynku polskim, jednakże z prostotą mechanizmu wiąże się rosnące ryzyko związane z greenwashingiem, co stanowi poważne zagrożenie dla wiarygodności instrumentu. W podrozdziale drugim omówiono standardy mające zapobiegać nieetycznym praktykom. W praktyce okazuje się, że nie wszystkie transakcje SLL spełniają wymogi ustanowione przez standard SLLP. Wynika to z rosnących kosztów audytu i skomplikowanych wymogów regulacyjnych, które mogą zniechęcić firmy do pełnego przestrzegania wytycznych. Może to prowadzić do obniżenia jakości transakcji oraz zwiększenia ryzyka reputacyjnego dla instytucji finansowych. W podrozdziale trzecim omówiono dominację filaru środowiskowego wśród kluczowych wskaźników efektywności zrównoważonego rozwoju (KPI). Analiza struktury KPI stosowanych w umowach SLL ujawnia, że filar ekologiczny ESG jest znacznie bardziej reprezentowany niż aspekty społeczne czy zarządcze. Mimo że sama nazwa instrumentu sugeruje wsparcie dla szeroko rozumianego zrównoważonego rozwoju, w praktyce SLL koncentrują się głównie na poprawie efektywności środowiskowej.

Powyższe ograniczenia i trudności wskazują na złożoność rynku SLL, który mimo swojej innowacyjności i wstępnej popularności napotyka istotne wyzwania.

W Polsce rynek SLL wciąż rozwija się dynamicznie, co wynika z rosnącej świadomości przedsiębiorstw w zakresie potrzeby wdrażania zasad zrównoważonego rozwoju w swej działalności. Firmy postrzegają SLL jako możliwość poprawy wizerunku, zwiększenia atrakcyjności dla inwestora czy uzyskania korzystniejszych warunków finansowania. Jednakże, aby ograniczyć ryzyko greenwashingu, regulacje stają się coraz bardziej restrykcyjne, a to łączy się z coraz większymi kosztami dla przedsiębiorstw. Dodatkowo także instytucje finansowe i inwestorzy stają się bardziej ostrożni, by ograniczyć ryzyko wizerunkowe.

Obniżenie dynamiki wzrostu na światowym rynku SLL może w przyszłości dotknąć również rynek polski. By zwiększyć wiarygodność badań na rynku polskim, konieczne byłoby ich rozszerzenie o źródła pierwotne, takie jak badania kwestionariuszowe czy wywiady pogłębione wśród przedsiębiorstw. Potencjalne kierunki badań powinny objąć zainteresowanie przedsiębiorstw tym instrumentem finansowym, ocenę jego wiarygodności oraz opłacalności finansowej i wizerunkowej. Przeprowadzone badania pozwoliłyby na szersze rozpoznanie tematu zrównoważonego finansowania oraz zidentyfikowanie potencjalnych barier korzystania z tego rodzaju finansowania przez polskie firmy.

Bibliografia

- Aleszczyk, A., Loumioti, M. i Serafeim, G. (2022). The issuance and design of sustainability-linked loans. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4287295>
- Auzepy, A., Bannier, C. E. i Martin, F. (2023). Are sustainability-linked loans designed to effectively incentivize corporate sustainability? A framework for review. *Financial Management*, 52(4), 643–675. <https://doi.org/10.1111/fima.12437>
- Bloomberg Professional Services. (2024, 1 kwietnia). *A reality check for sustainable finance*. <https://www.bloomberg.com/professional/insights/sustainable-finance/a-reality-check-for-sustainable-finance/>
- De Souza Cunha, F. A. F., Meira, E., i Orsato, R. J. (2021). Sustainable finance and investment: Review and research agenda. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3821–3838. <https://doi.org/10.1002/bse.2842>
- Du, K., Harford, J. i Shin, D. (2022). *Who benefits from Sustainability-linked Loans?* European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper, 917. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4260717>
- DWS. (2023, 23 kwietnia). Financing solutions to drive Europe’s transformation. <https://www.dws.com/insights/cio-view/charts-of-the-week/cotw-2023/chart-of-the-week-20230421/>
- European Central Bank. (2021, 11 lipca). *FAQ on sustainability-linked bonds*. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/coll/standards/marketable/html/ecb.slb-qa.en.html>
- Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2023). *Zarządzanie różnorodnością w Polsce. Gdzie jesteśmy, dokąd zmierzamy*. https://odpowiedzialnybiznes.pl/wp-content/uploads/2023/01/FOB_Zarządzanie_roznorodnoscia_raport_10lecieKR.pdf
- Hsu, V. N., Lai, G., Yang, L., i Liang, G. (2024). On the (in)efficiency of sustainability-linked loans. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4726761>

- ING. (2021, 29 kwietnia). *Sustainability-linked success*. <https://www.ing.com/Newsroom/News/Sustainability-linked-success.htm#:~:text=The%20very%20first%20sustainability%2Dlinked,now%20everyone's%20got%20the%20message>
- Institute of International Finance. (2019). *Sustainable debt monitor. Financing the Net Zero transition*. https://www.iif.com/portals/0/Files/content/SDM_May2023_vf.pdf
- Krawczyńska-Kaczmarek, M. (2022). Finansowanie w formule Sustainability Linked Loan katalizatorem zrównoważonej transformacji w realnej gospodarce. W: L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w Polsce 2023* (s. 50–57). <https://ungc.org.pl/wp-content/uploads/2023/06/Zielone-Finanse-w-Polsce-2023.pdf>
- Loan Market Association. (2022). *KPI selection a matter of materiality*. https://www.lma.eu.com/application/files/7616/5709/9273/2022_ESG_Article_KPI_Selection__A_Matter_of_Materiality.pdf
- Loan Market Association. (2024). *A guide to the application of the Sustainability Linked Loan principles in Fund Finance*. <https://www.lsta.org/content/guidance-on-sustainability-linked-loan-principles-sllp-in-fund-finance/#>
- Raben Group. (2021, July 16). *Raben Group signed its first sustainability-linked loan*. <https://www.raben-group.com/news/news-details/grupa-raben-otrzymala-pierwszy-kredyt-powiazany-ze-zrownowazonym-rozwojem>
- Reorg. (2024). *European sustainability linked bonds & loans wrap*. https://go.reorg-research.com/l/279152/2024-02-14/28tvlx/279152/1707903764j8FVGbbt/European_Sustainability_Linked_Bonds_and_Loans_Wrap_2023.pdf
- SASB (Sustainability Accounting Standards Board). (2023, June 20). *About us – SASB*. <https://sasb.ifrs.org/about/#:~:text=SASB%20was%20founded%20as%20a,disclosure%20landscape%20became%20very%20complex>
- Semet, R. (2020). The social issue of ESG analysis. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3838372>
- Torsteinsen, E. i Englund, S. (2022). *Do borrowers benefit from Sustainability-Linked Loans?* <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/3055213/masterthesis.pdf?sequence=1>