

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Tomáš Novák**

**Environmentální a sociální aspekty ve finanční  
regulatorice**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Roman Vybíral, Ph.D.  
Katedra: Katedra finančního práva a finanční vědy  
Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 13. února 2024

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou prací vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 119.807 znaků včetně mezer.

V Praze dne 13. února 2024

Tomáš Novák

# Obsah

Úvod.....	4
<b>1. Finanční regulatorika a pojem ESG.....</b>	<b>7</b>
1.1 Východiska a cíle integrace environmentálních a sociálních aspektů ve finanční regulaci a jejich kontext pro platnou právní úpravu .....	7
1.2 Pojem environmentálních a sociálních aspektů ve finanční regulaci a možné definiční rozdíly .	13
1.3 ESG a konstrukce „dvojitě materiality“ .....	15
<b>2. Platná právní úprava týkající se ESG ve finanční regulatorice .....</b>	<b>17</b>
2.1 SFDR.....	20
2.1.1 Regulační technické normy k SFDR.....	29
2.1.2 Shrnutí povinností dle SFDR .....	39
2.1.3 Situační testování formulářů a způsobů sdělování informací.....	41
2.2 Akty v přenesené působnosti integrující ESG aspekty do UCITS, AIFMD a MiFID II .....	42
2.2.1 ESG prvky v Přeneseném nařízení AIMFD .....	44
2.2.2 ESG prvky v Přenesené směrnici UCITS.....	45
2.2.3 ESG prvky v Přeneseném nařízení MiFID ohledně organizačních požadavků a provozních podmínek.....	46
2.2.4 ESG prvky v Přeneseném nařízení MiFID ohledně produktových podmínek .....	47
<b>3. Dohled nad dodržováním právní úpravy ESG ve finanční regulatorice .....</b>	<b>49</b>
3.1 Role evropských orgánů dohledu .....	49
3.2 Dohled nad dodržováním právní úpravy ESG ve finanční regulatorice v České republice .....	51
<b>4. Komparace úpravy ESG ve finanční regulatorice v právu EU s právní úpravou ve Spojeném království a Spojených státech .....</b>	<b>52</b>
4.1 Komparace s právní úpravou ve Spojeném království .....	52
4.1.1 Popis navrhované úpravy ve Spojeném království.....	52
4.1.2 Komparace navrhované úpravy ve Spojeném království s úpravou práva EU .....	55
4.2 Komparace s právní úpravou ve Spojených státech .....	56
4.2.1 Popis navrhované úpravy ve Spojených státech.....	56
4.2.2 Komparace navrhované úpravy ve Spojených státech s úpravou práva EU .....	59
<b>5. Zhodnocení právní úpravy ESG ve finanční regulatorice a úvahy <i>de lege ferenda</i>.....</b>	<b>60</b>
5.1 Zhodnocení současné právní úpravy ESG ve finanční regulatorice .....	60
5.1.1 Zhodnocení úpravy týkající se označování finančních produktů a informování o nich - SFDR .....	60
5.1.2 Zhodnocení úpravy týkající se environmentální a sociálních aspektů na úrovni sektorových předpisů .....	64
5.2 Úvahy autora <i>de lege ferenda</i> .....	66
<b>6. Závěr.....</b>	<b>68</b>
<b>Seznam použitých zdrojů.....</b>	<b>71</b>

## Úvod

V rámci své diplomové práce jsem se rozhodl zabývat se problematikou promítání environmentálních, sociálních a správních aspektů (ESG, nebo *environmental, social and governance*) v rámci finanční regulatoriky, respektive regulatoriky finančních trhů. Jde, podle mého názoru, o téma získávající čím dál větší pozornosti, a to ze strany zákonodárců, regulátorů, samotných regulovaných subjektů, i investorů a široké veřejnosti.

S rostoucími dopady klimatických změn a neustále se zvyšujícím společenským i investorským tlakem na společenskou odpovědnost korporátních organizací se důležitost regulace s dopadem na environmentální a sociální aspekty bude stále zvyšovat. Dle odhadu Evropské komise bude kvůli splnění klimatických cílů EU do roku 2030 třeba ročně investovat 500 miliard eur, a to nad rámec prostředků, které jsou v současné době každý rok v EU směřovány na investiční záměry integrující ESG a dle zprávy asociace *Global Financial Markets Association* bude celosvětově třeba investovat dokonce částku přesahující 100 trilionů dolarů.

V české právní vědě se nejedná o téma, kterému by zatím byla věnována přehnaná pozornost, což je způsobeno především tím, že samotný pojem ESG je stále nový a poměrně kontroverzní, a začal být implementován do závazné legislativy teprve v posledních letech.

Práce se soustřeďuje především na konkrétní platnou (a v současné době i účinnou) regulaci týkající se zvyšování transparentnosti, informovanosti a rozhodování na úrovni regulovaných subjektů a u jednotlivých finančních produktů, analyzuje a popisuje relevantní platné předpisy, a porovnává je s oborovou praxí, doporučeními, nezávislými nepovinnými iniciativami, a v neposlední řadě komparuje přístupy k ESG regulaci ve výše zmíněných oblastech na území Evropské unie, Spojeného království a Spojených států amerických.

Z výše uvedeného je tedy patrné, že co do metodologie bude práce zpracována především analytickou, komparativní, a deskriptivní metodou, v závislosti na její části a na vhodnosti metody k dosažení daného výzkumného úkolu.

Naopak spíše okrajovou pozornost práce věnuje právním rámcům umožňujícím klasifikaci samotné hospodářské činnosti či investice jako udržitelné, tedy takzvané taxonomii<sup>1</sup>, neboť jde o téma mimořádně rozsáhlé a zasahující i do nespočtu dalších odvětví, nejen regulatoriky finančních trhů a finančního práva jako takového, právním rámcům týkajícím se referenčních hodnot, právním rámcům týkajícím se udržitelnosti v pojišťovnictví, a právním rámcům ESG transparentnosti kótovaných společností.

Cílem této práce je primárně poměrně složitou situaci týkající se velkého množství ESG regulatorních předpisů podrobně popsat, komparovat rozdílné přístupy v nejexponovanějších jurisdikcích – autor pro účely této práce komparuje platné právo EU a regulatorní iniciativy diskutované a zaváděné ve Spojeném království a Spojených státech amerických, zhodnotit dopady platných regulatorních předpisů práva EU na trh s finančními produkty, vyhodnotit pomocí dat ohledně tržních dopadů efektivitu ESG finanční regulace, a *de lege ferenda* navrhnout potenciální možné legislativní i nelegislativní kroky, kterými by šlo zvýšit efektivitu integrace ESG aspektů, a zároveň snížit nepřehlednost a poměrně značnou administrativní zátěž, kterou regulované subjekty i regulátoři samotní pociťují.

Nejdůležitějšími prameny, které byly použity při tvorbě práce, jsou primárně odborné publikace, monografie, oficiální publikace regulátorů, publikace oborových organizací regulovaných subjektů, zprávy vydávané regulovanými subjekty, a praktické právní komentáře a příručky. Vzhledem k tomu, že zpracovávané téma je součástí překotně se rozvíjejícího právního oboru, a vzhledem k tomu, že jde o téma, kterému je převážně věnována pozornost na

---

<sup>1</sup> Autor tento pojem vztahuje především k Nařízení EP a Rady (EU) 2020/852 ze dne 18. června 2020 o zřízení rámce pro usnadnění udržitelných investic a o změně nařízení (EU) 2019/2088.

mezinárodních úrovních, je velká část pramenů uložena či publikována na internetu, nejčastěji v anglickém jazyce.

# 1. Finanční regulatorika a pojem ESG

## 1.1 Východiska a cíle integrace environmentálních a sociálních aspektů ve finanční regulaci a jejich kontext pro platnou právní úpravu

Základní pohnutkou pro finanční regulaci reflektující environmentální a sociální aspekty je fakt, že fundamentální funkcí finančního systému v tržním ekonomickém zřízení je distribuce kapitálových toků, a tedy, že by tyto kapitálové toky měly být distribuovány primárně k investičním příležitostem s maximálním pozitivním celospolečenským efektem, neboť právě taková jejich distribuce je pro společnost i trh nejefektivnější.<sup>2</sup>

Změna klimatu, a obzvláště možné zvýšení průměrné světové teploty o více než 1,5 stupně Celsia<sup>3</sup>, je z ekonomického hlediska pokládána za negativní externalitu spojenou s výrobou a spotřebou zboží a služeb. V praxi to znamená, že negativní společenské dopady, někdy také nazývané společenské náklady, které změna klimatu přináší, se neprojeví do ceny produkce uhlíkové stopy vznikající z dané investice. A na druhou stranu, soukromý výtěžek (zisk) pramenící z investic do opatření zmírňujících změnu klimatu nebude dostatečně reflektovat pozitivní společenské dopady.<sup>4</sup> Díky tomu by bez regulatorních a jiných zákonných opatření a stimulů kapitálové proudy plynuly s větší pravděpodobností do investic, které jsou sice z čistě tradičního tržního pohledu ekonomicky krátkodobě efektivní, ale díky vysoké produkci uhlíku z nich pramenící neefektivní z hlediska dlouhodobých společenských nákladů, které přinášejí.

---

<sup>2</sup> STEUER, Sebastian a Tobias H TRÖGER. The Role of Disclosure in Green Finance. *Journal of Financial Regulation*. 2022(8), 1 - 50. ISSN 2053-4841, s. 1 - 2.

<sup>3</sup> Jde o hranici stanovenou v Pařížské dohodě (jak je tento pojem definován níže), přičemž jde o teplotní srovnání s hodnotami před průmyslovou revolucí. Přesněji, Pařížská dohoda zmiňuje "*udržení nárůstu teploty výrazně pod hranicí 2 stupňů Celsia [...] a úsilí o to, aby nárůst teploty nepřekročil hranici 1,5 stupně Celsia [...]*", autor však v tomto případě pro zjednodušení v práci užívá druhý z výše jmenovaných mitigačních cílů.

<sup>4</sup> GRIPPA, Pierpaolo a Dimitri DEMEKAS. Walking a Tightrope: Financial Regulation, Climate Change, and the Transition to a Low-Carbon Economy. *Journal of Financial Regulation*. 2022(2), 203 – 229. ISSN 2053-4841.

Cílem integrace environmentálních a společenských aspektů do finanční regulatoriky je výše zmíněné pozitivní i negativní externality transparentně prezentovat, a to právě především zvýšením a zkvalitněním informovanosti investorů. Racionálně jednající investor se pak během rozhodovacího procesu při analýze předsmulvních informací dozví i o rizicích spojených s daným finančním produktem plynoucích z jeho vlivu na změnu klimatu, bude moci porovnat jejich kompatibilitu se svou zvolenou investiční strategií, a vezme je v potaz ve svém rozhodovacím procesu. To může investory lépe motivovat k investicím do finančních produktů s pozitivními společenskými dopady, pomoci přesměrovat finanční toky od krátkodobých investic k dlouhodobým, efektivnějším investicím, a kompenzovat tedy tržní selhání v podobě nedostatečných kapitálových toků do takových finančních produktů, a v budoucí době také zabránit šokům ve finančním systému, které by mohly způsobit dopady změny klimatu na investované prostředky, a na stabilitu samotného finančního systému jako takového.<sup>5</sup>

Výše zmíněné cíle jsou explicitně popsány i v Pařížské dohodě, jež byla v roce 2015 přijata v rámci Rámcové úmluvy Organizace spojených národů o změně klimatu (dále jen "Pařížská dohoda") – "*Cílem této dohody je [...] sladění finančních toků s nízkoemisním rozvojem odolným vůči změně klimatu.*"<sup>6</sup>

Pařížská dohoda, ve spojení s dalšími iniciativami, jež vznikly na nadnárodní úrovni, například s Cíli udržitelného rozvoje Spojených národů (neboli „Agendou 2030“, jak je nejčastěji nazývána), položila základy pro regulační snahy Evropské unie týkající se ESG na finančních trzích.<sup>7</sup> Agenda 2030 obsahuje 17 cílů pro udržitelný rozvoj (anglicky *Sustainable*

---

<sup>5</sup> STEUER, Sebastian a Tobias H TRÖGER. The Role of Disclosure in Green Finance. *Journal of Financial Regulation*. 2022(8), 1 - 50. ISSN 2053-4841, s. 1-3.

<sup>6</sup> HORÁK, Filip. Neudržitelná regulace udržitelného financování. *Bulletin advokacie*. 2021, 2021(6), 44, s. 1.

<sup>7</sup> Akční plán: Financování udržitelného růstu: Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Evropské radě, Radě, Evropské centrální bance, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru, a Výboru regionů. 8. březen 2018 [cit. 2023-04-18]. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>.



*Development Goals*, ve zkratce také nazývané SDGs), z nichž prakticky každý obsahuje podkategorie, které lze do některé ze složek ESG podřadit, a na které má integrace ESG aspektů do regulatoriky finančních trhů výrazný dopad.<sup>8</sup>

Podrobnější formulaci východisek a cílů relevantních pro evropské regulační předpisy, kterými se tato práce zabývá, pak můžeme nalézt ve sdělení komise "Akční plán: Financování zeleného růstu" (dále jen "Akční plán"), které jako své cíle uvádí "[...] 1. přeměrovat kapitálové toky k udržitelným investicím pro dosažení udržitelného růstu podporujícího začlenění; 2. řídit finanční rizika plynoucí ze změny klimatu, vyčerpávání zdrojů, zhoršování životního prostředí a sociálních otázek a podporovat transparentnost a dlouhodobost finančních a ekonomických činností."<sup>9</sup>

Akční plán je založen na doporučeních ze zprávy Expertní skupiny na vysoké úrovni ohledně udržitelných financí (anglicky *High-level Expert Group on Sustainable Finance*), která byla založena již v roce 2016. Expertní skupina zahrnovala 20 expertů z oblasti financí, akademické sféry, občanské společnosti a pozorovatelů z evropských a světových organizací. Jejím mandátem bylo radit Evropské komisi s formulací konkrétních opatření týkajících se ESG v oblasti financí, které by mohly být implementovány na panevropské úrovni.<sup>10</sup>

Akční plán obsahuje kromě tohoto obecného seznámení se záměry a východisky Evropské komise obsahuje i konkrétnější stanovení opatření, prostřednictvím kterých se

---

<sup>8</sup> Mezi 17 SDGs patří například konec chudoby, konec hladu, lepší vzdělávání, genderová rovnost, dobré pracovní příležitosti a ekonomický růst, či dostupná a čistá energie. Jejich kompletní seznam je dostupný z: <https://sdgs.un.org/goals>.

<sup>9</sup> Akční plán: Financování udržitelného růstu: Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Evropské radě, Radě, Evropské centrální bance, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru, a Výboru regionů. 8. březen 2018 [cit. 2023-04-18]. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>.

<sup>10</sup> High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG) [online]. Brusel: Evropská komise, 2016 [cit. 2023-04-18]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en).

politiky směřující k naplňování cílů ESG mají prosazovat. Jsou formulovány stále poměrně obecně, jde tedy spíše o východiska, která jsou dále prostřednictvím platného práva i soft-law implementována.

Co se týče přesměrovávání finančních toků k udržitelnější ekonomice, jde o:

1. „jednotný klasifikační systém udržitelných činností“, tedy takzvanou taxonomii, která má pomoci účastníkům trhů rozlišit, zda jsou ekonomické činnosti udržitelné;
2. „normy a označování udržitelných finančních produktů“, v tomto případě Akční plán zmiňuje primárně zelené dluhopisy, tedy takové dluhopisy, které mají financovat udržitelné cíle, a skrze sledování, reporting dopadů a nezávislé hodnocení mohou investorům garantovat své „zelené“ vlastnosti;<sup>11</sup>
3. „podporu investic do udržitelných projektů“, primárně spojením investičních nástrojů InvestEU, Udržitelného investičního plánu pro Evropu a jiných relevantních fondů EU, se zaměřením na infrastrukturu, výzkum, vývoj, malé a střední podniky, sociální investice a kvalifikace, jde tedy o veřejné financování udržitelných investic a činností;<sup>12</sup>
4. „aspekty udržitelnosti ve finančním poradenství“, k tomuto bodu Akční plán poprvé zmiňuje změny v existujících konkrétních právních předpisech, konkrétně směrnicích týkajících se trhů finančních nástrojů (specificky směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU, dále jen „MiFID II“) a distribuce pojištění

---

<sup>11</sup> STRATIL, Jiří. Green bonds and sustainable finance. *Daně a finance*. 2020, 28(1), 38-43. ISSN 1801-6006.

<sup>12</sup> Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth. Evropská komise [online]. 8. března 2018 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en).

(směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/97 ze dne 20. ledna 2016 o distribuci pojištění, dále jen „IDD“); a

5. „*referenční hodnoty udržitelnosti*“, pod tímto slovním spojením Komise míní vytvoření nové kategorie referenčních hodnot (*benchmarks*), které by zohledňovaly udržitelnost, a to v rámci Nařízení o referenčních hodnotách, tedy, ke změně má opětovně dojít prostřednictvím úpravy existujících regulačních předpisů.

K začleňování hlediska udržitelnosti do řízení rizik pak Komise referuje o:

1. „*udržitelnosti v oblasti průzkumu trhu a ratingů*“, skrze změnu nařízení regulujícího ratingové agentury a poskytovatele tržních průzkumů;
2. „*povinnosti institucionálních investorů a správců aktiv z hlediska udržitelnosti*“, spočívající ve zveřejňování předšmluvních informací a jiné povinnosti zveřejňování a transparentnosti; a
3. „*obezřetnostních požadavcích pro banky a pojišťovací společnosti*“, týkajících se primárně možnosti promítat ESG do řízení rizik ve výše jmenovaných institucích, a úpravě kapitálových požadavků v souladu s potřebami udržitelnosti.

Poslední bod, podpora transparentnosti a dlouhodobosti, zahrnuje dle Komise:

1. „*zpřístupňování a účetnictví*“, přičemž pod tímto poměrně širokým pojmem se míní posílení současných nefinančních informačních povinností pro korporace, vytvoření pravidel pro tzv. environmentální účetnictví (anglicky *environmental accounting*) a zvážení potenciálních změn v implementaci Mezinárodních účetních standardů, pokud by určité aspekty mohly být přijaty s větším důrazem na dlouhodobost investic; a
2. „*správa a řízení společností a nepřiměřená krátkodobost na kapitálovém trhu*“, spočívající v posílení informačních povinností a studování chování účastníků finančních trhů za účelem zmenšování tlaku na krátkodobé finanční cíle ve finančním sektoru, a

posilování dlouhodobosti při investování.<sup>13</sup> Dlouhodobostí se v kontextu finančního práva EU míní především zahrnování dlouhodobých cílů a následků investic.<sup>14</sup>

Akční plán byl posléze v roce 2020 doplněn v kontextu pandemie COVID-19 a v její souvislosti vzniklé Zelené dohody pro Evropu, souboru iniciativ Evropské komise, který má stimulovat environmentálně udržitelný hospodářský růst a transformovat Evropskou unii na „první uhlíkově neutrální kontinent“ do roku 2050, a snížit emise skleníkových plynů do roku 2033 o 55% ve srovnání s rokem 1990.<sup>15</sup>

Neméně důležitým, ale ne zcela explicitně formulovaným cílem regulace v oblasti ESG je snaha o vymýcení takzvaného „greenwashingu“, tedy záměru vydávat chování bez pozitivních environmentálních charakteristik za ekologické, či takový jeho pozitivní dopad zveličovat, a zneužívat tím informační asymetrii mezi investory a poskytovateli finančních služeb/investičními poradci.<sup>16</sup>

Na závěr je třeba také poznamenat, že Evropská komise pokládá integraci environmentálních a sociálních aspektů do finanční regulatoriky<sup>17</sup> za jeden ze stavebních kamenů unie kapitálových trhů.<sup>18</sup> Tento pohled je nadále podporován i po revizi, respektive vydání nového Akčního plánu unie kapitálových trhů, komisí Ursuly van der Leyen v roce 2020.

---

<sup>13</sup> Akční plán: Financování udržitelného růstu: Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Evropské radě, Radě, Evropské centrální bance, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru, a Výboru regionů. 8. březen 2018 [cit. 2023-04-18]. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> A European Green Deal. Evropská komise [online]. 2019. [cit. 2023-03-23]. Dostupné z: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en).

<sup>16</sup> GRIPPA, Pierpaolo a Dimitri DEMEKAS. Walking a Tightrope: Financial Regulation, Climate Change, and the Transition to a Low-Carbon Economy. *Journal of Financial Regulation*. 2022(2), 203 – 229. ISSN 2053-4841.

<sup>17</sup> Respektive přijetí konkrétních předpisů evropského práva, které tvoří její prováděcí nástroje.

<sup>18</sup> Capital Markets Union: European Parliament backs key measures to boost jobs and growth. Evropská komise [online]. Brusel, 18. dubna 2019 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_19\\_2130](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_2130).

Nový Akční plán unie kapitálových trhů obsahuje přímo v úvodních ustanoveních velmi konkretizované prohlášení týkající se udržitelnosti: „*Spotřebitelé by měli mít větší výběr při nakládání se svými úsporami i při provádění investic, měli by mít kvalitní informace, a to i o aspektech udržitelnosti, a měli by být náležitě chráněni bez ohledu na to, kde se nacházejí.*“, a je silně provázán se Zelenou dohodou pro Evropu.<sup>19</sup>

Celkově tedy lze shrnout, že orgány Evropské unie berou integraci ESG aspektů do finanční regulatoriky jako jeden z nástrojů sloužící k naplnění zelených cílů pramenících z mezinárodních a evropských iniciativ se snahou zmírnit změnu klimatu; možnost zajistit financování zelených aktivit prostřednictvím zacílením soukromých investic; způsob, jakým lze zvýšit transparentnost týkající se rizik na finančních trzích; a zároveň za prostředek, kterým se pokládá základ evropské unie kapitálových trhů.

## **1.2 Pojem environmentálních a sociálních aspektů ve finanční regulaci a možné definiční rozdíly**

Samotný pojem ESG neboli *environmental, social and governance* má na finančních trzích i v očích regulátorů různé interpretace, základním pojítkem je však vždy důraz na udržitelný hospodářský růst, rovnost (ať už ve smyslu *equity*, tak i *equality*) a environmentální stabilitu a s tím související stabilitu finančního systému a trhů.

Evropská komise k jednotlivým složkám uvádí „*Environmentální aspekty mohou zahrnovat zmírňování dopadů klimatických změn, adaptaci vůči klimatickým změnám, stejně tak jako životní prostředí ve větší interpretační šíři, kupříkladu ochranu biodiverzity, prevenci znečištění a cirkulární ekonomiku. Společenské aspekty mohou zahrnovat problémy nerovnosti,*

---

<sup>19</sup> Unie kapitálových trhů pro občany a podniky – nový akční plán: SDĚLENÍ KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉMU HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU A VÝBORU REGIONŮ. 24. září 2020. Brusel. [cit. 2023-04-13] Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0590&from=EN>.

*inkluze, pracovních vztahů, investic do lidského kapitálu a komunit, a také problematiku lidských práv. Správa veřejných a soukromých institucí – včetně správních struktur, pracovních vztahů a odměňování vedoucích zaměstnanců – pak hrají klíčovou roli v zajišťování zahrnování společenských a environmentálních aspektů do rozhodovacích procesů."*<sup>20</sup>

K tomu Stratil dodává, že pod environmentálními aspekty si lze představit poměrně konkrétní opatření, jako například investice do obnovitelné energie, či do ochrany přírody, zatímco více abstraktní společenské aspekty je třeba dovozovat především z cíle udržitelnosti – tedy, je třeba udržitelnost vykládat v širokém smyslu zahrnujícím rovnost (*equality*), férové pracovní podmínky, a problémy spojené s dodržováním lidských práv a inkluze znevýhodněných skupin osob.<sup>21</sup>

Jiní autoři, například Gözlügöl, však vztah mezi environmentálním aspektem a sociálním aspektem ESG nepokládají za takto blízký, a naopak upozorňují na potenciální problémy spojené s environmentálně orientovanými změnami na trhu práce, které mohou způsobit nezaměstnanost, obzvláště v odvětvích s nepříznivými environmentálními dopady, v nichž jsou častokrát zaměstnávány osoby s obtížnou možností rekvalifikace, a s ní spojené další negativní společenské jevy (např. růst příjmové nerovnosti a společenské nestability).<sup>22</sup>

Nicméně, dle názoru autora jde o neporozumění rozšíření environmentálních a společenských aspektů, ke kterému došlo právě díky integraci ESG do platného práva, kdy, jak uvádí Chiu „[...] *do litery zákona byla zavedena nová redefinice „udržitelnosti“, posouvající se od environmentální udržitelnosti k udržitelnému společenskému rozvoji, [také]*

---

<sup>20</sup> Overview of sustainable finance: What is sustainable finance? European Commission [online]. Brusel [cit. 2023-03-14]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en).

<sup>21</sup> STRATIL, Jiří. Green bonds and sustainable finance. *Daně a finance*. 2020, 28(1), 38-43. ISSN 1801-6006.

<sup>22</sup> GÖZLÜGÖL, Alperen. The Clash of ‘E’ and ‘S’ of ESG: Just Transition on the Path to Net Zero and the Implications for Sustainable Corporate Governance and Finance. *The Journal of World Energy Law & Business*. 2022, 15(1), 1-21. ISSN 1754-9965.

*k prevenci „greenwashingu“ u investičních produktů<sup>23</sup> – tedy, že důraz na udržitelnost se v celkovém pohledu posunul od orientace pouze na životní prostředí, a nově je životní prostředí a společenský rozvoj spíše určitou „spojitou nádobou“. Podobně se ke „spojitému“ výkladu vyjadřuje i Evropská komise: „[...] v kontextu politik EU je třeba udržitelné finance [respektive ESG ve finanční regulatorice] jako finance podporující ekonomický růst, při kterém ale snižují zátěž na životní prostředí, a berou v potaz sociální a správní aspekty.“<sup>24</sup>*

Měřitelné dopady integrace environmentálních a sociálních aspektů do regulatoriky finančních trhů na skutečné chování účastníků trhu a tím pádem i na reálnou ekonomiku, rovnost a společenskou stabilitu jsou nicméně v současné době nedostupné, a pouze budoucí vývoj ukáže, která z výše uvedených hypotéz je správnou.

### **1.3 ESG a konstrukce „dvojitě materiality“**

Mimo výkladových rozporů a rozdílů může být na pojem ESG nazíráno dvěma způsoby, a to dle náhledu na takzvanou „materialitu“, která ve své podstatě neznamená nic jiného než materiální, tedy podstatné či významné, informace, o kterých je třeba informovat investory či potenciální investory.<sup>25</sup> Obvykle tedy půjde primárně o informace týkající se vlivu, jaký má vnější svět a dění v něm dopad na finanční zdraví korporace či konkrétní investice – takzvaná „finanční materialista“.<sup>26</sup> Srozumitelně řečeno tedy to, jaký dopad má dění ve světě na zisky či jiné finanční ukazatele daného investičního produktu či korporace, dle kontextu použití tohoto termínu.

---

<sup>23</sup> CHIU, Iris H-Y. The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics. *European Business Organization Law Review*. 2022, 2022(23), 87-123. ISSN 1741-6205.

<sup>24</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Overview of sustainable finance. Online. 2017. Evropská komise [cit. 2024-02-04]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en).

<sup>25</sup> ENGLER, Henry. “Double materiality”: New legal concept likely to play in debate over SEC’s climate plan. Thomson Reuters [online]. 12. dubna 2022 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/investigation-fraud-and-risk/sec-double-materiality-climate/>.

<sup>26</sup> Ibid.

U ESG aspektů je však pro investory žádoucí od korporací získávat i informace týkající se dopadu vnitřních faktorů provozování obchodní činnosti korporace na vnější svět, respektive na konkrétní dopadové složky, které mají být prostřednictvím začleňování ESG aspektů chráněny – takzvaná „dopadová materialita“. Tuto informační transparentnost by měl umožňovat koncept takzvané „dvojitě materiality“.

Investor bude na základě konceptu „dvojitě materiality“ informován jak o „finanční materialitě“, tak „dopadové materialitě“, a to v zákonném standardu určeném relevantními předpisy. Evropské orgány se dlouhodobě vyjadřují právě ve prospěch „dvojitě materiality“ jako konceptu, který je stavebním kamenem interpretace ESG v evropských předpisech.<sup>27</sup>

Chiu ve spojitosti s konstrukcí „dvojitě materiality“ upozorňuje na možné konceptuální vady, týkající se primárně faktu, že z poloviny kopíruje dobrovolné „bottom-up“ iniciativy<sup>28</sup> týkající se sdělování environmentálních informací investorům<sup>29</sup>. Ty jsou nicméně veskrze spojeny s konceptem „finanční materiality“, tedy, vyjadřují spíše dopad ESG na finanční výsledky dané korporace, a ne dopad dané korporace na hodnoty chráněné ESG cíli.

Navíc jsou tvořeny soukromými subjekty arbitrárně, a metriky a standardy v nich obsažené tedy mohou být upraveny s cílem zkreslit vliv ESG na finanční výsledky i skutečný dopad na životní prostředí v pozitivnějším světle.<sup>30</sup>

---

<sup>27</sup> CHIU, Iris H-Y. The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics. *European Business Organization Law Review*. 2022, 2022(23), 87-123. ISSN 1741-6205.

<sup>28</sup> Výrazem „*bottom-up*“ iniciativy“ jsou v tomto případě míněny iniciativy a standardy vznikající bez zásahů regulátorů.

<sup>29</sup> Jde například o organizace jako *Global Reporting Initiative*, *Integrated Reporting Initiative*, *Sustainability Accounting Standards Foundation*, které vyvíjejí standardy a poskytují je společnostem, které pak své výsledky mohou v kontextu těchto standardů prezentovat investorům.

<sup>30</sup> CHIU, Iris H-Y. The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics. *European Business Organization Law Review*. 2022, 2022(23), 87-123. ISSN 1741-6205.



Dalším problémem spojeným s konceptem „dvojité materiality“ je pak nedostatečná propojenost mezi ESG aspekty a charakteristikami dobré správy. Dobrou správou (anglicky *good governance*) jsou míněny moderní přístupy k řízení a správě, zahrnující transparentnost vůči veřejnosti a investorům, společenskou odpovědnost, participaci aktérů mimo organizaci na jejím řízení, nebo responzivnost<sup>31</sup>, které nejsou na evropské úrovni harmonizovány, ale je na ně v materiálech týkajících se ESG ze strany evropských orgánů odkazováno.<sup>32</sup>

Dle Chiu je tedy důležité vytvořit matici dalších legislativních a soft-law iniciativ ze strany zákonodárce, nad rámec současného platného práva EU, které by mezery v konstrukci „dvojité materiality“ překlenuly, a vytvořily ESG rámec pro finanční trhy, který by dokázal koexistovat s „bottom-up“ dobrovolnými iniciativami a tržními koncepty, které na finančních trzích již dnes existují.<sup>33</sup>

## **2. Platná právní úprava týkající se ESG ve finanční regulatorice**

Právní úprava týkající se environmentálních a společenských aspektů v regulatorice finančních trhů platná pro recipienty na území České republiky je ukotvena, s výjimkou několika transpozičních a implementačních předpisů, především v pramenech evropského práva.

Evropská právní úprava v tomto ohledu zahrnuje právní akty ve formě nařízení, směrnic, prováděcích aktů, aktů v přenesené působnosti, stanovisek i doporučení. Většina z nich byla

---

<sup>31</sup> About good governance. United Nations: UN Human Rights [online]. [cit. 2023-04-17]. Dostupné z: <https://www.ohchr.org/en/good-governance/about-good-governance>.

<sup>32</sup> CHIU, Iris H-Y. The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics. *European Business Organization Law Review*. 2022, 2022(23), 87-123. ISSN 1741-6205.

<sup>33</sup> Ibid.

v současné době již přijata, a pravidla v nich formulovaná z velké většiny již i dopadají na regulované subjekty.<sup>34</sup>

Nejdůležitějšími platnými právními předpisy, jež se týkají environmentálních a sociálních aspektů ve finanční regulatorice, či s přesahy do ní, jsou:

1. nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (dále jen „SFDR“);
2. 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 (dále jen „BMR“);
3. 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 (dále jen „CSRD“);
4. 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 (dále jen „Nařízení o taxonomii“ nebo „Taxonomie“); a
5. akty v přenesené pravomoci integrující ESG aspekty do směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných

---

<sup>34</sup> EU regulation of sustainable finance, Practical Law UK Practice Note. Thomson Reuters Practical Law: Practical Law Financial Services. 2023.

cenných papírů (dále jen „UCITS“), směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010 (dále jen „AIFMD“), MiFID II, IDD, a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/138/ES ze dne 25. listopadu 2009 o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (dále jen „Solvency II“).

Na výše uvedeném výčtu nejdůležitější legislativy je patrná snaha zákonodárce zahrnout ESG aspekty do průřezu existující sektorové regulatorní legislativy skrze akty v přenesené pravomoci.

Úpravy existující sektorové regulatorní legislativy jsou prováděny primárně na úrovni aktů v přenesené pravomoci vydávaných Evropskou komisí. To poukazuje na evidentní „technický“ charakter úprav, který pramení primárně z „nutnosti“ sladění sektorové regulatorní legislativy s novou ESG regulatorní matricí, která přináší zcela nové koncepty ve formě standardně přijatých nařízení.

Tato kombinace unijních aktů pak v kombinaci s množstvím technických předpisů, stanovisek, doporučení, a vyjádření unijních orgánů, umožňuje naplňování většiny cílů stanovených Akčním plánem, a zároveň zajišťuje vzájemnou souladnost s již existujícími předpisy.

Ačkoliv jde o poměrně široké množství předpisů, v rámci této práce se autor bude podrobně věnovat především SFDR a souvisejícím normám a aktům v přenesené působnosti integrujícím ESG aspekty do UCITS, AIFMD a MiFID II, neboť jde o předpisy s nejvýraznějším dopadem na regulatoriku finančních trhů, a to především kvůli jejich přímému personálnímu dopadu na účastníky finančního trhu a finanční poradce.

## 2.1 SFDR

SFDR bylo publikováno v Úředním věstníku Evropské unie 9. prosince 2019, poté, co bylo 27. listopadu 2019 přijato podpisem předsedy Rady EU a Evropského parlamentu. Použitelnost nařízení jako celku byla odložena na 10. března 2021, s tím, že ustanovení článků 4 odstavce 6 a 7, článku 8 odstavce 3, článku 9 odstavce 5, čl. 10 odstavce 2, článku 11 odstavce 4 a článku 13 odstavce 2 měly použitelnost odloženou na 29. prosince 2019 a ustanovení článku 11 odstavce 1 až 3 na 1. ledna 2022.

Výše zmíněná ustanovení s odloženou platností se týkají především regulačních technických norem, jež byly v době publikace SFDR teprve vypracovávány evropskými orgány dohledu (Evropským orgánem pro bankovníctví (dále jen „EBA“), Evropským orgánem pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (dále jen „EIOPA“) a Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (dále jen „ESMA“)), a publikace pravidelných zpráv týkajících se prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností a udržitelných investic. Povinnost publikace pravidelných zpráv byla odložena z důvodu nutnosti časového odstupu ke sběru podkladových dat. K datu odevzdání této práce je tedy nicméně celé nařízení SFDR přímo použitelné.<sup>35</sup>

Nařízení SFDR zavádí nové povinnosti především v následujících oblastech:

1. Transparentnost politik v oblasti rizik týkajících se udržitelnosti – článek 3 SFDR – nová obecná skutková podstata v ustanovení článku 3 SFDR určující povinnost účastníků finančního trhu a finančních poradců zveřejnit na své webové stránce informace o svých politikách začleňování rizik týkajících se udržitelnosti do svých

---

<sup>35</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Text s významem pro EHP). 2019.

procesů investičního rozhodování, nebo, v případě finančních poradců, investičního nebo pojišťovacího poradenství.

2. Transparentnost nepříznivých dopadů<sup>36</sup> na udržitelnost na úrovni subjektu – článek 4 SFDR – nová povinnost účastníků finančního trhu na své webové stránce publikovat, (i) pokud nepříznivé dopady zohledňují „*prohlášení o politikách náležité péče ve vztahu k těmto dopadům, s náležitým přihlédnutím ke své velikosti, povaze a rozsahu svých činností a druhům finančních produktů, které poskytují*“<sup>37</sup>, anebo (ii) pokud nikoliv, vysvětlit, proč tak nečiní, a zda to plánují v budoucnu, včetně konkrétního určení časového úseku, kdy ke zohlednění dojde.

Jde tedy o takzvaný „*comply or explain*“ systém. Navíc, pokud nepříznivé dopady účastníci finančního trhu zohledňují, musí vysvětlit, jakým způsobem dopady prioritizují a jaké konkrétní ukazatele udržitelnosti užívají, popis jejich nepříznivých dopadů, a také jaké metody mitigace užívají nebo plánují užívat. Další povinností je také odkázat na to, zda se řídí kodexem odpovědného chování pro podniky<sup>38</sup> a *due diligence* a reportingovými zásadami, a v jakém rozsahu se snaží přiblížit své cíle k cílům Pařížské dohody.

U účastníků finančního trhu s větším počtem zaměstnanců, než je 500 osob, a u mateřských podniků skupin, jejichž počet zaměstnanců přesahuje na konsolidované bázi 500 osob, musí pak na webových stránkách zveřejnit a archivovat prohlášení o svých

---

<sup>36</sup> Hlavní nepříznivé dopady (anglicky *principal adverse impacts*, taktéž „PAIs“) jsou jedním z důležitých indikátorů užívaným na úrovni evropské ESG legislativy. Zjednodušeně jde o oblasti, na které může mít daná investice negativní vliv. Autor dále níže obecně popisuje konkrétní oblasti a další specifika.

<sup>37</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Text s významem pro EHP). 2019.

<sup>38</sup> Tímto termínem jsou míněny dobrovolné, častokrát ne zcela formální iniciativy, mohou vznikat jak na úrovni podniku samotného, tak v rámci různých obchodních aliancí a iniciativ, v podobném slova smyslu, v jakém již autor výše zmínil „bottom-up“ iniciativy týkající se ESG.

politikách náležitě péče ve vztahu k hlavním nepříznivým dopadům investičních rozhodnutí na faktory udržitelnosti – to musí obsahovat stejné údaje, které jsou vyžadovány od účastníků finančního trhu, kteří nepříznivé dopady zohledňují bez ohledu na velikost.

Takřka identické povinnosti dopadají i na finanční poradce, vyjma detailů týkajících se konkrétních ukazatelů a například integrace kodexů.

3. Transparentnost zásad odměňování s ohledem na začleňování rizik týkajících se udržitelnosti – článek 5 SFDR – doplňuje povinnost týkající se mzdové (případně jiné odměnové) transparentnosti, která již na účastníky trhu a finanční poradce dopadá ze specifických sektorových předpisů (tedy například z UCITS V, Solvency II, AIFMD, CRD, MiFID II, směrnice o distribuci pojištění, a směrnice o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění). Článek 5 SFDR tuto obecnou povinnost rozšiřuje, respektive, ukládá účastníkům trhu a finančním poradcům, aby vysvětlili, jakým způsobem je jejich mzdová a odměnová politika konzistentní se začleňováním rizik týkajících se udržitelnosti.

V praxi si lze například představit, že povinné osoby by neměly v rámci odměňování incentivizovat takové chování zaměstnanců nebo členů řídicích orgánů, jež zvyšuje jejich expozici vůči udržitelnostním rizikům.

4. Transparentnost začleňování rizik týkajících se udržitelnosti – článek 6 SFDR – povinnost týkající se každého finančního produktu nabízeného povinnými osobami, kdy v rámci poskytnutí předmluvních informací poskytovaných účastníky finančního trhu a finančními poradci je nutné uvést popis způsobu, jakým jsou rizika týkající se udržitelnosti začleňována do investičních rozhodnutí (v případě účastníků finančního trhu), nebo do investičního či pojišťovacího poradenství (v případě finančních poradců). Dále také musí účastníci finančního trhu a finanční poradci popsat výsledky posouzení

pravděpodobných dopadů rizik týkajících se udržitelnosti na návratnost finančních produktů, které poskytují (v případě účastníků finančního trhu), nebo k nimž poskytují poradenství (v případě finančních poradců). Pokud pak mají povinné osoby za to, že rizika nejsou v daném případě relevantní, musí jasně a stručně vysvětlit důvody pro takový závěr.

Opět jde tedy o takzvaný „*comply or explain*“ režim, který i v případě, že environmentální a sociální aspekty zohledňovány nejsou, ukládá povinnost alespoň vysvětlit, proč tomu tak není.

Způsob plnění povinnosti dle článku 6 je pak rozčleněn dle relevantní sektorové směrnice dopadající na povinnou osobu v oblasti informování investorů (tedy AIMFD, Solvency II, IZPP, UCITS, apod.).

5. Transparentnost nepříznivých dopadů na udržitelnost na úrovni finančního produktu – článek 7 SFDR – k předsmělním informacím dle článku 6 SFDR také, zohledňují-li na úrovni subjektu ve svých investičních strategiích či při poradenství hlavní nepříznivé dopady, či mají-li nad 500 zaměstnanců na samostatném, nebo konsolidovaném základě, účastníci finančního trhu a finanční/pojišťovací poradci uvedou jasné a odůvodněné vysvětlení toho, zda a případně jak daný finanční produkt (ne)zohledňuje hlavní nepříznivé dopady. Dále pak prohlásí, že tyto informace jsou k dispozici v rámci informací, které jsou o daném produktu zveřejňovány pravidelně, v souladu s článkem 11 SFDR.

Jsou-li pak data o těchto dopadech nějakým způsobem kvantifikována, tedy, je-li z nich vyneseno určitý soud či závěr, musí takový závěr vzniknout na základě dat zpracovaných v souladu s RTS.

6. Transparentnost prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností v informacích zveřejňovaných před uzavřením smlouvy – článek 8 SFDR – prosazuje-li daný finanční produkt kromě jiných vlastností a cílů i environmentální a sociální vlastnosti (nebo jejich kombinaci, tedy, jde o tzv. *light green* produkt<sup>3940</sup>), a daná společnost, v jejíž prospěch daný finanční produkt existuje, dodržuje řádné postupy správy a řízení (tj. *corporate governance*), musí finanční poradce nebo účastník trhu zveřejnit informace způsobem předepsaným v regulatorních technických normách k SFDR týkající se (i) způsobu dodržování daných environmentálních a sociálních vlastností, a (ii) je-li referenční hodnotou sledování indexu, informace o souladu indexu a daných environmentálních a sociálních vlastností.
7. Transparentnost udržitelných investic v rámci informací zveřejňovaných před uzavřením smlouvy – článek 9 SFDR – je-li daný finanční produkt orientován na cíl udržitelných investic (ve smyslu Nařízení o taxonomii, tedy jde o tzv. *dark green* produkt<sup>41</sup>) a sleduje index jako podkladové aktivum, je třeba k obecným předmluvním informacím dle článku 6 SFDR doplnit také informace týkající se sladění daného indexu s udržitelným investičním cílem, a odlišit tento index od obecných, neudržitelných indexů, finanční účastníci navíc mají povinnost specifikovat svou výpočetní metodologii daného indexu. Nebyl-li zvolen jako podkladové aktivum žádný index, je třeba v rámci předmluvních informací dle článku 6 SFDR vysvětlit, jak udržitelného cíle finanční produkt dosáhne. Pokud navíc finanční produkt míří výslovně na snížení uhlíkové stopy, je také

---

<sup>39</sup> Rozlišení produktů užívané odbornou veřejností na tzv. *light green* a *dark green* v podstatě neformálním způsobem reflektuje nižší (*light*) a vyšší (*dark*) standard, který SFDR na dané produkty aplikuje. Tzv. *light green* produkt může sledovat jiné cíle, a environmentální a sociální vlastnosti sledovat jen částečně.

<sup>40</sup> EU regulation of sustainable finance, Practical Law UK Practice Note. Thomson Reuters Practical Law: Practical Law Financial Services. 2023.

<sup>41</sup> Ibid.



k obecným informacím dle článku 6 SFDR dodat i cíl snížení expozice zdrojům uhlíku v kontextu cílů Pařížské dohody.

8. Transparentnost prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností a udržitelných investic na webových stránkách – článek 10 SFDR – účastníci finančního trhu na své webové stránce u finančních produktů dle článku 8 (finanční produkt prosazující environmentální a/nebo sociální vlastnosti, tedy tzv. *light green* produkt) a dle článku 9 (udržitelné investice, tedy tzv. *dark green* produkt) zveřejní popis environmentálních a/nebo sociálních vlastností nebo udržitelného cíle daného finančního produktu, informace o metodikách užívaných k posouzení, měření a sledování dopadů obou druhů produktů, a to včetně zdrojů, z nichž jsou informace shromažďovány, hodnotících kritérií týkajících se podkladových aktiv, a jiných ukazatelů užívaných k měření dopadů/vlastností daného produktu. Dále jsou na webových stránkách zveřejňovány, spolu s výše uvedenými, informace dle článků 8, 9, a 11 SFDR, tedy jak předmluvní informace, tak pravidelné zprávy.

Zveřejňované informace musejí být jasné, srozumitelné a stručné, pravdivé, jednoduché a nezavádějící, a musí být na webové stránce snadno dohledatelné, přičemž formát zveřejnění je stanoven RTS (jak je tento pojem definován níže).

9. Transparentnost prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností a udržitelných investic v pravidelných zprávách – článek 11 SFDR – u finančních produktů dle článků 8 a 9 SFDR musí účastníci finančního trhu zveřejňovat ve formě pravidelných zpráv (reportů) (i) u finančních produktů dle článku 8 SFDR míru splnění environmentálních a/nebo sociálních vlastností, a (ii) u finančních produktů dle článku 9 SFDR jeho celkový dopad na udržitelnost, a v případě, že je podkladovým aktivem index, srovnání mezi tímto udržitelným indexem, a obecným širokým tržním indexem, co se týče dopadu na udržitelnost.

Zjednodušeně, pravidelně je u tzv. *light green* produktů zveřejňováno, nakolik produkt jako celek plní environmentální a/nebo sociální vlastnosti v porovnání k produktu jako celku, neboť *light green* produkty dle článku 8 SFDR nemusí cílit jen na tyto vlastnosti, a jejich pozitivní dopad se může v čase měnit.

U tzv. *dark green* produktů dle článku 9 SFDR je pak opět viditelný „vyšší“ standard – je třeba specifikovat celkový dopad produktu na udržitelnost.

10. Povinnosti týkající se pravidelného přezkumu zveřejněných informací – článek 12 SFDR – účastníci finančního trhu a finanční/pojišťovací poradci musí zajistit pravidelnou aktualizaci zveřejněných informací, je-li taková aktualizace nutná, a jsou-li zveřejněné informace pozměněny, musí být na webové stránce účastníka finančního trhu nebo finančního/pojišťovacího poradce vysvětleno, proč ke změně zveřejněných informací došlo. Cílem článku 12 SFDR je převážně zabránit arbitrárním změnám zveřejněných údajů ze strany povinných osob, a umožnění porovnávat a kriticky zhodnotit tyto změny ze strany investorů.
11. Povinnosti týkající se souladu marketingových sdělení s ostatními povinnostmi vyplývajícími pro povinné subjekty z nařízení SFDR – článek 13 SFDR – bez toho, aniž by byla dotčena přísnější sektorová regulace, zavádí povinnost, aby marketingová sdělení povinných osob nebyla v rozporu s informacemi zveřejněnými podle nařízení SFDR, jde tedy ve zkratce o zákaz *greenwashingu* za použití reklamních sdělení.

Povinnými subjekty dle SFDR jsou především účastníci finančního trhu, tedy dle ustanovení článku 2, odstavce 1 pojišťovna, která poskytuje pojistné produkty s investiční složkou; investiční podnik, který poskytuje správu portfolia (v rámci předpisů českého práva v terminologii zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“) obchodník s cennými papíry (dále jen „OCP“); instituce zaměstnaneckého penzijního pojištění (IZPP); tvůrce penzijního produktu; správci alternativních investičních fondů; poskytovatel

panevropského osobního penzijního produktu; správce kvalifikovaného fondu rizikového kapitálu (takzvaného EuVECA fondu, ve smyslu Nařízení EP a Rady (EU) č. 345/2013); správce kvalifikovaného fondu sociálního podnikání (takzvaného EuSEF fondu, ve smyslu Nařízení EP a Rady (EU) č. 346/2013); správcovská společnost subjektu kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (v terminologii zákona č. 240/2013 Sb, o investičních společnostech a investičních fondech, dále jen „ZISIF“ správci fondů, a to včetně tzv. minifondu ve smyslu § 15 ZISIF); a úvěrová instituce, která poskytuje správu portfolia.

Dále jsou povinnými subjekty také ve většině případů finanční poradci, kteří poskytují investiční poradenství nebo pojišťovací poradenství v oblasti pojistných produktů s investiční složkou.

Článek 17 nařízení SFDR pak obsahuje výjimky z použitelnosti – povinným subjektem nejsou finanční poradci – zprostředkovatelé pojistných produktů s investiční složkou, a investiční podniky poskytující investiční poradenství, a to bez ohledu na právní formu, pokud zaměstnávají méně než tři osoby. Je tedy patrné, že snahou evropského zákonodárce je nezahlcovat drobné podnikatele přílišnou administrativou. Tento záměr je pak patrný i u omezení transparenčních povinností u povinných osob s množstvím zaměstnanců menším než 500 osob, jak již bylo uváděno výše.

Povinnosti, které SFDR zavádí, lze obecným způsobem rozdělit dle rozsahu dopadu, a to na povinnosti dopadající na úroveň celého regulovaného subjektu (tzv. „*entity-level*“ informační povinnosti) – články 3-5 SFDR, a na povinnosti dopadající na úroveň jednotlivého finančního produktu (tzv. „*product-level*“ informační povinnosti) – články 6-11 SFDR.

Povinnosti dopadající na úroveň jednotlivého finančního produktu lze dále dělit podle toho, zda jsou poskytovány v rámci předmluvních informací, či zda jsou poskytovány periodicky, tedy v rámci pravidelných zpráv.

Co se dále týče režimu povinností na úrovni finančního produktu, je třeba pak v rámci SFDR rozlišit v klasifikační rovině produkty, které environmentální a/nebo sociální vlastnosti nemají (případně, které takové vlastnosti mají, ale nesplňují kritéria článků 8 a 9 SFDR), tedy v režimu obecného ustanovení článku 6 SFDR, a produkty, které je mají, a to buď v režimu ustanovení článku 8 SFDR – finanční produkty prosazující, kromě jiných vlastností, určité environmentální nebo sociální vlastnosti (tzv. „*light green*“ produkty), nebo v režimu ustanovení článku 9 SFDR – finanční produkty s udržitelným cílem (tzv. „*dark green*“ produkty).

Produkty v režimu ustanovení článku 8 SFDR musí dodržovat zásadu „*výrazně neškodit*“ (jak je popsána níže) a integrovat a deklarovat udržitelnostní rizika, zatímco produkty v režimu ustanovení článku 9 SFDR musí nejen dodržovat zásadu „*výrazně neškodit*“, ale zároveň mít za investiční cíl některou z činností, která je jako udržitelná klasifikována v Nařízení o taxonomii.

Důležitým principem zakotveným v SFDR a obecně uznávaným napříč ESG legislativním rámcem je výše zmíněný princip „*výrazně neškodit*“, anglicky „*do no significant harm*“.

Jde o princip prevence poškozování chráněných environmentálních cílů ekonomickými aktivitami povinného subjektu. Je podrobně definován v Nařízení o taxonomii, a byl poprvé formulován na Konferenci Spojených národů o životním prostředí a rozvoji v roce 1992.<sup>42</sup>

Jak již autor uvedl výše, princip „*výrazně neškodit*“ musí v obecné dodržovat všechny finanční produkty podle článků 8 a 9 SFDR, lze tedy zobecnit, že v režimu SFDR principiálně

---

<sup>42</sup> Do No Significant Harm. Online. EVROPSKÁ KOMISE. KNOWLEDGE FOR POLICY [cit. 2023-10-24]. Dostupné z: [https://knowledge4policy.ec.europa.eu/glossary-item/do-no-significant-harm\\_en#:~:text='do%20no%20significant%20harm'%20means,\(EU\)%202020%2F852](https://knowledge4policy.ec.europa.eu/glossary-item/do-no-significant-harm_en#:~:text='do%20no%20significant%20harm'%20means,(EU)%202020%2F852).

nelze mít za cíl environmentální nebo sociální investiční cíle a zároveň těmto environmentálním nebo sociálním cílům na výrazné úrovni škodit.

Dalším důležitým principem, který prostupuje nejen SFDR a jeho přidruženými předpisy, jsou takzvané „hlavní nepříznivé dopady“, anglicky „*principal adverse impacts*“, taktéž často odbornou veřejností uváděné pod zkratkou „*PAI[s]*“. Jde o pojem zahrnující nejvýraznější negativní dopady na chráněné faktory udržitelnosti, které mají investiční rozhodnutí, investiční poradenství či investiční produkty.<sup>43</sup> Může jít například, jak uvádí RTS k SFDR o oblasti jako emise skleníkových plynů, snižování biodiverzity, znečištění vod, produkce odpadů a nebezpečných a radioaktivních odpadů, spotřeba fosilních paliv, nebo neefektivita užívání elektřiny.<sup>44</sup>

### 2.1.1 Regulační technické normy k SFDR

Regulační technické normy (dále jen „RTS“) jsou konsolidovanými předpisy technického charakteru, obsahující standardy a detailní údaje k metodologii, obsahu a způsobu prezentace výše shrnutých informačních povinností dle SFDR.

RTS byly vypracovány Společnou komisí složenou ze zástupců evropských orgánů dohledu (EBA, ESMA, a EIOPA).<sup>45</sup> Jsou vydány ve formě nařízení Evropské komise

---

<sup>43</sup> EU regulation of sustainable finance, Practical Law UK Practice Note. Thomson Reuters Practical Law: Practical Law Financial Services. 2023.

<sup>44</sup> Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/1288 kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088, pokud jde o regulační technické normy, které upřesňují podrobnosti týkající se obsahu a struktury informací ve vztahu k zásadě „významně nepoškozovat“ a které upřesňují obsah, metodologie a strukturu informací ve vztahu k ukazatelům udržitelnosti a nepříznivým dopadům na udržitelnost a obsah a strukturu informací ve vztahu k prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností a cílů udržitelných investic v dokumentech před uzavřením smlouvy, na webových stránkách a v pravidelných zprávách. In: Úřední věstník Evropské unie. 2022 [cit. 2023-04-12]. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022R1288#d1e38-38-1>.

<sup>45</sup> EVROPSKÝ ORGÁN PRO BANKOVNICTVÍ. Joint Regulatory Technical Standards on ESG disclosure standards for financial market participants. Online. 2023 [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar-3/joint-rtsg-disclosure-standards-financial-market-participants>.

v přenesené pravomoci, a již v názvu obsahují svůj primární účel, a to, že „upřesňují podrobnosti týkající se obsahu a struktury informací ve vztahu k zásadě „významně nepoškozovat“ a [...] upřesňují obsah, metodologie a strukturu informací ve vztahu k ukazatelům udržitelnosti a nepříznivým dopadům na udržitelnost a obsah a strukturu informací ve vztahu k prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností a cílů udržitelných investic v dokumentech před uzavřením smlouvy, na webových stránkách a v pravidelných zprávách“.

RTS byly po několika konzultačních kolech poprvé publikovány v Úředním věstníku 6. dubna 2022, a použitelné jsou od 1. ledna 2023.

Došlo již k jedné novelizaci, a to 20. února 2023. Únorová novela především reflektuje v přílohách RTS změny v Taxonomii, díky nimž je výroba energie a jiné aktivity spojené s fosilními plyny (tím je například zemní plyn), a nukleární energie, zahrnuta jako souladná s Taxonomií.<sup>46</sup>

V současné době (od dubna 2023) probíhají konzultační procesy ohledně další úpravy RTS, která má primárně zvýšit transparentnost, respektive objektivní standardy udržitelných a společensky pozitivních vlastností; předcházet s větší efektivitou *greenwashingu*, do nepříznivých vlivů ve společenské oblasti zahrnout zabraňování zakládání odborů, a zapracovat další poznatky z praxe navržené Evropskou komisí a evropskými orgány dohledu.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> HOLLARD, Aurélien; PELCÉ, Julie a ROBERT, Julien. Amendments to the SFDR RTS on fossil gas and nuclear energy related activities. Lexology. Roč. 2023.

<sup>47</sup> Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088: Joint Committee of the European Supervision Authorities. In: JC 2021 03. 2023.

RTS obsahují specifikace týkající se uveřejňování informací dle SFDR, a to jak co se týče jejich materiálního hlediska – rozsahu a detailů, tak formálního hlediska – způsobu publikace, a vzhledu a způsobu prezentace informací ve formě formulářů.

RTS jsou tematicky rozděleny na kapitoly týkající se jednotlivých druhů transparentnosti, souladně s články SFDR, které technicky upřesňují:

1. Transparentnost ohledně nepříznivých dopadů na faktory udržitelnosti – kapitola II RTS, specifikující článek 4 SFDR – tato kapitola konkretizuje způsob publikace informací na úrovni entity.

Tato kapitola RTS určuje, že publikace informací na úrovni entit musí probíhat prostřednictvím jednoho ze dvou následujících dokumentů dostupných na webových stránkách daného povinného subjektu:

- a. Prohlášení povinného subjektu, že zohledňuje hlavní nepříznivé dopady svých investičních rozhodnutí/investičního poradenství na faktory udržitelnosti – to má být publikováno povinným subjektem vždy do 30. června daného roku na webové stránce zpětně za uplynulý rok, a má obsahovat (i) shrnutí údajů o povinném subjektu a výčet hlavních nepříznivých dopadů, (ii) popis hlavních nepříznivých dopadů investičních rozhodnutí/poradenství na faktory udržitelnosti ve formě vyplněné tabulky ukazatelů, (iii) popis politik pro identifikaci a prioritizaci hlavních nepříznivých dopadů investičních rozhodnutí na faktory udržitelnosti ve formě metodologií, způsobu zavádění a zdrojů údajů pro tyto politiky (tedy ve smyslu „policies“), (iv) popis politik zapojení akcionářů, a (v) odkazy na mezinárodní standardy týkající se udržitelnosti. U finančních poradců je prohlášení značně zjednodušeno, neboť se nepředpokládá, že by byla nutná opětovná publikace informací, které jsou dle SFDR publikovány již účastníky finančních trhů. Finanční poradci jsou tak

ušetření od nutnosti „kopírovat“ prohlášení vydávaná již účastníky finančního trhu.

- b. Prohlášení povinného subjektu, že nezohledňuje nepříznivé dopady investičních rozhodnutí/investičního poradenství na faktory udržitelnosti – toto prohlášení má obsahovat zřetelnou proklamaci stanovující, že účastník finančního trhu/finanční poradce nepříznivé dopady do investičních rozhodnutí nebo investičního poradenství nezohledňuje, a odůvodnění, proč tomu tak je.

V případě, že je někdy zohledňovat plánuje, musí v tomto prohlášení specifikovat, v jakém časovém horizontu.

Toto prohlášení je, podobně jako ostatní prohlášení dle RTS, publikováno povinným subjektem ve zvláštním oddílu jeho webové stránky.

2. Zveřejňování informací o produktech před uzavřením smlouvy – kapitola III RTS, články 8 a 9 SFDR – tato kapitola RTS specifikuje, v závislosti na druhu finančního produktu, jaké povinné informace musí povinný subjekt předložit, přičemž podobně jako v jiných případech veškeré předmluvní informace musí být povinným subjektem předloženy ve formě šablony publikované v příloze RTS.

- a. Produkty prosazující environmentálních nebo sociálních vlastností – tedy tzv. *light green* produkty – povinná osoba uvede, zda je záměrem finančního produktu provádět jakékoli udržitelné (*dark green*) investice, případně zda finanční produkt prosazuje environmentální nebo sociální vlastnosti, aniž by sledoval cíl udržitelných investic.

Dále povinná osoba uvede rozvrh alokace investic v daném produktu, respektive minimální rozsah, v jehož míře daná investice je udržitelná, či má environmentální nebo sociální vlastnosti v souladu s Taxonomií v grafickém



zobrazení, a popíše podkladové investice, které daný produkt také obsahuje, a které nejsou udržitelnými investicemi. Dále také povinná osoba osvětlí, zda je produkt exponovaný vůči investicím spojeným se státní entitou. Důležitým indikátorem je pak povinnost informovat, zda bude probíhat plnění ESG cílů kontrole ze strany třetích stran či auditorů.

Míra udržitelnosti dané investice má být povinnou osobou v souladu s RTS spočtena jako tržní hodnota všech investic finančního produktu do environmentálně udržitelných činností vydělená celkovou tržní hodnotou všech investic daného finančního produktu.

Z tohoto vzorce je patrný důraz na skutečnou hodnotu investic, má se tak zamezit *greenwashingu* „ředěním“ produktů bez signifikantních environmentálních vlastností.

- b. Produkty s cílem udržitelných investic – tedy tzv. *dark green* produkty – povinná osoba uvede alokace a minimální podíl udržitelných investic grafickým znázorněním, popisem, a vysvětleními.
- c. Produkty s investičními možnostmi – u produktů, které nabízejí možnost investice do dalších finančních produktů, je třeba, pokud jde o finanční produkty s environmentálními nebo sociálními vlastnostmi nebo produkt s cílem udržitelných investic, plnit takřka stejné povinnosti, jako u takových produktů nabízených samostatně. Povinnost je nicméně charakterem nabídky „v rámci jiného produktu“ rozšířena o seznam investičních možností s ESG vlastnostmi, a o jejich podíl k poměru všech ostatních možností, které produkt nabízí. Podobně je tomu také, pokud investiční možnosti samy o sobě nejsou finančními produkty, jen se neužije obecná úprava týkající se ESG produktů, namísto ní

nastupují informační povinnosti článku 22 RTS, které jsou ale v podstatě shodné s výše jmenovanými.

3. Zveřejňování informací o produktech na webových stránkách – kapitola IV RTS, článek 10 SFDR – u prezentace každého finančního produktu na své webové stránce zveřejní účastníci finančního trhu zvláštní oddíl zvaný „*Informace související s udržitelností*“.

a. Informace o produktu zveřejňované na webových stránkách u finančních produktů, které prosazují environmentální nebo sociální vlastnosti – tzv. *light green* produkty – informace musí být na webové stránce odprezentovány ve specifickém pořadí, přičemž informace musí být rozčleněny do specifických oddílů definovaných RTS v článku 24.

Těmito oddíly jsou:

- (i) „*Shrnutí*“;
- (ii) „*Bez cíle udržitelných investic*“ – v tomto oddílu povinný subjekt, je-li tomu tak, oznámí, že produkt nemá cíl udržitelných investic, jak jsou zohledněny nepříznivé dopady a soulad s pokyny OECD pro nadnárodní společnosti a s obecnými zásadami OSN v oblasti podnikání a lidských práv;
- (iii) „*Environmentální nebo sociální vlastnosti finančního produktu*“;
- (iv) „*Investiční strategie*“ – zde povinný subjekt popíše strategii naplňující ESG vlastnosti produktu, a svou politiku hodnocení postupů řádné správy a řízení společností, do nichž je investováno;
- (v) „*Podíl investic*“;

- (vi) „*Monitorování environmentálních nebo sociálních vlastností*“ – vnitřní a vnější kontrolní mechanismy kontroly, ukazatele, na základě nichž jsou tyto vlastnosti monitorovány, a jak probíhá měření po celou dobu životního cyklu finančního produktu;
  - (vii) „*Metodologie pro environmentální nebo sociální vlastnosti*“ – tedy metodologie měření vlastností;
  - (viii) „*Zdroje údajů a jejich zpracování*“ – zde je zajímavé, že musí povinný subjekt odhalit, pokud jsou některé údaje k měření odhadovány;
  - (ix) „*Omezení metodologií a údajů*“ – vlastnosti omezující přesnost metodologií a údajů musí povinný subjekt specifikovat, a vyjasnit, jakým způsobem je ošetřeno, aby jejich omezení neovlivnily naplňování ESG vlastností daného produktu;
  - (x) „*Náležitá péče*“ – ve smyslu „*due diligence*“, věnovaná podkladovým aktivům finančního produktu, včetně její kontroly;
  - (xi) „*Politiky zapojení*“ – specifikace politik zapojení akcionářů do ESG strategií; a
  - (xii) „*Určená referenční hodnota*“ – pokud ESG investice sleduje tržní index, povinná osoba musí popsat způsob, jakým index sladuje ESG cíle se svým obsahem, a to včetně vstupních údajů, metodologií použitých pro sestavení indexu, a způsobu výpočtu.
- b. Informace o produktu zveřejňované na webových stránkách u finančních produktů, které sledují cíl udržitelných investic – tzv. *dark green* produkty – segmenty a členění informací, které musí být povinnou osobou publikovány na webových stránkách jsou relativně podobné:

- (i) „Shrnutí“;
- (ii) „Žádné významné poškození cíle udržitelných investic“ – vysvětlení, zda a proč daný produkt významně nepoškozuje (ve smyslu zásady „do no significant harm“ popsané výše) cíl udržitelných investic, zohlednění ukazatelů RTS (v příloze I – expozice vůči různým environmentálně a sociálně škodlivým faktorům souladná s Taxonomií), a zda je investice udržitelná v souladu s pokyny OECD, a obecnými zásadami OSN;
- (iii) „Cíl udržitelných investic finančního produktu“ – popis cíle;
- (iv) „Investiční strategie“ – povinný subjekt popíše strategii k dosažení cíle udržitelných investic, a politiku hodnocení postupů řádné správy a řízení společností, do nichž je investováno;
- (v) „Podíl investic“ – povinný subjekt specifikuje alokaci aktiv a minimální podíl udržitelných investic ve finančním produktu;
- (vi) „Monitorování cíle udržitelných investic“ – povinný subjekt popíše jak jsou udržitelný cíl a ukazatele udržitelnosti užívané k měření naplňování cíle v průběhu celého životního cyklu produktu monitorovány, a to jak interně, tak externě;
- (vii) „Metodologie“ – popíše se metodologie k měření dosažení cíle a způsob použití ukazatelů užitých k měření;
- (viii) „Zdroje údajů a jejich zpracování“ – povinný subjekt popíše zdroje, opatření k zajištění jejich kvality, způsob zpracování, a podíl údajů, jež jsou odhadovány;
- (ix) „Omezení metodologií a údajů“ – veškerá omezení a způsoby, jakými je zabráněno tomu, aby ovlivnily dosažení udržitelných investic; ”

- (x) „*Náležitá péče*“ – opět ve smyslu *due diligence*, ve vztahu k podkladovým aktivům;
- (xi) „*Politiky zapojení*“ – povinný subjekt popíše politiky zapojení akcionářů do cíle udržitelných investic; a
- (xii) „*Dosažení cíle udržitelných investic*“ – zde pak povinný subjekt popíše prvky týkající se indexů (jejich soulad s udržitelným cílem, včetně vstupních údajů, metodologií, a způsobu výpočtu indexu), a u investic, jež sledují za cíl snížení emisí uhlíku (resp. oxidů uhlíku) prohlášení, že referenční hodnota splňuje podmínky referenční hodnoty EU pro transformaci hospodářství spjatou s klimatem nebo referenční hodnotu vázanou na Pařížskou úmluvu.

4. Zveřejňování informací o produktech v pravidelných zprávách – kapitola V RTS, článek 11 SFDR

a. Prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností – u produktů prosazujících environmentální nebo sociální vlastnosti RTS upravují:

- (i) Požadavky na strukturu a obsah ve formě určené přílohou v příloze IV RTS;
- (ii) Informace ohledně postupu dosahování cílů ESG vlastností daným produktem v určeném časovém období, včetně ukazatelů udržitelnosti využitých ke změření naplnění těchto cílů.

Pokud již k danému produktu byly pravidelné zprávy vydávány, musí povinné osoby poskytnout i historické srovnání s daty z těchto zpráv, a určité další informace spjaté s částečným cílením na udržitelné investice a nepříznivé dopady;

- (iii) Největších 15 investic zahrnutých v daném produktu, seřazených dle finančního objemu, včetně informace o odvětví a zemi, v níž bylo investováno;
- (iv) Alokace aktiv, jak jsou ve finančním produktu rozvržena, včetně účelu investic, které jsou ve finančním produktu zahrnuty a nemají ESG vlastnosti;
- (v) Podíly hospodářských odvětví, v nichž jsou investice alokovány, a to včetně pododvětví v souladu s Taxonomií;
- (vi) Podrobný popis investic zahrnující informace o auditorech, grafická znázornění poměrů a různé další detaily k alokacím;
- (vii) Informace o sociálních aspektech investic; a
- (viii) V případě, že je jako podkladové aktivum produktu určen index, informace o jeho výkonnosti, o tom, jak se daný index liší od celkového tržního indexu, srovnání s výkonností celkového tržního indexu, a odůvodnění způsobu měření jeho výkonnosti.

b. Cíl udržitelných investic – u cíle udržitelných investic RTS k pravidelným zprávám specifikuje:

- (i) Požadavky na strukturu a obsah pravidelných zpráv ohledně dosahování cíle udržitelných investic v daném časovém období;
- (ii) Informace o tom, do jaké míry jsou naplňovány cíle udržitelných investic daného produktu včetně míry, v jaké bylo cíle dosaženo, výkonnosti produktu, historické srovnání s předchozími zprávami, byla-li již nějaká vydána, vysvětlení týkající se přispění jednotlivých investic k udržitelnému cíli, přičemž je třeba vysvětlit jak zohlednění

nepříznivých dopadů, tak soulad investic s pokyny OECD pro správu společností, tak obecné zásady OSN;

- (iii) největších 15 investic zahrnutých v daném produktu, seřazených dle finančního objemu, včetně informace o odvětví a zemi, v níž bylo investováno;
- (iv) podíl udržitelných investic v daném produktu, včetně záruk jeho udržitelných vlastností;
- (v) další konkrétní informace o udržitelných investicích (grafická znázornění, další informace o odvětvích a pododvětvích); a
- (vi) výkonnost v oblasti udržitelnosti u produktů, jež obsahují jako podkladové aktivum index – jak se liší od širokého tržního indexu, výkonnost a srovnání výkonnosti s širokým tržním indexem.

- c. Finanční produkty s investičními možnostmi – zde RTS dělí produkty dle toho, zda (i) nabízejí jednu nebo několik podkladových investičních možností s ESG vlastnostmi, které je tím kvalifikují jako produkty prosazující environmentální nebo sociální vlastnosti; (ii) nabízejí podkladové investiční možnosti, které nabízejí udržitelné investice; anebo (iii) sledují cíl udržitelných investic, ale nejsou samy o sobě finančními produkty.

Povinnosti ke všem těmto typům produktů jsou v podstatě identické jako v případech, kdy jsou tyto produkty samostatně nabízeny.

### **2.1.2 Shrnutí povinností dle SFDR**

Přehledně lze tedy povinnosti vyplývající ze SFDR shrnout takto:

	Článek SFDR	Oblast povinností	Povinné osoby	Režim povinnosti	Je tato povinnost upřesněna v RTS?
Úroveň entity	Článek 3	Transparentnost integrace udržitelnostních rizik	Účastníci finančního trhu i finanční poradci	Plná	Nikoliv
	Článek 4	Transparentnost nepříznivých dopadů na úrovni entity	Účastníci finančního trhu i finanční poradci	Plná pouze u účastníků finančního trhu překračujících 500 zaměstnanců / Ostatní <i>comply or explain</i>	Ano
	Článek 5	Transparentnost ohledně politiky odměňování s integrací udržitelnostních rizik	Účastníci finančního trhu i finanční poradci	Plná	Nikoliv
Úroveň produktu	Článek 6	Transparentnost integrace udržitelnosti do investičních rozhodnutí/poradenství	Účastníci finančního trhu i finanční poradci	<i>Comply or explain</i>	Nikoliv
	Článek 7	Transparentnost nepříznivých dopadů na úrovni produktu	Účastníci finančního trhu	<i>Comply or explain</i>	Nikoliv
	Článek 8	Transparentnost u produktů s environmentálními nebo sociálními vlastnostmi v předmluvní fázi (tzv. <i>light green</i> )	Účastníci finančního trhu, kteří takové produkty uvádějí na trh	Plná	Ano
	Článek 9	Transparentnost u produktů s udržitelnými cíli v předmluvní fázi (tzv. <i>dark green</i> )	Účastníci finančního trhu, kteří takové produkty uvádějí na trh	Plná	Ano
	Článek 10	Transparentnost ohledně produktů na webových stránkách	Účastníci finančního trhu, kteří takové produkty uvádějí na trh	Plná	Ano
	Článek 11	Transparentnost ohledně produktů v pravidelných zprávách	Účastníci finančního trhu, kteří takové produkty uvádějí na trh	Plná	Ano

Zdroj: Vlastní zpracování



### 2.1.3 Situační testování formulářů a způsobů sdělování informací

Formuláře a způsoby podání informací určené RTS byly před svým přijetím spotřebitelsky situačně testovány ve dvou samostatných studiích, a to ve studii vykonané Panelem spotřebitelů Nizozemského úřadu pro finanční trhy (AFM), a na Varšavské ekonomické škole. Cílem obou studií mělo být převážně ověřit, že vzory pro prezentaci informací v přílohách RTS jsou dostatečně srozumitelné a uživatelsky přívětivé.<sup>48</sup>

Obě studie došly ke smíšeným výsledkům – některé symboly a grafické zpracování byly obecně přijaty spíše pozitivně, a hodnoceny jako srozumitelné většinou účastníků, a zbylé byly hodnoceny jako nesrozumitelné, ve slepém testu (tj. bez textové deskripce) nebyly navíc některé symboly vyhodnoceny takřka žádným z účastníků správným označením.

Dle některých účastníků testování jsou navíc vzory k publikaci barevně nevýrazné, a nejsou tedy schopny dostatečně přitahovat pozornost spotřebitelů k důležitým informacím.

Dalším z častých bodů, které účastníci vzorové dokumentaci vypracované na základě RTS, byl fakt, že způsob, jakým jsou názvy sekcí ve vzorech formulovány, vyžaduje relativně široké ekonomické základy, a může některým spotřebitelům nebýt zcela srozumitelný. Dalším z problémů, který spotřebitelé ve studiích vytýkali, byla přílišná délka předmluvní dokumentace.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> WILTE, Zijlstra; PUYLAERT, Guy a DU CHATTEL, Zoe. Consumer testing pre-contractual and periodic ESG financial product information. Online. AFM. Říjen 2020 [cit. 2023-10-24]. Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962779/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%201%20-%20AFM.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962779/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%201%20-%20AFM.pdf); a CICIRKO, Marianna; KAWIŃSKI, Marcin a PETELCZYC, Janina. Consumer testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information. Online. Varšava: Warsaw School of Economics, 2020 [cit. 2023-10-24]. Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962780/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%202%20-%20SGH.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962780/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%202%20-%20SGH.pdf).

<sup>49</sup> CICIRKO, Marianna; KAWIŃSKI, Marcin a PETELCZYC, Janina. Consumer testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information. Online. Varšava: Warsaw School of Economics, 2020 [cit. 2023-10-24].

## 2.2 Akty v přenesené působnosti integrující ESG aspekty do UCITS, AIFMD a MiFID II

Jak již autor částečně uvedl výše, další z důležitých norem zakotvující ESG ve finanční regulatorice jsou akty v přenesené působnosti, které integrují množství důležitých environmentálních a sociálních aspektů do již existujících sektorových předpisů, respektive do aktů v přenesené působnosti, které se těchto sektorových předpisů týkají.

Dne 2. srpna 2021 byly v Úředním věstníku Evropské unie publikovány následující předpisy:

1. Nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 2021/1255 měnící nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled (dále jen „Přenesené nařízení AIFMD“);
2. Směrnice Komise v přenesené pravomoci č. 2021/1270 měnící směrnici Komise v přenesené pravomoci č. 2010/43/EU ze dne 1. července 2010, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o organizační požadavky, střety zájmů, pravidla jednání, řízení rizik a obsah smlouvy mezi depozitářem a správcovskou společností (dále jen „Přenesená směrnice UCITS“);
3. Nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 2021/1253 měnící nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 2017/565 ze dne 25. dubna 2016, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné

---

Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962780/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%20%20-%20SGH.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962780/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%20%20-%20SGH.pdf).

směrnice (dále jen „Přenesené nařízení MiFID ohledně organizačních požadavků a provozních podmínek“); a

4. Nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 2021/1269 měnící nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 2017/593 ze dne 7. dubna 2016 kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod (dále jen „Přenesené nařízení MiFID ohledně produktových podmínek“).

Co se týče jejich použitelnosti, změny v Přeneseném nařízení AIFMD nabyly účinnosti

1. srpna 2022, změny v Přenesené směrnici UCITS nabyly účinnosti taktéž 1. srpna 2022, změny v Přeneseném nařízení MiFID ohledně organizačních požadavků a provozních podmínek 2. srpna 2022 a změny v Přeneseném nařízení MiFID ohledně produktových podmínek pak nejpozději ze všech, a to 22. listopadu 2022. Všechny výše uvedené předpisy jsou tedy jak platné, tak účinné již poměrně dlouhou dobu.

Změny ve výše uvedených přenesených aktech nově integrují environmentální a sociální požadavky, které se týkají „rizik týkajících se udržitelnosti“ dle definice SFDR, tedy ve smyslu „události nebo situace v environmentální nebo sociální oblasti nebo v oblasti správy a řízení, která by v případě, že by nastala, mohla mít skutečný nebo možný významný nepříznivý dopad na hodnotu investice“<sup>50</sup>, a „faktorů udržitelnosti“ dle definice SFDR, tedy „environmentální, sociální a zaměstnanecké otázky, dodržování lidských práv a otázky boje proti korupci a úplatkářství“<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Text s významem pro EHP). 2019.

<sup>51</sup> Ibid.

## 2.2.1 ESG prvky v Přeneseném nařízení AIMFD

Správce alternativního investičního fondu musí plnit, mimo jiné, následující ESG povinnosti:<sup>52</sup>

1. Při uplatňování vysokého standardu patřičné opatrnosti (anglicky *high standard of due diligence*) (dále také jen „due diligence“), kterou správci alternativního investičního fondu musí aplikovat při výběru investice, tak při jejím následném monitorování, je třeba také zohlednit „rizika týkající se udržitelnosti“ a v případech, kde správci alternativního investičního fondu plní jiné povinnosti dle SFDR, musí je brát v potaz i při uplatňování *due diligence*, tedy při provádění právních a faktických prověrek investic.

2. V rámci správy personálního substrátu musí správce alternativního investičního fondu kromě všech původních požadavků na znalosti, dovednosti a vědomosti svých zaměstnanců také zajistit, aby zaměstnanci měli také zdroje a odborné znalosti pro efektivní začlenění „rizik týkajících se udržitelnosti“.

Na tento požadavek lze pohlížet tak, že buď bude dostačujícím opatřením, pokud správce alternativního investičního fondu svůj současný personální substrát ‚dovzdělá‘ ohledně environmentálních rizik, anebo nové zaměstnance či poradce ‚přibral‘, čímž nedostatky zbytku personálního substrátu zhojí.

3. Druhy střetů zájmů jsou nově rozšířeny o ty střety zájmů, které mohou vzniknout při začleňování „rizik týkajících se udržitelnosti“ do procesů, systémů a vnitřních kontrol správců alternativních investičních fondů.

---

<sup>52</sup> Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1255 ze dne 21. dubna 2021, kterým se mění nařízení v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013, pokud jde o rizika týkající se udržitelnosti a faktory udržitelnosti, které berou do úvahy správci alternativních investičních fondů. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.

Střety zájmů jsou tedy rozšířeny o aspekty, které se týkají udržitelnosti – pokud by některá z osob, která má za úkol spravovat investice, či vykonávat v rámci správy alternativního investičního fondu jiné úkoly, mohla poškodit zájmy fondu v oblasti udržitelnosti, je taktéž zahrnuta v rámci pravidel omezujících a předcházejících střety zájmů v rámci AIFMD.

4. Politika řízení rizik kromě tržních, likviditních, a *counterparty*<sup>53</sup> rizik zahrnuje udržitelnostní rizika.
5. Do obecných požadavků, které v rámci AIFMD zahrnují např. záznamové povinnosti, interní kontrolní mechanismy, a jiná správní pravidla, musí být „rizika týkající se udržitelnosti“ implicitně integrována.
6. Seniorní management, správní orgány správce alternativních investičních fondů a, pokud jsou ustaveny, dozorčí orgány, jsou zodpovědné také za integraci „rizik týkajících se udržitelnosti“.

Environmentální a sociální aspekty jsou tedy zahrnovány nejen v rámci personálního substrátu v rámci určité „vzdělávací“ složky, nýbrž jsou ohledy na rizika týkající se udržitelnosti i součástí povinností orgánů a seniorního managementu správců alternativních investičních fondů.

## 2.2.2 ESG prvky v Přenesené směrnici UCITS

Členské státy musí po správcích požadovat následující nadstavbové povinnosti týkající se integrace environmentálních a sociálních aspektů:<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> *Counterparty* riziko, je rizikem, kdy se protistrana stane ilikvidní nebo z jiných důvodů v ekonomickém smyslu selže.

<sup>54</sup> Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1270 ze dne 21. dubna 2021, kterou se mění směrnice 2010/43/EU, pokud jde o rizika týkající se udržitelnosti a faktory udržitelnosti, které je třeba zohlednit v případě subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.

1. V rámci obecných organizačních požadavků a požadavků týkajících se vnitřních procesů, stanovených obdobně jako v režimu AIMFD, musí správci být nuceni brát v potaz také „rizika týkající se udržitelnosti“.
2. Správce musí kromě adekvátního personálního substrátu splňujícího všechny původních požadavků na znalosti, dovednosti a vědomosti také zajistit, opět, obdobně jako v režimu regulace AIMFD, zajistit také, aby zaměstnanci měli také zdroje a odborné znalosti pro efektivní začlenění „rizik týkajících se udržitelnosti“.
3. Investiční podniky musí „rizika týkající se udržitelnosti“ promítat do svého fungování při správě fondů, a to s ohledem na povahu, škálu a komplexnost činností investičního podniku samého.
4. Opět, obdobně jako v AIMFD, seniorní management, správní orgány správce, a, pokud jsou ustaveny, dozorčí orgány, jsou zodpovědné také za integraci „rizik týkajících se udržitelnosti“.
5. „Rizika týkající se udržitelnosti“ musí správce taktéž brát v potaz při identifikaci střetu zájmů, při uplatňování due diligence, a při obecném uplatňování politik správ rizik.

Transpozice norem z Přenesené směrnice UCITS do českého práva proběhla skrze vyhlášku č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech a vyhlášku č. 184/2022 Sb., kterou se mění vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění vyhlášky č. 52/2016 Sb.

### **2.2.3 ESG prvky v Přeneseném nařízení MiFID ohledně organizačních požadavků a provozních podmínek**

Kromě nových povinností doplňujících existující povinnosti v oblasti finančních nástrojů primárně pro investiční podniky uvádí směrnici do souladu se SFDR.

Dalšími změnami mimo rámec SFDR pak jsou nové povinnosti velmi podobné zásahům do ostatních sektorových předpisů, jde tedy hlavně o začleňování „*rizik týkajících se udržitelnosti*“ do vnitřní organizace a procesů, do řízení rizik, do procesu identifikace a prevence střetu zájmů, výběru investičních produktů a při posuzování tolerance klienta vůči rizikům.

Dále také ukládá investičním podnikům identifikovat u klientů (nebo potenciálních klientů) preference týkající se udržitelnosti, kterými se musí řídit při výběru nebo doporučení investičních nástrojů, a explicitně zakazuje investičním podnikům vykonávat obchody nebo doporučovat takové investiční nástroje, které nejsou ve shodě s preferencemi daného klienta.

Pokud žádný investiční nástroj nevyhovuje klientovým preferencím týkajícím se udržitelnosti, a klient na základě absence vhodného produktu svou preferenci změní, musí takovou změnu ze strany klienta investiční podnik zaznamenat a odůvodnit. Zároveň v rámci zpráv, které musí klientovi předkládat v souvislosti s investicí, je investiční podnik povinen poznamenávat i klientův přístup k udržitelnosti.<sup>55</sup>

#### **2.2.4 ESG prvky v Přeneseném nařízení MiFID ohledně produktových podmínek**

Podobně jako v Přeneseném nařízení MiFID ohledně organizačních požadavků a provozních podmínek, změna v Přeneseném nařízení MiFID ohledně produktových podmínek uvádějí do souladu povinnosti pro investiční podniky s povinnostmi zavedenými v SFDR.

Dále nově do pravidelných evaluací rizikovosti produktů, které investiční podniky samotné uvádějí na trh, zahrnuje i „*rizika týkající se udržitelnosti*“. Podobné povinnosti pak

---

<sup>55</sup> Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1253 ze dne 21. dubna 2021, kterým se mění nařízení v přenesené pravomoci (EU) 2017/565, pokud jde o začlenění faktorů udržitelnosti a rizik a preferencí týkajících se udržitelnosti do určitých organizačních požadavků a provozních podmínek investičních podniků. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.

integruje i do správních procesů při distribuci finančních produktů, a to jak při doporučování produktů, ale obecně také s ohledem na rizika pro určený cílový trh.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1269 ze dne 21. dubna 2021, kterou se mění směrnice v přenesené pravomoci (EU) 2017/593, pokud jde o začlenění faktorů udržitelnosti do povinností při řízení produktů. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.



### 3. Dohled nad dodržováním právní úpravy ESG ve finanční regulatorice

#### 3.1 Role evropských orgánů dohledu

Evropské orgány dohledu – EBA, ESMA a EIOPA, které společně tvoří Evropský systém finančního dohledu (dále jen „ESFS“), jsou nadstátními orgány, které se v rámci vzájemné spolupráce snaží zajišťovat konzistentní dohled nad finančním sektorem napříč EU.<sup>57</sup>

Hrají výraznou regulatorní a analytickou roli jak v makro-, tak mikrobezpečnostním hledisku, tedy jak v hledisku systémových rizik v celém finančním systému, tak na úrovni jednotlivých finančních institucí, které jsou regulovanými subjekty.<sup>58</sup>

ESG je z tohoto hlediska tedy záležitostí jak makro-, tak mikrobezpečnosti, a Evropské orgány dohledu se v rámci ESFS ESG aspekty zabývají tedy jak na úrovni změny klimatu a společenských změn jako systémového rizika pro finanční stabilitu a funkčnost finančního systému, tak na úrovni jednotlivých subjektů a plnění jejich povinností dle platného regulatorního ESG rámce.<sup>59</sup>

Hlavní vliv na ESG politiku a regulaci v rámci EU hrají evropské orgány dohledu skrze Společnou komisi evropských orgánů dohledu, a to hlavně prostřednictvím vydávání společných „otázek a odpovědí“, stanovisek a zpráv týkajících se dodržování víceoborových právních předpisů.

V současné době Společná komise vydala k ESG ve finanční regulatorice následující nejvýznamnější dokumenty:

---

<sup>57</sup> EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. Evropský systém finančního dohledu. Online. Dostupné z: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.cs.html>. [cit. 2023-11-03].

<sup>58</sup> ESRB a ESFS. Online. Česká národní banka. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni-vztahy/esrb-a-esfs/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/esrb-a-esfs/). [cit. 2023-12-06].

<sup>59</sup> EU regulation of sustainable finance, Practical Law UK Practice Note. Thomson Reuters Practical Law: Practical Law Financial Services. Roč. 2023.

1. Dohledové vyjádření Společné komise týkající se použití SFDR ze dne 22. března 2022, které mimo jiné obsahuje stanoviska k časovému sledu účinnosti jednotlivých ustanovení SFDR i RTS.
2. Vyjasnění ze strany Společné komise týkající se návrhů<sup>60</sup> RTS ze dne 2. června 2022, které konkretizuje použití RTS, výpočty a standardy týkající se nejasných bodů.
3. Konsolidované otázky a odpovědi Společné komise týkající se SFDR a RTS ze dne 17. května 2023, které obsahují mimo jiné odpovědi na otázky týkající se rozsahu transparentnosti, definic, produktů s investičními možnostmi, sladění terminologie s Nařízením o taxonomii a povinností finančních poradců.
4. Pravidelné zprávy ohledně rozsahu transparentnosti v režimu SFDR, přičemž poslední vydaná zpráva o plnění režimu SFDR byla publikována 28. září 2023.<sup>61</sup> Obsahuje shrnutí a kvalitativní i kvantitativní měření transparentnosti na úrovni povinných osob i produktů.
5. Různá doporučení týkající se úprav ESG ve finanční regulatorice, včetně potenciálních reforem SFDR<sup>62</sup> nebo návrhů na obecné úpravy předpisů k zabránění greenwashingu.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> V době publikace tohoto dokumentu ze strany Společné komise se ještě jednalo o tzv. konzultační draft, je však zvykem, že se evropské orgány dohledu vyjadřují k použití i dosud neúčinných či nepřijatých právních předpisů pro upevnění právní jistoty povinných subjektů.

<sup>61</sup> 2023 Joint ESAs Report on the extent of voluntary disclosure of principal adverse impacts under SFDR. JC 2023 42. Joint Committee of the European Supervisory Authorities, 2023.

<sup>62</sup> JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES. ESAs propose amendments to extend and simplify sustainability disclosures. Online. 2023. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-propose-amendments-extend-and-simplify-sustainability-disclosures>. [cit. 2023-11-03].

<sup>63</sup> JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES. ESAs launch joint Call for Evidence on greenwashing. Online. 2023. [cit. 2023-11-03]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-launch-joint-call-evidence-greenwashing>.

### 3.2 Dohled nad dodržováním právní úpravy ESG ve finanční regulatorice v České republice

Orgánem dohledu na území České republiky je Česká národní banka, jejíž dohledovou povinnost nad plněním povinností plynoucích ze SFDR zakládá jeho článek 14 nazvaný „Příslušné orgány“, stanovující v odstavci prvním, že *„Členské státy zajistí, aby příslušné orgány určené v souladu s odvětvovými právními předpisy, zejména odvětvovými právními předpisy uvedenými v čl. 6 odst. 3 tohoto nařízení, a v souladu se směrnicí 2013/36/EU, sledovaly, zda účastníci finančního trhu a finanční poradci dodržují požadavky stanovené tímto nařízením. Příslušné orgány mají veškeré dohledové a vyšetřovací pravomoci, které jsou nezbytné pro plnění jejich úkolů podle tohoto nařízení.“*<sup>64</sup> a *„Pro účely tohoto nařízení příslušné orgány vzájemně spolupracují a bez zbytečného odkladu si poskytují informace, které jsou relevantní pro plnění jejich povinností podle tohoto nařízení.“*<sup>65</sup>.

Z ustanovení prvního odstavce článku 14 SFDR je viditelné, že je záměrem zákonodárce, aby na povinnosti plynoucí ze SFDR dohlížel výhradně stejný národní orgán dohledu, jaký dohlíží na povinné osoby dle sektorových právních předpisů, a dle směrnice 2013/36/EU, o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky (dále jen „CRD IV“). Tím je, jak již autor uvedl na začátku této kapitoly, v českém prostředí právě Česká národní banka jako integrovaný a univerzální orgán dohledu nad finančním trhem.<sup>66</sup>

Ustanovení druhého odstavce pak míří nejen na usnadnění spolupráce mezi jednotlivými orgány dohledu ve vnitrostátních režimech, v nichž není dohled nad finančním

---

<sup>64</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Text s významem pro EHP). 2019.

<sup>65</sup> Ibid.

<sup>66</sup> BARÁK, Josef. Česká národní banka jako orgán dohledu nad finančním trhem. Právní rozhledy. 2006, roč. 2006, č. 7. ISSN 1210-6410.

trhem integrován, ale také na vzájemnou mezinárodní spolupráci mezi orgány dohledu napříč členskými státy EU, tedy opatření směřující k vytvoření unie kapitálových trhů na území Evropské unie. To je ostatně nadále, jak již autor poznamenal v úvodních kapitolách, cílem evropských orgánů dohledu, plně zahrnutým do veškeré ESG regulatorní legislativy.

#### **4. Komparace úpravy ESG ve finanční regulatorice v právu EU s právní úpravou ve Spojeném království a Spojených státech**

Environmentální a sociální aspekty se do světa finančních trhů promítají čím dál tím častěji, navíc nejde o trend, jehož projevy lze pozorovat pouze na území Evropské unie.

Integrace ESG do investičních strategií je značně viditelná i ve Spojených státech a Spojeném království, které díky kombinaci přítomnosti silných kapitálových trhů, rostoucí společenské skrutinizace udržitelnosti investic, jež jsou jejich prostřednictvím prováděny, a poměrně značenému nebezpečí či přítomnosti *greenwashingu* taktéž k regulaci transparentnosti týkající se ESG v rámci svých právních řádů přistoupily nebo přistupují.

##### **4.1 Komparace s právní úpravou ve Spojeném království**

###### **4.1.1 Popis navrhované úpravy ve Spojeném království**

Britský dohledový orgán pro oblast finančních trhů, *Financial Conduct Authority* (dále jen „FCA“), v rámci „*net zero*“ politiky<sup>6768</sup> vlády Spojeného království vydal v listopadu 2021 diskuzní materiál DP21/4, a posléze také, v říjnu 2022 konzultační materiál CP22/20 nazvaný

---

<sup>67</sup> Česky taktéž politika uhlíkové neutrality, nebo politika „čisté nuly“ – esenciálně jde o to, že Spojené království nemá žádné skleníkové plyny do roku 2050 do atmosféry země vypouštět.

<sup>68</sup> PM recommits UK to Net Zero by 2050 and pledges a “fairer” path to achieving target to ease the financial burden on British families. London: Prime Minister's Office, 10 Downing Street and The Rt Hon Rishi Sunak MP, 2023 [cit. 2023-11-10]. Dostupné také z: <https://www.gov.uk/government/news/pm-recommits-uk-to-net-zero-by-2050-and-pledges-a-fairer-path-to-achieving-target-to-ease-the-financial-burden-on-british-families>.

„Požadavky na transparentnost ohledně udržitelnosti a označování investic“ (anglicky „Sustainability disclosure requirements (SDR) and investment labels“, dále jen „SDR“).

V současné době již proběhlo a 25. ledna 2023 bylo uzavřeno poslední konzultační připomínkování, přičemž FCA následně vydala 28. listopadu 2023 prohlášení o regulaci č. PS 23/16 (anglicky *policy statement*), které již zahrnuje finální verzi SDR ve formě, v jaké začne v příštích letech účinkovat.

V SDR FCA mimo jiné předestírá zavedení následujících opatření<sup>69</sup>:

1. Zavedení označování finančních produktů jako udržitelné (anglicky *Sustainable investment product labels*) – tato označení mají investorům pomoci identifikovat investiční produkty na základě udržitelnosti, navrženy jsou tři kategorie označení, a to (i) environmentálně nebo společensky udržitelné produkty (anglicky takzvané „*sustainable focus*“ produkty); (ii) produkty, které míří na postupné zlepšování svých environmentálních a sociálních vlastností v průběhu svého životního cyklu (anglicky takzvané „*sustainable improvers*“ produkty); a (iii) produkty, které míří na řešení environmentálních a společenských problémů, s reálně měřitelným, pozitivním, dopadem (anglicky takzvané „*sustainable impact*“ produkty).
2. Zavedení povinného sdělování zjednodušených informací týkajících se udržitelnosti v předmluvních informacích pro spotřebitele.
3. Zavedení povinného sdělování podrobných informací týkajících se udržitelnosti v předmluvních a pravidelných zprávách pro kvalifikované a institucionální investory na úrovni jak produktu, tak celé povinné osoby.

---

<sup>69</sup> Hot topics: proposed FCA sustainability disclosure requirements (SDR) and labelling regime. Thomson Reuters Practical Law Financial Services. 2022.

4. Zavedení pravidel pro pojmenovávání a marketing týkající se finančních produktů, které mimo jiné omezují užívání některých nejznámějších environmentálních a sociálních pojmů (primárně použití pojmů „ESG“, „zelený“ nebo „udržitelný“) v marketingových materiálech u produktů, které nebudou mít některé z označení popsaných výše.
5. Zavedení požadavků pro povinné osoby s obratem vyšším než 5 miliard liber (s odloženou účinností pro entity s obratem menším než 50 miliard liber) ohledně ESG finančních produktů, které nabízí (nabízí-li takové produkty).
6. Zavedení nových požadavků na zprostředkovatele finančních produktů, kteří musí zajistit náležitou distribuci předmluvních informací.
7. Nová všeobecná skutková podstata zákazu *greenwashingu*, která se aplikuje na všechny subjekty regulované FCA, a přikazuje jim, aby veškerá tvrzení týkající se udržitelnosti byla náležitě odůvodněna, uváděna srozumitelně, a nebyla lživá.

Podle vyjádření FCA bude výše uvedená právní úprava dopadat v rozsahu označování, transparentnosti, pravidel pojmenovávání a marketingu na správce fondů UK UCITS, investiční společnosti s proměnným kapitálem (takzvané ICVC ve smyslu britské *Open-Ended Investment Company Regulation 2001* a *Financial Services and Markets Act 2000*, jde esenciálně o samosprávný UCITS fond<sup>70</sup>), správce alternativních investičních fondů (UK AIMFs) a správce malých autorizovaných AIMFs.

Pravidla týkající se zprostředkovatelů se pak budou týkat výhradně investičních zprostředkovatelů a investičních poradců. Zvláštní nová skutková podstata zakazující *greenwashing* pak dopadá na veškeré subjekty regulované FCA.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> Open-ended investment companies. Online. FCA Handbook Glossary. 2005 [cit. 2023-11-10]. Dostupné z: Financial Conduct Authority, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G779.html>.

<sup>71</sup> Hot topics: proposed FCA sustainability disclosure requirements (SDR) and labelling regime. Thomson Reuters Practical Law Financial Services. 2022.

Co do účinnosti, FCA ji nastavila tak, že jako první, 31. května 2024, začne účinkovat obecná skutková podstata zakazující *greenwashing*, posléze 31. června 2024 mohou povinné osoby začít užívat označení při splnění požadavků transparentnosti, 2. prosince 2024 začínají být účinná ustanovení týkající se marketingových omezení. Poslední pak přijde na řadu plná účinnost pravidel vztahujících se na celé entity s obratem nad 50 miliard liber, a posléze nad 5 miliard liber.<sup>72</sup>

#### **4.1.2 Komparace navrhované úpravy ve Spojeném království s úpravou práva EU**

Návrh Požadavků je v mnohém podobný právnímu režimu SFDR. Stejně jako SFDR, SDR třídí finanční produkty dle environmentálních a sociálních cílů, snaží se regulovat *greenwashing*, a soustředí se na snížení informační asymetrie způsobené nerovností vztahu investora a regulovaného subjektu.

SDR se nicméně od SFDR poměrně drasticky liší tím, že se soustřeďuje na úpravu označování produktů, které environmentální nebo sociální vlastnosti mají, spíše než na holistickou úpravu transparentnosti ESG vlastností napříč produkty i povinnými subjekty, jak je stanovena SFDR. Tedy, SDR dopadá jen na povinné osoby a produkty, které ESG vlastnosti mají, a mohou tak dle relevantních ustanovení SDR být označeny, zatímco SFDR dopadá na všechny povinné osoby v něm uvedené, a na všechny produkty, které nabízejí, tedy i na ty, které ESG vlastnosti nemají.<sup>73</sup>

Dalším výrazným rozdílem je, že SDR sice určuje, jaké informace týkající se environmentálních nebo sociálních vlastností produktu má povinná osoba publikovat, ale neobsahuje šablony určující vizuální stránku a strukturu podání informací.

---

<sup>72</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels. In: Publications of FCA. 2023.

<sup>73</sup> WALKER, Michaela; BEYEA, Cynthia; SPYROPOULOS, Phil a NADASDY, Krisztina. Labelling of ESG funds: the US, UK and EU approaches. Thomson Reuters Practical Law Financial Services. 2023.

FCA se naopak v tomto ohledu v rámci konzultačních kol vyjádřila, že „podporuje podnikatelský sektor v tom, aby na základě spotřebitelsky orientovaného průzkumu vytvořila tržní standard šablony k publikaci informací dle SDR.“<sup>74</sup>

Co se týče okruhu povinných osob, okruh autor považuje za esenciálně stejný, jako v případě SFDR, se samozřejmými jurisdikčními specifiky způsobenými rozdíly v právních formách povinných osob, respektive existencí rozdílných forem jejich založení.

## **4.2 Komparace s právní úpravou ve Spojených státech**

### **4.2.1 Popis navrhované úpravy ve Spojených státech**

Americký dohledový orgán pro oblast finančních trhů, Komise pro cenné papíry (anglicky *Securities and Exchange Commission*, dále jen „SEC“), regulaci ESG do finanční regulatoriky plánuje integrovat poměrně roztržštěným způsobem prostřednictvím dodatků k již existujícím sektorovým předpisům i pomocí vydání nových předpisů.

Své návrhy týkající se environmentálních a sociálních vlastností ve finanční regulatorice SEC publikoval pro účely konzultace v květnu roku 2022, přičemž lhůta pro podávání vyjádření skončila v listopadu 2022.<sup>75</sup>

Konkrétními dodatky, které SEC zamýšlel vydat, byly změny k formulářům a pravidlům vydávaným dle Zákona o (investičních) poradcích (anglicky *Advisers Act*) a Zákona o investičních společnostech (anglicky *Investment Companies Act*) označené čísly S7-17-22 (dále jen „Změny týkající se informačních povinností“)<sup>76</sup>, a dále změny týkající se

---

<sup>74</sup> Hot topics: proposed FCA sustainability disclosure requirements (SDR) and labelling regime. Thomson Reuters Practical Law Financial Services. 2022.

<sup>75</sup> SEC Proposes ESG Disclosure Rules for Investment Advisers and Funds. Thomson Reuters Practical Law Corporate and Securities. Roč. 2022.

<sup>76</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Proposing Release: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices. 2022 [cit. 2023-12-11]. Dostupné také z: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/ia-6034.pdf>.



takzvaných Pravidel označování (anglicky *Naming Rules*) označenými čísly 35d-1, zjednodušeně jde o předpis, který determinuje, jaké názvy mohou finanční produkty mít na základě svých inherentních vlastností (dále jen „Změny týkající se označování“).

Změny týkající se označování byly nakonec SEC přijaty před Změnami týkajícími se informačních povinností v září 2023, s odloženou platností 30 a 60 dnů, dle velikosti aktiv spravovaných konkrétním fondem.<sup>77</sup> Změny týkající se informačních povinností dosud nebyly přijaty.

Změny týkající se informačních povinností dopadají na investiční poradce, neregistrované investiční poradce (zvláštní kategorie poradců nespĺňující kritéria velikosti nebo veřejnosti investičních nabídek<sup>78</sup>), investiční společnosti, a společnosti poskytující obchodní rozvoj (anglicky *business development companies*, ve zkratce jde o uzavřené investiční fondy poskytující dluhové financování, nejčastěji malým a středním podnikům<sup>79</sup>).

Změny týkající se informačních povinností budou spočívat v následujících legislativních opatřeních:<sup>80</sup>

1. Zavedení klasifikace fondů v registrační dokumentaci (anglicky *registration statements*) dle úrovně jejich udržitelného zacílení jako

---

<sup>77</sup> SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names. Online. Securities and Exchange Commission [cit. 2023-11-14]. 2023. Dostupné z: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-188>.

<sup>78</sup> Registration Under the Securities Act of 1933. Online. Securities and Exchange Commission [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/registration-under-securities-act-1933#:~:text=The%20most%20common%20exemptions%20from,Intrastate%20offerings%3B%20and>.

<sup>79</sup> Investor Bulletin: Publicly Traded Business Development Companies (BDCs). Online. Securities and Exchange Commission. Roč. 2020 [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/investor-bulletin-publicly-traded-business-development-companies>.

<sup>80</sup> SEC Proposes ESG Disclosure Rules for Investment Advisers and Funds. Thomson Reuters Practical Law Corporate and Securities. Roč. 2022.

- a. integrační fondy (anglicky *integration funds*), jejichž cílem je integrovat do investiční strategie jak udržitelné faktory, tak faktory nesouladné s udržitelnými cíli;
  - b. fondy se zaměřením na environmentální a sociální faktory (anglicky *ESG-focused funds*), které v rámci svých investičních strategií užívají takzvaná zařazovací a vylučovací kritéria ohledně investic, do nichž distribuují finanční prostředky, kdy tento typ fondu musí mít určitý udržitelný cíl, a musí do ESG investic alokovat alespoň 80 % investic; a
  - c. fondy s udržitelnými dopady (anglicky *impact funds*), které jsou esenciálně definiční podmnožinou fondů se zaměřením na environmentální a sociální faktory, ale lišící se od těchto obecných fondů tím, že mají konkrétně stanovený cíl, který chtějí splnit.
2. Zavedení publikace informací týkajících se ESG aspektů v různém rozsahu (dle kategorie fondu, jak byly uvedeny výše) v ročních zprávách a v poradenských materiálech (anglicky *advisers brochures*).

V rámci Změn týkajících se označování pak došlo k vytvoření nových pravidel rozšiřujících omezení názvů fondů tak, aby nemohlo docházet už v nich ke *greenwashingu*.

Zjednodušeně, má-li název fondu obsahovat slova aludující na jeho environmentální nebo sociální vlastnosti, musí alokace investovaných prostředků na investice s environmentálními nebo sociálními vlastnostmi v takovém fondu dosahovat alespoň 80 %

z celkové hodnoty investic daného fondu (respektive, takový fond lze označit pouze jako fond se zaměřením na environmentální nebo sociální faktory, nebo fond s udržitelným dopadem).<sup>81</sup>

#### **4.2.2 Komparace navrhované úpravy ve Spojených státech s úpravou práva EU**

Vzhledem k době vzniku, investičním trendům a existenci jisté neformální soutěživosti mezi jurisdikcemi je úprava navržená SEC relativně podobnou úpravě zavedené právem EU i úpravě navržené ve Spojeném království.

Zásadní je opět označování finančních produktů, respektive, v kontextu Spojených států, označení fondů, a to na základě jejich environmentálních nebo sociálních vlastností, společně s jejich pojmenováváním, a povinnostmi týkajícími se informování investorů.

Důležité je nicméně opět poznamenat, že navrhovaná právní úprava ve Spojených státech se soustřeďuje spíše na konkrétní aspekty označování produktů s ESG vlastnostmi. Není tedy holistická, a nedojde-li k zásadnějším změnám, nebude promítat povinnosti týkající se ESG na širší okruh produktů nebo povinných osob.<sup>82</sup>

Okruh povinných osob je opět jako v případě úpravy ve Spojeném království, pouze s ohledem na jurisdikční specifika (především poměrně značně rozdílné právní formy), srovnatelný a poměrně logický.<sup>83</sup>

---

<sup>81</sup> SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names. Online. Securities and Exchange Commission [cit. 2023-11-14]. 2023. Dostupné z: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-188>.

<sup>82</sup> SEC Proposes ESG Disclosure Rules for Investment Advisers and Funds. Thomson Reuters Practical Law Corporate and Securities. Roč. 2022.

<sup>83</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Proposing Release: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices. 2022 [cit. 2023-11-14]. Dostupné také z: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/ia-6034.pdf>.

## **5. Zhodnocení právní úpravy ESG ve finanční regulatorice a úvahy *de lege ferenda***

Právní úprava týkající se ESG ve finanční regulatorice je v současné době stále ještě nová, a v určité rovině stále značně abstraktní. V této kapitole práce se autor bude zabývat především kritickým zhodnocením právní úpravy, stručně shrne její vliv na tržní prostředí, zmíní reakce tržních účastníků na její nedostatky a na závěr navrhne úpravy, které by mohly současnou legislativu určitým způsobem zefektivnit a vylepšit.

### **5.1 Zhodnocení současné právní úpravy ESG ve finanční regulatorice**

#### **5.1.1 Zhodnocení úpravy týkající se označování finančních produktů a informování o nich - SFDR**

SFDR a sektorové úpravy v právních předpisech jsou bezesporu nutným a potřebným krokem k vytvoření unie kapitálových trhů, zmírnění informační asymetrie mezi investorem a tvůrci nebo distributory finančních produktů, a ke zkrocení v dnešní době čím dál tím více prominentního *greenwashingu*.

ESG investování je na trzích totiž již stejně přítomné, a (nejen institucionálními) investory vyhledávané, a to i bez zásahů regulátorů. Je tedy třeba odmítnout narativ, který ESG legislativu označuje za zcela zbytečnou.

Legislativci, jako je tomu takřka vždy, v podstatě ve velké části aspektů „dohánějí“ již vzniklý trh, a snaží se zabránit tržnímu selhání v podobě nesouladu popisu environmentálních a sociálních vlastností finančních produktů a jejich skutečných dopadů.

Právní úprava ESG ve finanční regulatorice je extrémně komplexní, díky čemuž jsou extrémně komplexními i povinnosti z ní plynoucí. ESG je do regulatorních předpisů integrováno napříč mnoha předpisy několika úrovní, které samy o sobě obsahují extrémně nové a nepřesně vydefinované pojmy, jejichž kompletní porozumění podle všeho postrádají

i regulátoři samotní, jak se ostatně ukazuje i na statistických trendech. To je, dle názoru autora, ústředním důvodem, z něhož pramení mnoho dalších problémů ESG legislativy.

Problém komplikovanosti a velkého množství nejasností týkajících se SFDR (a RTS) lze pozorovat v praxi již v poměrně krátké době od jeho účinnosti. Pro regulované subjekty ze SFDR a příbuzných předpisů plyne značené množství nejistoty, a vliv těchto nejistot je ostatně i vidět na statistických údajích týkajících se finančních produktů souvisejících s ESG.

Například na statistikách označení produktů je evidentní „sestupný“ trend, kdy povinné osoby již po pouhém roce účinnosti SFDR reklasifikovaly až 70 % z finančních produktů označených dle článku 9 SFDR (tedy tzv. *dark green* produkty), na produkty označené dle článku 8 SFDR (tedy na tzv. *light green* produkty).<sup>84</sup>

Tento trend je s vysokou pravděpodobností způsoben, jak uvádí například *Securities Market and Stakeholder Group*, skupina sdružující investory a poskytovatele služeb na finančních trzích pro účely konzultace s ESMA, v dopise zaslaném v lednu 2023 ESMA, tím, že i přes všechny snahy Evropských orgánů dohledu rozdíl mezi produkty dle článku 8 SFDR (tzv. *light green*) a dle článku 9 SFDR (tzv. *dark green*) odlišit prostřednictvím neformálních dokumentů i formálních pokynů, rozdíl stále nejsou identifikovány s dostatečnou přesností.<sup>85</sup>

Dle názoru autora se pak povinné osoby často z obavy z chybné klasifikace rozhodnou vlastnosti produktu identifikovat spíše minimalisticky, či je postupně v čase „uměnit“, aby se nestaly terčem obvinění nebo všeobecné zvýšené pozornosti ze strany dohledových orgánů i veřejnosti kvůli možnému *greenwashingu*.

---

<sup>84</sup> KLASA, Adrienne. European asset managers blame regulatory confusion for downgrade of ESG funds. Online. Financial Times. Roč. 2023 [cit. 2023-11-28]. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/d74445d5-1275-4a1e-a118-70f2750ce7c9>.

<sup>85</sup> ESMA urged to reclassify SFDR labels. Online. Funds Europe. Roč. 2023 [cit. 2023-11-26]. Dostupné z: <https://www.funds-europe.com/news/esma-urged-to-reclassify-sfdr-labels>

Druhým faktorem může být zjištění povinných osob, že produkty dle článku 8 SFDR (tzv. *light green*) mají v očích investorů podobné postavení, jako produkty dle článku 9 SFDR (tzv. *dark green*), ale zahrnují mírnější požadavky nutné splnit k označení za udržitelné produkty. Tedy, že ESG aspekty v investičních portfoliích lze „odbyt“ prostřednictvím finančních produktů s nižším standardem, a není třeba podrobovat se „zbytečně“ tvrdšímu režimu.

Ve dopise adresovaném ESMA zmíněném výše pak zároveň *Securities Market and Stakeholder Group* zároveň upozorňuje, že pravidla pro klasifikaci dle článku 8 SFDR (tzv. *light green*), jsou nedostatečně přesná, a „dá se pod ně subsumovat pak v podstatě cokoliv“, a je tedy zase na druhou stranu snadno zneužitelná ke *greenwashingu* již ze své podstaty.<sup>86</sup>

Řešením je dle *Securities Market and Stakeholder Group* odstranění klasifikace dle článku 8 SFDR (tzv. *light green*), a vyjasnění pravidel u klasifikace dle článku 9 SFDR (tzv. *dark green*).

V této navržené *de lege ferenda* by tedy neexistovaly žádné „hybridní“ produkty, které mají i jiné, než udržitelné cíle, a jediné produkty, které by mohly být označeny jako „ESG“ by byly produkty splňující skutečně pevně stanovená nesporná kritéria.

Podobné poznatky k produktům klasifikovaným dle článku 8 SFDR (tzv. *light green*) vyvstaly i ve zprávě investiční banky Goldman Sachs týkající se SFDR s názvem „*SFDR, dva roky poté – trendy a anatomie fondů dle článku 8 a 9 SFDR v roce 2023*“, která k problematice uvádí především, že:

---

<sup>86</sup> ESMA urged to reclassify SFDR labels. Online. Funds Europe. Roč. 2023 [cit. 2023-11-26]. Dostupné z: <https://www.funds-europe.com/news/esma-urged-to-reclassify-sfdr-labels>.

1. Po zavedení SFDR docházelo k poměrně robustním počtům reklasifikací produktů z klasifikace podle článku 9 SFDR (tzv. *dark green*) na méně striktní režim článku 8 SFDR (tzv. *light green*).
2. V roce 2024 se tento trend zpomalil, ale zároveň v Evropě docházelo k masivnímu „upgradování“ produktů z režimu článku 6 SFDR (tedy produkty bez ESG vlastností, případně s ESG vlastnostmi, ale nesplňující požadavky článků 8 a 9 SFDR) na režim článku 8 SFDR (tzv. *light green*). K tomuto „upgradování“ dochází, dle názoru autorů zprávy, především kvůli těžšímu tržnímu uplatnění fondů, které žádné ESG vlastnosti nemají u investorů.<sup>87</sup>

Zpráva Goldman Sachs *de lege ferenda* navrhuje, aby došlo k větší diferenciaci mezi druhy finančních produktů. Větší množství kritérií rozčlenění by podle zprávy Goldman Sachs mohlo přispět k lepším možnostem porovnání mezi jednotlivými produkty a snazšímu překonání informační asymetrie investory.

Zpráva Goldman Sachs navrhuje konkrétně rozčlenit investice tvořící daný produkt do kategorií (i) „*leaders*“, určené pro investice s nejvyšší úrovní udržitelnosti, (ii) „*improvers*“, určené pro investice, které v průběhu času cílí na zlepšování svého výkonu, a (iii) „*engagement*“, určené pro investice, které zahrnují zapojování i zcela environmentálně a/nebo společensky neudržitelných společností do určitých udržitelných činností.<sup>88</sup>

Samostatným problémem je samozřejmě taktéž neustále narůstající administrativa, která povinným osobám způsobuje vyšší a vyšší náklady. Ta je navíc oproti podobným navrhovaným předpisům ve Spojeném království a Spojených státech amerických umocněna

---

<sup>87</sup> TYLEND, Evan; CHEN, Grace; AGGARWAL, Rachit a CORBETT, Brendan. SFDR, two years on - Trends and Anatomy of Article 8 & 9 funds in 2023. Online. 2023 [cit. 2023-11-26]. Dostupné z: <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/gs-research/sfdr-two-years-on-trends-and-anatomy-of-article-8-and-9-funds-in-2023/report.pdf>.

<sup>88</sup> Ibid.

tím, že povinnosti ukládané SFDR týkající se transparentnosti existují i u produktů, které žádné ESG vlastnosti nemají, a u entit přesahujících 500 zaměstnanců, a přináší tím další robustní administrativní zátěž.

Jakkoliv dle názoru autora velká část formulářů, které jsou součástí regulační soustavy předpisů týkajících se ESG, zejména pak formuláře RTS, má co do přehlednosti značné rezervy, může však i tato „zbytečná“ zátěž, kterou SFDR produkuje, nebýt pouze nezamýšleným produktem byrokratické mašinerie, naopak – může plnit i určitou vedlejší, ale neméně důležitou funkci.

Investoři na mezinárodních finančních trzích mají, co se týče přerozdělování finančních toků, již dlouhou dobu větší sílu, než kterou disponují národní státy. Zároveň se orientují na cyklicky podmíněné krátkodobé cíle (tento jev je v právu EU popisován jako „krátkodobost“, jak již bylo zmíněno v teoretickém vymezení ESG v počátečních kapitolách této práce), které nejsou kompatibilní s klimatickými cíli nebo řešením společenských problémů.

„Zbytečná“ byrokratická zátěž tedy může výrazným způsobem přivést pozornost na environmentální a společenské vlastnosti produktů při rozhodování investorů a částečně tak také napomoci přesměrování finančních toků k udržitelným činnostem.

### **5.1.2 Zhodnocení úpravy týkající se environmentální a sociálních aspektů na úrovni sektorových předpisů**

Úprava na úrovni delegovaných předpisů na sektorové úrovni z části doplňuje a umožňuje plnění povinností uložených SFDR, ve zbytku pak ukládá nové povinnosti ohledně nutnosti do profilu investorů zahrnovat udržitelnostní preference, a povinnosti týkající se integrace udržitelnostních rizik a zároveň pro plnění této povinnosti stanovuje standardy pro personální a znalostní substrát povinných osob.



V celkovém pohledu jde o relativně neproblematický a nutný legislativní krok. Povinnost získávat informace týkající se udržitelnostních preferencí totiž vzhledem k existenci produktů s environmentálními a sociálními vlastnostmi zajišťuje, aby byly investiční strategie zprostředkované povinnými osobami v co největším souladu se zájmy daného investora. Tedy, ve zkratce, jde o opatření, které má zabránit tomu, aby investorům bez udržitelnostních preferencí v portfoliu bezdůvodně „zabíraly místo“ produkty s environmentálními a sociálními vlastnostmi, a *vice versa*.

O něco kontroverznější se může jevit prosazování integrace udržitelnostních rizik do celkového provozu povinných osob. I v tomto případě, přes poměrně nízkou pravděpodobnost existence krajního scénáře popsaného níže, však dle názoru autora existuje určité zdůvodnění, které spočívá v zájmu ochrany finanční stability.

V případě, že by povinná osoba udržitelnostní rizika v potaz nebraly ve větším počtu, mohla by nízká diverzifikovanost expozic v celkovém náhledu zvýšit riziko systémové nestability nebo dokonce selhání finančních trhů způsobené environmentálními faktory – např. určitou živelnou pohromou, která by měla vliv na solventnost entit, do nichž finanční produkty investují.

Příkladmo, pokud by větší množství povinných osob investovalo například do finančních produktů, které mohou být ovlivněny živelnou katastrofou, a tyto produkty by z hlediska ocenění následkem této živelné katastrofy signifikantně klesly na hodnotě, mohl by takový pokles ohrozit celkovou stabilitu a solventnost nejen dané osoby, ale, zprostředkovaně, širších částí finančního systému.

Samozřejmě, mohou existovat různé názory na existenci a zdroje tržních selhání spojených s otázkami životního prostředí a globálního oteplování, které pramení z různých náhledů na ekonomickou a politickou teorii, tyto úvahy nicméně nejsou a nemohou být zpracovány v rámci této práce.

## 5.2 Úvahy autora *de lege ferenda*

Dle názoru autora je tedy, jak již bylo řečeno v rámci zhodnocení výše, zcela zásadním problémem environmentální a sociální legislativy ve finanční regulatorice její nejasnost a příliš vágní interpretační rámce.

Není však problémem nepřekonatelným. Je zásadní, aby do *de lege ferenda* legislativa „zostříla“ doposud velmi nevyjasněné hranice mezi kategoriemi produktů v SFDR, a došlo ke zjednodušení RTS.

Takovéto zásahy totiž pomohou jak boji proti *greenwashingu*, ale také řádně se chovajícím povinným osobám zlepšením přehlednosti povinností, které musí plnit, a samozřejmě pomůže také investorům, kteří budou moci nabýt větší přehled ohledně finančních produktů, do nichž investují.

K problematice interpretační nejednoznačnosti lze přistoupit z pohledu legislativce v daném případě dvěma způsoby.

Prvním způsobem je omezení množství kategorií produktů na skutkovou podstatu zahrnující pouze takové produkty, které splňují režim ustanovení článku 9 SFDR (tzv. *dark green*), podobně, jako navrhuje *Securities Market and Stakeholder Group*.

Z pohledu povinných osob by mohlo jít o poměrně demotivující krok, vzhledem k tomu, že by vedl ke všeobecnému zvýšení standardu kladeného na finanční produkty s udržitelnými vlastnostmi – každý produkt by při zrušení režimu ustanovení článku 8 SFDR (tzv. *light green*) musel sledovat cíl udržitelných investic.

To by nicméně, dle názoru autora, z teleologického náhledu bylo smysluplným krokem, který by zabránil „vylepšování“ produktů bez udržitelných vlastností jejich „zředěním“. Investorům by umožnil skutečně rozlišit mezi finančními produkty s udržitelnými vlastnostmi

a bez nich, aniž by bylo nutné bližší zkoumání jejich složení, čímž by docházelo k většímu sladování cílů investorů a produktů, které je mohou naplnit.

Druhým způsobem pak je naopak kategorie režimů udržitelnosti týkajících se finančních produktů větším způsobem diferencovat. Tento způsob řešení navrhuje například výše zmíněná zpráva investiční banky Goldman Sachs.

Evidentní je inspirace navrženou právní úpravou označování ve Spojeném království, rozčlenění by tedy napomohlo možnosti srovnání produktů napříč jurisdikcemi, a mohlo by být pro investory s expozicí vůči více jurisdikcím pozitivní změnou.

Nicméně, autor nemá za to, že by členění do kategorií navržených Goldman Sachs, nebo ostatně větší atomizace režimů v obecné rovině byla produktivním způsobem, jak problémy současné úpravy vyřešit. V případě „rozdobování“ režimů kvůli větší a větší specifitě by totiž mohlo dojít k tomu, že variabilitou legislativa ztratí na praktičnosti, a nebude pro investory co do vykonávání investičních rozhodnutí vůbec použitelná, a zároveň způsobí ještě větší administrativní zátěž pro povinné osoby.

## Závěr

Environmentální a společenské aspekty do finanční regulatoriky pronikly, a zcela jistě v ní zůstanou přítomny i do budoucna. ESG investování není trendem, který by se, dle názoru autora, měl stát v příštích letech irelevantním, ať se nám tento fakt líbí, či nikoliv.

Právní úprava environmentálních a sociálních aspektů ve finanční regulatorice je ošetřena v celé řadě předpisů na úrovni práva Evropské unie, které jsou v současné době již účinné a výrazně se projevují na finančních trzích, a zároveň mají nepřímý vliv na trendy ve finanční regulatorice na celém světě. Jejich dopad je tedy zcela bezpochyby nezanedbatelný.

Povinné osoby musí plnit řadu povinností, a to i v případech, kdy environmentální a/nebo sociální vlastnosti v rámci své činnosti ani ve finančních produktech, které vytvářejí nebo distribuují nezohledňují.

V případě, že environmentální a/nebo sociální vlastnosti zohledňují, je rozsah povinností logicky širší, co se týče produktů, je navíc třeba rozlišovat různé kategorie, z nichž každá musí v daném režimu splňovat podmínky udržitelnosti po celou dobu svého životního cyklu.

Dále se environmentální a sociální aspekty pak promítají povinným osobám do povinností profilace klientů s ohledem na jejich udržitelnostní preference, zahrnování udržitelnostních rizik v rámci správy rizik, a také do organizačních požadavků, včetně nutnosti obohatit s ohledem na ESG personální i znalostní substrát. Tato kategorie povinností je povinným osobám stanovena v rámci úprav předpisů, kterými jsou již dlouhodobě regulovány, a vlastně tak rozšiřuje rámec povinností, které jsou již ze strany regulátorů po povinných osobách vyžadovány.

ESG je samozřejmě, jako většina větších společenských iniciativ, globálním trendem, a zákonodárci si ESG investování, a možných problémů s ním spojených, povšimli ve většině

jurisdikcí se silnými kapitálovými trhy, s nejsilnějšími iniciativami pocházejícími ze Spojených států amerických a ze Spojeného království.

Zmíněné iniciativy jsou v mnohých aspektech od regulatoriky vznikající v rámci práva Evropské unie odlišné, především ve své komplexnosti – jde především o předpisy vzniklé za účelem předcházení *greenwashingu* a snížení informační asymetrie mezi investory a poskytovateli finančních služeb.

Naopak ve výše zmíněných jurisdikcích absentuje komplexní a možná „paternalistický“ přístup, s určitou částí regulace otevřenou k úpravě ze strany samotných povinných subjektů. Stále je však na struktuře i charakteru některých povinností evidentní inspirace právem EU, a nelze tedy říci, že by jejich vzájemná komparace vydala závěry, dle kterých se přístup k ESG ve finanční regulatorice mezi zmíněnými jurisdikcemi liší zcela diametrálně.

Co se týče kvality aktuální právní úpravy a množství nejasností, které se s ní pojí, legislativcům i orgánům dohledu zbývá ještě dlouhá cesta, aby problematiku objasnili, a pomohli tím vnést na finanční trhy větší transparentnost a právní jistotu.

Nejpalcivější problémy autor identifikoval v rámci ústředního předpisu týkajícího se transparentnosti ohledně udržitelnosti na finančních trzích – SFDR. Tyto problémy především souvisí s nejasným vymezením jednotlivých kategorií finančních produktů odstupňovaných dle úrovně integrace udržitelných nebo společensky pozitivních investic. Autor shrnul možná řešení, a pokusil se identifikovat to nejvhodnější.

Pokud jde o budoucnost environmentálních a společenských aspektů ve finanční regulatorice, nelze než uzavřít, že v příštích letech jistě dojde k dalšímu překotnému vývoji. Jakmile své relevantní ekvivalentní právní předpisy přijmou i další jurisdikce, obzvláště pak výše komparované Spojené království a Spojené státy americké, vzájemná inspirace a sdílení

poznatků z praxe s vysokou pravděpodobností zajistí vyřešení alespoň některých výše načrtnutých problematických aspektů, a pomůže vnést na finanční trhy větší míru transparentnosti a dynamiky.

## Seznam použitých zdrojů

### 1. Seznam použité literatury

Sustainable Finance in Europe: Regulatory State of Play: Key impacts for banks and capital markets. Listopad 2021. Brusel: Association for Financial Markets in Europe.

STEUER, Sebastian a Tobias H TRÖGER. The Role of Disclosure in Green Finance. *Journal of Financial Regulation*. 2022(8), 1 - 50. ISSN 2053-4841.

GRIPPA, Pierpaolo a Dimitri DEMEKAS. Walking a Tightrope: Financial Regulation, Climate Change, and the Transition to a Low-Carbon Economy. *Journal of Financial Regulation*. 2022(2), 203 – 229. ISSN 2053-4841.

HORÁK, Filip. Neudržitelná regulace udržitelného financování. *Bulletin advokacie*. 2021, 2021(6), 44.

STRATIL, Jiří. Green bonds and sustainable finance. *Daně a finance*. 2020, 28(1), 38-43. ISSN 1801-6006.

GÖZLÜGÖL, Alperen. The Clash of ‘E’ and ‘S’ of ESG: Just Transition on the Path to Net Zero and the Implications for Sustainable Corporate Governance and Finance. *The Journal of World Energy Law & Business*. 2022, 15(1), 1-21. ISSN 1754-9965.

CHIU, Iris H-Y. The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics. *European Business Organization Law Review*. 2022, 2022(23), 87-123. ISSN 1741-6205.

EU regulation of sustainable finance, *Practical Law UK Practice Note*. Thomson Reuters Practical Law: Practical Law Financial Services. 2023.

HOLLARD, Aurélien; PELCÉ, Julie a ROBERT, Julien. Amendments to the SFDR RTS on fossil gas and nuclear energy related activities. *Lexology*. Roč. 2023.

BARÁK, Josef. Česká národní banka jako orgán dohledu nad finančním trhem. *Právní rozhledy*. 2006, roč. 2006, č. 7. ISSN 1210-6410.

Hot topics: proposed FCA sustainability disclosure requirements (SDR) and labelling regime. *Thomson Reuters Practical Law Financial Services*. 2022.

WALKER, Michaela; BEYEA, Cynthia; SPYROPOULOS, Phil a NADASDY, Krisztina. Labelling of ESG funds: the US, UK and EU approaches. *Thomson Reuters Practical Law Financial Services*. 2023.

SEC Proposes ESG Disclosure Rules for Investment Advisers and Funds. Thomson Reuters Practical Law Corporate and Securities. Roč. 2022.

## 2. Seznam použitých internetových zdrojů

Akční plán: Financování udržitelného růstu: Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Evropské radě, Radě, Evropské centrální bance, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru, a Výboru regionů. 8. březen 2018 [cit. 2023-04-18]. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>.

High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG) [online]. Brusel: Evropská komise, 2016 [cit. 2023-04-18]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en).

Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth. Evropská komise [online]. 8. března 2018 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en).

A European Green Deal. Evropská komise [online]. 2019. [cit. 2023-03-23]. Dostupné z: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en).

ENGLER, Henry. "Double materiality": New legal concept likely to play in debate over SEC's climate plan. Thomson Reuters [online]. 12. dubna 2022 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/investigation-fraud-and-risk/sec-double-materiality-climate/>.

About good governance. United Nations: UN Human Rights [online] [cit. 2023-04-17]. Dostupné z: <https://www.ohchr.org/en/good-governance/about-good-governance>.

Do No Significant Harm. Online. EVROPSKÁ KOMISE. KNOWLEDGE FOR POLICY [cit. 2023-10-24]. Dostupné z: [https://knowledge4policy.ec.europa.eu/glossary-item/do-no-significant-harm\\_en#:~:text='do%20no%20significant%20harm'%20means,\(EU\)%202020%2F852..](https://knowledge4policy.ec.europa.eu/glossary-item/do-no-significant-harm_en#:~:text='do%20no%20significant%20harm'%20means,(EU)%202020%2F852..)

WILTE, Zijlstra; PUYLAERT, Guy a DU CHATTEL, Zoe. Consumer testing pre-contractual and periodic ESG financial product information. Online. AFM. Říjen 2020. [cit. 2023-10-24]. Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962779/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%201%20-%20AFM.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962779/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%201%20-%20AFM.pdf).

CICIRKO, Marianna; KAWIŃSKI, Marcin a PETELCZYC, Janina. Consumer testing of pre-contractual and periodic ESG financial product information. Online. Varšava: Warsaw School



of Economics, 2020 [cit. 2023-10-24]. Dostupné z: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962780/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%202%20-%20SGH.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2021/962780/SFDR%20RTS%20Consumer%20testing%202%20-%20SGH.pdf).

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. Evropský systém finančního dohledu. Online [cit. 2023-11-03]. Dostupné z: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.cs.html>.

JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES. ESAs propose amendments to extend and simplify sustainability disclosures. Online. 2023. [cit. 2023-11-03]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-propose-amendments-extend-and-simplify-sustainability-disclosures>.

JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES. ESAs launch joint Call for Evidence on greenwashing. Online. 2023 [cit. 2023-11-03]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-launch-joint-call-evidence-greenwashing>.

PM recommits UK to Net Zero by 2050 and pledges a “fairer” path to achieving target to ease the financial burden on British families. London: Prime Minister's Office, 10 Downing Street and The Rt Hon Rishi Sunak MP, 2023 [cit. 2023-11-10]. Dostupné také z: <https://www.gov.uk/government/news/pm-recommits-uk-to-net-zero-by-2050-and-pledges-a-fairer-path-to-achieving-target-to-ease-the-financial-burden-on-british-families>.

Open-ended investment companies. Online. FCA Handbook Glossary. 2005. [cit. 2023-11-10]. Dostupné z: Financial Conduct Authority, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G779.html>.

SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names. Online. Securities and Exchange Commission. 2023 [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-188>.

Registration Under the Securities Act of 1933. Online. Securities and Exchange Commission. [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/registration-under-securities-act-1933#:~:text=The%20most%20common%20exemptions%20from,Intrastate%20offerings%3B%20and>.

Investor Bulletin: Publicly Traded Business Development Companies (BDCs). Online. Securities and Exchange Commission. Roč. 2020 [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/investor-bulletin-publicly-traded-business-development-companies>.

KLASA, Adrienne. European asset managers blame regulatory confusion for downgrade of ESG funds. Online. Financial Times. Roč. 2023 [cit. 2023-11-28]. Dostupné z: <https://www.ft.com/content/d74445d5-1275-4a1e-a118-70f2750ce7c9>.

ESMA urged to reclassify SFDR labels. Online. Funds Europe. Roč. 2023 [cit. 2023-11-26]. Dostupné z: <https://www.funds-europe.com/news/esma-urged-to-reclassify-sfdr-labels>.

TYLENDÁ, Evan; CHEN, Grace; AGGARWAL, Rachit a CORBETT, Brendan. SFDR, two years on - Trends and Anatomy of Article 8 & 9 funds in 2023. Online. 2023 [cit. 2023-11-26]. Dostupné z: <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/gs-research/sfdr-two-years-on-trends-and-anatomy-of-article-8-and-9-funds-in-2023/report.pdf>.

EVROPSKÁ KOMISE. Overview of sustainable finance. Online. Evropská komise. 2017. [cit. 2024-02-04]. Dostupné z: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en).

### **3. Seznam použitých právních předpisů**

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Text s významem pro EHP). 2019.

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2022/1288 kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088, pokud jde o regulační technické normy, které upřesňují podrobnosti týkající se obsahu a struktury informací ve vztahu k zásadě „významně nepoškozovat“ a které upřesňují obsah, metodologie a strukturu informací ve vztahu k ukazatelům udržitelnosti a nepříznivým dopadům na udržitelnost a obsah a strukturu informací ve vztahu k prosazování environmentálních nebo sociálních vlastností a cílů udržitelných investic v dokumentech před uzavřením smlouvy, na webových stránkách a v pravidelných zprávách. In: Úřední věstník Evropské unie. 2022 [cit. 2023-04-12]. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022R1288#d1e38-38-1>.

EVROPSKÝ ORGÁN PRO BANKOVNICTVÍ. Joint Regulatory Technical Standards on ESG disclosure standards for financial market participants. Online. 2023 [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar-3/joint-rts-esg-disclosure-standards-financial-market-participants>.

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (Text s významem pro EHP). 2019.

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1255 ze dne 21. dubna 2021, kterým se mění nařízení v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013, pokud jde o rizika týkající se

udržitelosti a faktory udržitelosti, které berou do úvahy správci alternativních investičních fondů. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.

Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1270 ze dne 21. dubna 2021, kterou se mění směrnice 2010/43/EU, pokud jde o rizika týkající se udržitelosti a faktory udržitelosti, které je třeba zohlednit v případě subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.

Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2021/1253 ze dne 21. dubna 2021, kterým se mění nařízení v přenesené pravomoci (EU) 2017/565, pokud jde o začlenění faktorů udržitelosti a rizik a preferencí týkajících se udržitelosti do určitých organizačních požadavků a provozních podmínek investičních podniků. In: Úř. věst. L 277, 2.8.2021. 2021.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels. In: Publications of FCA. 2023.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Proposing Release: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices. 2022 [cit. 2023-12-11]. Dostupné také z: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/ia-6034.pdf>.

#### **4. Seznam ostatních zdrojů**

Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088: Joint Committee of the European Supervision Authorities. In: JC 2021 03. 2023.

2023 Joint ESAs Report on the extent of voluntary disclosure of principal adverse impacts under SFDR. JC 2023 42. Joint Committee of the European Supervisory Authorities, 2023.

## **Abstrakt**

Environmentální a sociální aspekty, někdy také zjednodušeně nazývané zkratkou „ESG“, se ve spojení s řešením globálních změn klimatu objevují ve všech odvětvích lidské činnosti. Tato práce se zabývá jejich integrací do regulatorních předpisů finančních trhů. Povinnosti plynoucí z těchto regulatorních předpisů pak analyzuje jak z úhlu pohledu jejich plnění na úrovni finančního produktu, tak na úrovni celého regulovaného subjektu.

Integrace ESG do finanční regulatoriky probíhá primárně na evropské úrovni, přičemž nejvýznamnějším předpisem, kterým se tato práce zabývá, je nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2088 ze dne 27. listopadu 2019 o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v odvětví finančních služeb (dále jen „SFDR“). Autor dále také popisuje doplňující legislativní dokumentaci ve formě technických předpisů, které k SFDR náleží, a dotýká se také integrace environmentálních a sociálních aspektů do sektorových předpisů finančně regulatorního práva Evropské unie.

S regulatorikou je bezprostředně spojena i problematika dohledu nad jejím řádným dodržováním. Autor v práci analyzuje vzájemnou synergií dohledu nad dodržováním environmentální a sociální finanční regulace mezi evropskými orgány dohledu (EBA, ESMA, EIOPA) a českým univerzálním dohledovým orgánem, Českou národní bankou.

Vzhledem k tomu, že promítání environmentální a sociální politiky je trendem globálním, je pozornost taktéž věnována vývoji týkajícího se ESG ve dvou nejvýraznějších jurisdikcích s tradičně silnými finančními trhy – Spojeném království a Spojených státech amerických, přičemž je jejich úprava s úpravou práva Evropské unie komparována, a kriticky zhodnocena.

Práce je pak zakončena úvahami autora *de lege ferenda*, konkretizovanými ve formě opatření, která by zákonodárce mohl provést ke zjednodušení a vyjasnění současné ne zcela přehledné a jednoznačné situace v této neustále se rozvíjející oblasti regulatorního práva.

## **Klíčová slova**

ESG, finanční trh, zelené finance, regulace

## **Název práce v anglickém jazyce**

Environmental and social aspects in financial regulatory affairs

## **Abstrakt v anglickém jazyce**

Environmental and social aspects, sometimes simplistically referred to as "ESG", have found their way into all sectors of human activity in conjunction with addressing the issue of global climate change. This paper examines their integration into financial market regulatory rules. It analyses the obligations arising from these regulatory rules both from the perspective of compliance at the level of a financial product and at the level of a regulated entity as a whole.

The integration of ESG into financial regulation into Czech law is primarily taking place at the European level, with the most significant piece of legislation addressed in this work being Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector ("SFDR"). The author also describes the additional legislative documentation in the form of regulatory technical standards that supplement to the SFDR and touches upon the integration of environmental and social aspects into the sectoral regulations of the financial regulatory law of the European Union.

The issue of supervision over the proper observance of the legislation is directly related to the regulatory framework itself. The author analyses the mutual synergy of supervision over compliance with environmental and social financial regulation that is present between the European supervisory authorities (EBA, ESMA, EIOPA) and the Czech universal supervisory authority – the Czech National Bank.

As the inclusion of environmental and social policies is a global trend, attention is also given to ESG related developments in the two most prominent jurisdictions with traditionally strong financial markets - the United Kingdom and the United States. Their regulation is compared with that of the European Union and critically assessed.

The paper then concludes with the author's *de lege ferenda* considerations, concretised in the form of measures that the legislator could take to simplify and clarify the current unclear and ambiguous situation in this constantly developing area of regulatory law.

## **Klíčová slova v anglickém jazyce**

ESG, financial markets, green finance, regulation