



## INWESTOWANIE ZRÓWNOWAŻONE W ZARZĄDZANIU MAJĄTKIEM

Inwestowanie zrównoważone to selekcja spółek i emitowanych przez nie instrumentów do budowy portfela inwestycyjnego ze względu na ocenę ich odpowiedzialnego (etycznego) działania i budowy tzw. dobra społecznego. Zainteresowanie inwestorów inwestowaniem zrównoważonym rośnie w ostatnich latach w dużym tempie, a według szacunków inwestycje zrównoważone stanowią już ponad 25% wartości wszystkich aktywów inwestycyjnych świata.

Inwestor może mieć trudności w ocenie, czy przyjęcie przez fundusz kryteriów zrównoważonego inwestowania jest zabiegiem marketingowym, opartym wyłącznie na zapisie w statucie danego funduszu, czy rzeczywiście ważnym elementem procesu inwestycyjnego.

Ponad 90% badań dotyczących inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie wskazało negatywnego wpływu stosowania kryteriów ESG na wyniki finansowe spółek. Implementacja kryteriów ESG w działalności spółek, tworzenie polityk odpowiedzialnego inwestowania i publiczne dzielenie się raportami z tej działalności przynosi spółkom wymierne korzyści finansowe. Rynek inwestowania zrównoważonego jest zatem potrzebny i jest wysoce prawdopodobne, że będzie się dalej dynamicznie rozwijać.

Karol Matczak,  
Jakub Wojciechowski  
Czesław Martysz

## 1. Wprowadzenie

Od początku XXI w. na świecie obserwuje się dynamiczny wzrost inwestycji odpowiedzialnych społecznie, zwanych również inwestycjami zrównoważonymi. Jednym z głównych katalizatorów tego trendu był globalny kryzys finansowy z 2008 roku, który nadwyrężył zaufanie inwestorów do instytucji finansowych i podważył zasadność czysto finansowych kryteriów inwestowania. Trudno jednoznacznie ocenić, czy rosnąca popularność spółek deklarujących społeczną odpowiedzialność to tylko przejściowa moda, zainicjowana przez zarządzających aktywami chcących odzyskać nadszarpnięte kryzysem zaufanie swoich klientów, czy też nowy paradygmat inwestowania wynikający z powszechnej potrzeby głębokiego prze-modelowania klasycznej teorii finansów w oparciu o czynniki społeczno-etyczne.

Celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi poniższe pytania:

- 1) Czym jest inwestowanie zrównoważone?
- 2) Jakie są najważniejsze kryteria uznawania spółek za społecznie odpowiedzialne? Na ile kryteria te są kwantyfikowalne, a na ile uznaniowe?
- 3) Jakie są główne charakterystyki rynku inwestowania zrównoważonego (SI/SRI)?
- 4) Czy inwestycje zrównoważone generują niższe stopy zwrotu niż inwestycje klasyczne?
- 5) Jakie korzyści przynosi spółkom stosowanie zasad zrównoważonego rozwoju/ESG?
- 6) Jakie są główne bariery i perspektywy rozwoju inwestycji zrównoważonych w Polsce?

Teza główna mówi, że inwestowanie zrównoważone wcale nie musi być obciążone dodatkowym kosztem i być mniej efektywne od inwestowania klasycznego. Ponadto implementacja kryteriów ESG w działalności spółek, tworzenie polityk odpowiedzialnego inwestowania i publiczne dzielenie się raportami ze swojej działalności w tym obszarze przynosi im w praktyce wymierne korzyści finansowe. Czynniki te sprawiają, że rynek inwestowania zrównoważone jest potrzebny i ma szansę się dynamicznie rozwijać.

## 2. Czym jest inwestowanie zrównoważone?

W koncepcji racjonalnego inwestora<sup>1</sup>, wywodzącej się z klasycznej teorii finansów<sup>2</sup>, decyzje inwestora są zdeterminowane wyłącznie poprzez czynniki finansowe a czynniki społeczne i moralne, takie jak wiara, dobro społeczne czy etyka, są tu całkowicie ignorowane. **Inwestowanie zrównoważone (SI - *sustainable investments*)** to strategia inwestowania, w której determinanty behawioralne zyskują przewagę wobec kryteriów finansowych. Kluczowym czynnikiem wyboru portfela inwestycyjnego w koncepcji SRI jest bowiem selekcja spółek ze względu na ocenę ich odpowiedzialnego (etycznego) działania. **Celami takiego inwestowania**, oprócz maksymalizacji zysku, **stają się również interesy innych osób oraz tzw.**

---

<sup>1</sup> Człowiek racjonalny podejmuje konsekwentne działania zmierzające do stałego podnoszenia poziomu swojego dobrobytu i tzw. oczekiwanej użyteczności, co czyni, analizując informacje za pomocą obiektywnego aparatu matematycznego.

<sup>2</sup> Jest to nurt ekonomii neoklasycznej, tzw. *mainstream*. Jego fundamentami są paradygmat człowieka racjonalnego (tzw. *homo oeconomicus*) oraz hipoteza rynków efektywnych; zob. Martysz, Rzeszutek, 2016.

**dobro społeczne.** Jak podkreśla A. Duliniec (2015) zamiennie z pojęciem SRI używa się innych określeń takich jak inwestycje etyczne, inwestycje zielone (ekologiczne), **inwestowanie odpowiedzialne społecznie (SRI – Socially Responsible Investing)** a także ESG, tj. inwestowanie według kryteriów środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (**ESG – Environmental, Social, Governance**).

Sformułowanie „**zrównoważony rozwój**” oznacza strategię rozwoju polegającą na aktywnym zaangażowaniu we wdrażanie standardów odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw (Jamróz 2017)<sup>3</sup>. Chodzi o tzw. złoty środek i równowagę pomiędzy interesem przedsiębiorstwa (najczęściej jest nim maksymalizacja zysku lub udziału w rynku) i interesem społeczeństwa i otoczenia przedsiębiorstwa. Nowa Ekonomia Ekologiczna, zrodzona w berlińskiej Wyższej Szkole Ekonomicznej (Rogall 2010), nie uzyskała szerokiej akceptacji pomimo przeszło 20 letniej historii. Jednak pokłosiem podejmowanych na forach międzynarodowych dyskusji na temat zrównoważonego rozwoju był światowy szczyt w Rio de Janeiro w 1992 r., a emanacją przyjęte tam wytyczne. Tam też pojawił się termin *polityka ochrony środowiska* i przyjęto 26 zasad<sup>4</sup>, które powinny kierować rozwojem na poziomie globalnym. Wzrost gospodarczy traci zatem prym na rzecz zrównoważonego rozwoju.

Według R. Sparksa (2002) CSR i SRI to dwie strony tego samego medalu - zrównoważoną i odpowiedzialną społecznie aktywność gospodarczą można rozpatrywać z punktu widzenia przedsiębiorstwa oraz z punktu widzenia inwestorów na rynku kapitałowym. Strategia SRI to inwestowanie w spółki działające według koncepcji CSR, gdzie działalność gospodarcza przynosi korzyści nie tylko samym właścicielom i zarządzającym spółką, ale także innym grupom interesariuszy takich jak pracownikom, odbiorcom, dostawcom czy społeczności lokalnej skupionej wokół danej spółki<sup>5</sup>.

W trakcie selekcji aktywów w inwestycjach SRI/ESG najczęściej stosuje się selekcję negatywną i pozytywną. **Selekcja negatywna** polega na eliminowaniu inwestycji związanych z tzw. branżami „grzesznymi”<sup>6</sup>, energetyką nuklearną, wytwarzaniem produktów modyfikowanych genetycznie, dyskryminacją pracowników czy wykorzystywaniem dzieci do pracy. Dobór aktywów do portfela może być również ściśle związany z konkretnym światopoglądem czy religią (Martysz 2013)<sup>7</sup>. Z kolei **selekcja pozytywna** polega na wybieraniu do portfela spółek deklarujących stosowanie koncepcji zrównoważonego rozwoju (*sustainable development*), społecznej odpowiedzialności biznesu (**CSR - corporate social responsibility**) oraz zasad ładu korporacyjnego (*corporate governance*). Wydaje się, że najszerzej akceptowanym

<sup>3</sup> Wokół sformułowania „zrównoważony rozwój” narosło wiele nieporozumień, ponieważ często jest ono błędnie rozumiane jako umiarkowane tempo wzrostu czy inwestycje w aktywa o umiarkowanym ryzyku.

<sup>4</sup> Przykładowo, zasada nr 10 wskazuje, że ekonomiczny i społeczny rozwój jest kluczowy dla zapewnienia korzystnego otoczenia dla życia i pracy człowieka oraz stworzenia warunków na ziemi koniecznych do poprawy jakości życia. Jak widać istotą jest poprawa jakości życia.

<sup>5</sup> Tym samym z koncepcją CSR wiąże się również podejmowanie decyzji ukierunkowanych na ochronę praw człowieka, praw pracowniczych oraz ochrony środowiska.

<sup>6</sup> Są to m.in. przemysł zbrojeniowy, alkoholowy, tytoniowy, hazardowy, pornograficzny.

<sup>7</sup> Według Koranu należy unika praktyk biznesowych związanych z hazardem, wieprzowiną, pornografią oraz instytucji finansowych czerpiących korzyści z odsetek, czyli lichwy.

globalnym standardem klasyfikacji sposobów inwestowania odpowiedzialnego jest ten zaproponowany przez Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) - podmiot zrzeszający siedem największych organizacji działających w obszarze SRI (GSIA, 2012):

- 1) **selekcja negatywna**: wykluczanie z portfela inwestycyjnego lub funduszu konkretnych sektorów, spółek lub praktyk bazując na specyficznych kryteriach ESG,
- 2) **selekcja pozytywna**: inwestowanie na podstawie kryteriów ESG (w kategoriach absolutnych lub relatywnych względem konkurencji),
- 3) **selekcja oparta na normach**: wykorzystywanie międzynarodowych standardów (np. ONZ, OECD, ILO, UNICEF) jako podstawy do zawężenia spektrum inwestycyjnego,
- 4) **integracja ESG**: włączenie czynników ekologicznych, społecznych i ładu korporacyjnego do procesu inwestycyjnego i analizy finansowej,
- 5) **inwestowanie tematyczne**: inwestowanie środków w konkretne inicjatywy, sektory, czy spółki związane ze zrównoważonym rozwojem (np. energia odnawialna, tworzenie miejsc pracy, budownictwo komunalne, zrównoważone rolnictwo itp.),
- 6) **impact investing**: inwestowanie na celu wykreowania konkretnych zmian społecznych lub środowiskowych, skupione głównie w na rynkach niepublicznych (np. fundusze private equity),
- 7) **zaangażowanie korporacyjne i akcjonariuszy**: działania skierowane na wywołanie zmian zachowań korporacji poprzez m.in. bezpośrednie zaangażowanie pracowników (np. oddolne propozycje zmian), czy aktywność akcjonariuszy (głosowanie nad uchwałami, własna inicjatywa).

### 3. Rynek inwestowania zrównoważonego (SI/SRI)

#### 3.1. Wielkość i struktura

Aktywa inwestowane zgodnie z SRI mają spory udział w całości aktywów inwestycyjnych na świecie - szacuje się, że jest to ponad 25% wszystkich inwestycji, a ich udział sięga od 18% w Japonii do 63% w Australii Nowej Zelandii (Global Sustainable Investment Alliance 2018). Co ciekawe, wbrew udziałom poszczególnych rynków kapitałowych na świecie, to nie USA a Europa jest największym rynkiem SRI pod względem nominalnym, co pokazano w tabeli 1.

Tabela 1. Wielkość rynku SRI w poszczególnych regionach

|                                | 2014     | 2016     | 2018      | Growth Per Period |                  | Compound Annual Growth Rate (CAGR) 2014–2018 |
|--------------------------------|----------|----------|-----------|-------------------|------------------|----------------------------------------------|
|                                |          |          |           | Growth 2014–2016  | Growth 2016–2018 |                                              |
| Europe                         | € 9,885  | € 11,045 | € 12,306  | 12%               | 11%              | 6%                                           |
| United States                  | \$ 6,572 | \$ 8,723 | \$ 11,995 | 33%               | 38%              | 16%                                          |
| Canada (in CAD)                | \$ 1,011 | \$ 1,505 | \$ 2,132  | 49%               | 42%              | 21%                                          |
| Australia/New Zealand (in AUD) | \$ 203   | \$ 707   | \$ 1,033  | 248%              | 46%              | 50%                                          |
| Japan                          | ¥ 840    | ¥57,056  | ¥231,952  | 6692%             | 307%             | 308%                                         |

Note: Asset values are expressed in billions. All 2018 assets in this report are as of 12/31/17, except for Japan, whose assets are as of 3/31/18.

Źródło: Global Sustainable Investment Alliance (2018), Global Sustainable Investment Review, <http://www.gsi-alliance.org>

Najwyższe tempo wzrostu aktywów SRI w latach 2014-2018 zanotowano w Japonii, Australii i Nowej Zelandii, co wynika ze stosunkowo niskiego poziomu odniesienia. Niemniej jednak na większości analizowanych rynków dynamika wzrostu jest imponująca. Najwyższy udział aktywów SRI wśród wszystkich aktywów w zarządzaniu w 2018 r. można było zaobserwować w Australii i Nowej Zelandii, Kanadzie i Europie (tabela 2).

**Tabela 2. Udział inwestycji SRI w zarządzanych aktywach**

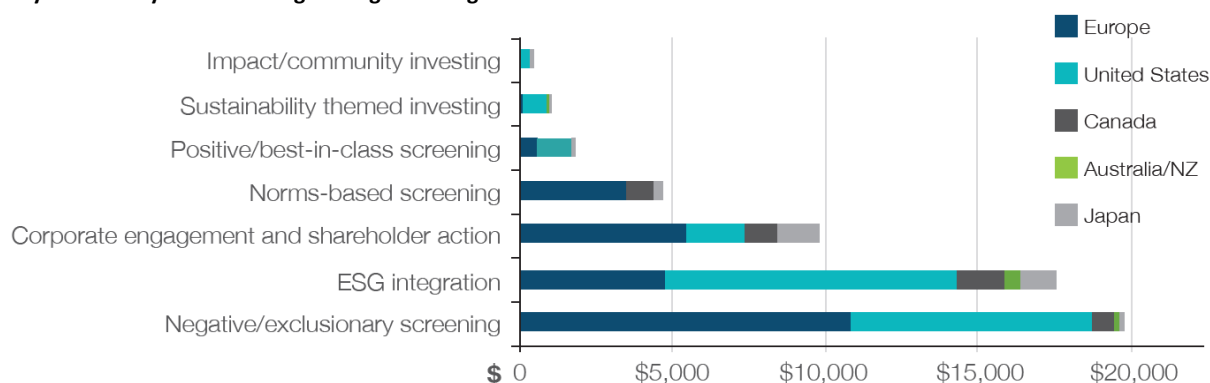
|                       | 2014  | 2016  | 2018  |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| Europe                | 58.8% | 52.6% | 48.8% |
| United States         | 17.9% | 21.6% | 25.7% |
| Canada                | 31.3% | 37.8% | 50.6% |
| Australia/New Zealand | 16.6% | 50.6% | 63.2% |
| Japan                 |       | 3.4%  | 18.3% |

Note: In 2014, data for Japan was combined with the rest of Asia, so this information is not available.

Źródło: Global Sustainable Investment Alliance (2018), Global Sustainable Investment Review, <http://www.gsi-alliance.org>

Najczęściej wykorzystywanym sposobem inwestowania odpowiedzialnego jest **selekcja negatywna** (wykres 1). Może to wynikać ze stosunkowo łatwej implementacji metod selekcji aktywów (wykluczenie konkretnych sektorów, spółek, krajów) jak i przejrzystej komunikacji do inwestorów<sup>8</sup>. Korzenie tego podejścia można odnaleźć w religiach (judaizm, chrześcijaństwo, islam, buddyzm), które piętnowały konkretne zachowania (np. lichwę) lub typ działalności. Pierwsze zinstytucjonalizowane podejście w inwestowaniu do negatywnej selekcji zaprezentowano szerzej w 1971 r., gdy uruchomiono Pax World Fund - pierwszy etyczny fundusz na świecie. Fundusz nie inwestował m.in. w producentów broni, co można było odczytywać jako protest wobec trwającej wówczas wojny wietnamskiej (Goff 2006). Kolejne lata przyniosły rozwój strategii określanych jako SRI (Fulton, Kahn, Sharples 2012).

**Wykres 1. Aktywa SRI według strategii oraz regionu**



Note: Asset values are expressed in billions of US dollars.

Źródło: Global Sustainable Investment Alliance (2018), Global Sustainable Investment Review, <http://www.gsi-alliance.org>

<sup>8</sup> Przykładowo, powstrzymanie się od inwestowania w sektory producentów broni, paliw kopalnych, czy tytoniowy jest proste i jednocześnie wysyła jednoznaczny, oparty na konkretnych wartościach komunikat do odbiorców.

Podejście oparte na selekcji negatywnej ewoluowało w latach 90. XX wieku w kierunku bardziej złożonych strategii, takich jak **integracja** – drugiego najczęściej wykorzystywanego podejścia do SRI. Polega ona na włączeniu czynników ESG do procesu inwestycyjnego, np. przypisaniu im konkretnej wagi (np. 10-20%) w procesie selekcji spółek/funduszy lub - idąc znacznie dalej - oszacowanie wpływu tych elementów na wycenę spółki (np. w formie zdyskontowanych przepływów pieniężnych). W tym przypadku mamy do czynienia z bardzo szerokim spektrum stosowanych metod, dlatego dokonanie rzetelnej analizy powinno być przeprowadzane na poziomie pojedynczych strategii.

Kolejne dwa szeroko wykorzystywane podejścia do SRI to **selekcja oparta na normach oraz zaangażowanie korporacyjne i akcjonariuszy**. Pierwsze z nich można porównać do selekcji negatywnej, jednak opartej na międzynarodowych standardach. W praktyce zarządzający mogą wykorzystywać screening oparty na zgodności z regulacjami ONZ, OECD, ILO, UNICEF i innych uznanych podmiotów. Ta analiza ma prowadzić zazwyczaj do wykluczenia danej spółki/kraju ze spektrum inwestycyjnego bądź też zmiany udziału w portfelu (np. dowożąc liderów w implementacji standardów, a niedowoząc tych o mniejszej aktywności). Zaangażowanie korporacyjne i akcjonariuszy jest dużo szersze i trudniejsze w analizie, gdyż może obejmować takie aktywności jak np. głosowanie w sprawach związanych z ESG zgodnie z ustalonymi standardami, prezentowanie własnych inicjatyw i oczekiwań (zarówno przez akcjonariuszy jak i pracowników), dzielenie się najlepszymi praktykami itp.

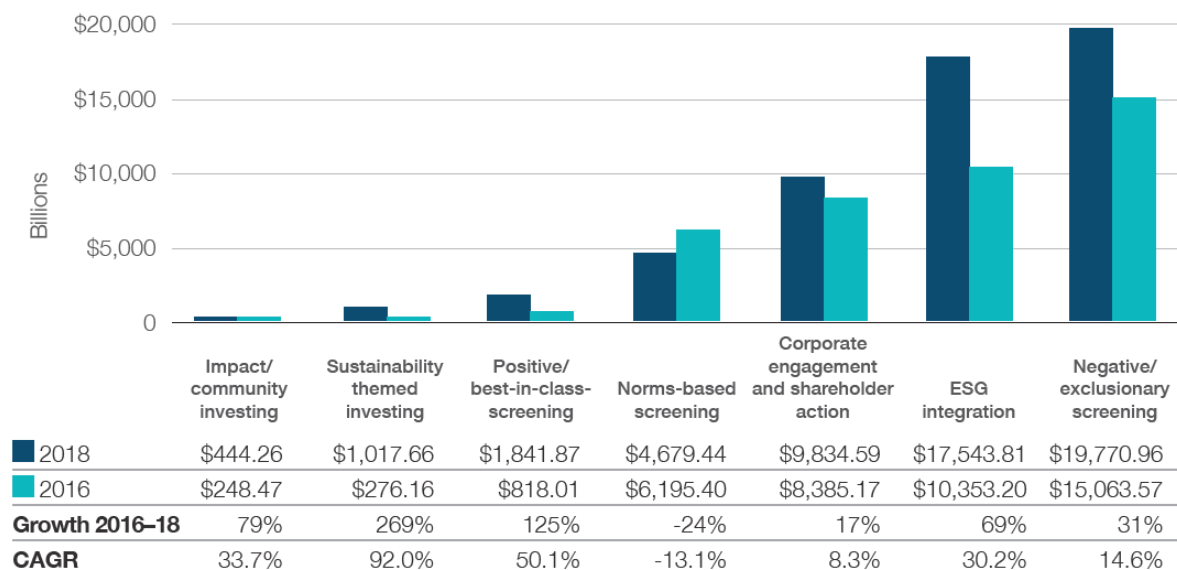
Co ciekawe, najrzadziej wykorzystywanym sposobem inwestowania odpowiedzialnego jest tzw. **impact investing** (Cibor, Muzińska 2011)<sup>9</sup>. Większość inwestycji tego typu jest prowadzona w formule niepublicznej, z długim horyzontem inwestycyjnym (np. fundusze private equity i venture capital), co zawęża grono zainteresowanych. Sposób implementacji czynników ESG do procesu inwestycyjnego jest bardziej skomplikowany niż w metodach opartych na selekcji czy integracji. Podczas gdy zastosowanie strategii SRI w tradycyjnym funduszu akcji mogłoby teoretycznie nastąpić w ciągu kilku dni (np. sprzedaż wszystkich spółek z negatywnie ocenianych sektorów), stworzenie od podstaw strategii osiągnięcia konkretnego wpływu na społeczeństwo lub środowisko jest zadaniem dalece bardziej złożonym. Co również nie jest bez znaczenia, głównym celem inwestowania zaangażowanego często jest nie tyle zysk finansowy, co zamierzony zysk społeczny.

Aktywa zarządzane, zgodnie z jedną z opisanych powyżej strategii, rosną w ostatnich latach w bardzo szybkim tempie, co widać na wykresie 2. Wśród strategii o dużych aktywach uwagę zwraca szczególnie dynamiczny wzrost wykorzystania integracji ESG, która w ostatnich latach zyskuje wyraźnie na znaczeniu. Spadek aktywów pod zarządzaniem obserwowaliśmy w okresie 2016-2018 wyłącznie wśród strategii opartych o normy.

---

<sup>9</sup> Pojęcie to można tłumaczyć jako inwestowanie zaangażowane społecznie.

Wykres 2. Aktywa SRI i ich dynamika według wykorzystywanej strategii



Note: Asset values are expressed in billions.

Źródło: Global Sustainable Investment Alliance (2018), Global Sustainable Investment Review, <http://www.gsi-alliance.org>

Analizując strukturę inwestorów można zauważyć, że rynek SRI jest zdominowany przez inwestorów instytucjonalnych (takich jak np. fundusze emerytalne, czy ubezpieczyciele) - ich udział w 2018 r. wyniósł ok. 75%. Inwestorzy detaliczni wykazują jednak coraz większe zainteresowanie tematem SRI, a ich udział w ostatnich latach stale rośnie z ok. 11% w 2012 r. do ok. 25% w 2018 r. (Global Sustainable Investment Review 2018).

### 3.2. Inwestowanie zrównoważone w praktyce

Dynamiczny rozwój rynku finansowego sprawił, że **inwestowanie zrównoważone jest coraz bardziej powszechne** w formie m.in. otwartych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy private equity, czy inwestycji bezpośrednich w pojedyncze projekty. Najbardziej popularną formą inwestycji pozostają jednak fundusze otwarte, co wynika m.in. z niskich progów wpłat, sposobu ich dystrybucji oraz szerokiej oferty. Pierwsze z funduszy otwartych miały charakter aktywny i do dziś tego typu strategie zgromadziły największe aktywa, co widać w tabeli 3 na przykładzie rynku amerykańskiego (Hale 2018).

Tabela 3. Największe fundusze zrównoważone w USA

**Exhibit 8** Largest Sustainable Funds in the U.S.

| Name                                  | Morningstar Category      | Inception Date | AUM—2017-12    |
|---------------------------------------|---------------------------|----------------|----------------|
| Parnassus Core Equity Inv             | Large Blend               | 8/31/92        | 16,157,259,603 |
| Parnassus Endeavor Inv                | Large Blend               | 4/29/05        | 5,210,147,475  |
| JPMorgan Emerging Markets Equity A    | Diversified Emerging Mkts | 9/28/01        | 4,806,092,495  |
| Vanguard FTSE Social Index Inv        | Large Blend               | 5/31/00        | 3,905,146,250  |
| TIAA-CREF Social Choice Eq Instl      | Large Blend               | 7/1/99         | 3,059,067,271  |
| Hartford Schroders Emerging Mkts Eq I | Diversified Emerging Mkts | 3/31/06        | 2,867,186,636  |
| Parnassus Mid-Cap                     | Mid-Cap Blend             | 4/29/05        | 2,802,512,071  |
| Neuberger Berman Socially Rspns Inv   | Large Growth              | 3/16/94        | 2,357,059,897  |
| Calvert Equity A                      | Large Growth              | 8/24/87        | 2,207,510,449  |
| CRA Qualified Investment CRA          | Intermediate Government   | 8/30/99        | 2,131,921,276  |

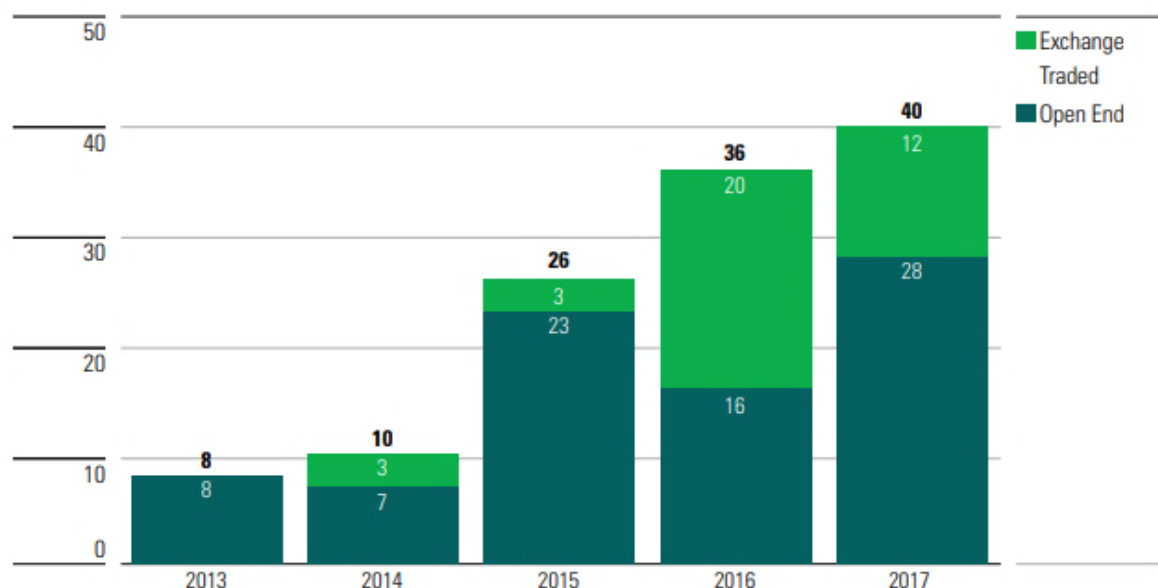
Source: Morningstar Direct. Note: Returns and Morningstar Rating based on oldest share class. Data as of 12/31/2

Źródło: J. Hale (2018), Sustainable Funds U.S. Landscape Report, *Morningstar Research*, January

Podobnie jak w przypadku tradycyjnych sposobów inwestowania w akcje czy obligacje, również w obszarze inwestowania zrównoważonego obserwujemy silny wzrost zainteresowania funduszami pasywnymi, głównie w formie handlowanych na giełdach ETF-ów (wykres 3). Szacuje się, że tego typu strategię stanowią ok. 30% rynku amerykańskiego, ale w ostatnich latach ich udział rośnie (Hale 2018).

Wykres 3. Nowo otwierane fundusze zrównoważone w USA

**Exhibit 1** Sustainable Funds Launches: A Multi-Year Growth Trend



Source: Morningstar Direct. Data as of 12/31/2017.

Źródło: J. Hale (2018), Sustainable Funds U.S. Landscape Report, *Morningstar Research*, January



Choć większość z wprowadzanych strategii to nowe fundusze, zauważalny jest także trend, który polega na **uwzględnianiu kryteriów zrównoważonego inwestowania w już istniejących strategiach**, za czym czasem idzie również zmiana nazwy (Hale 2018). Wyzwaniem dla inwestorów jest sposób oceny, czy tego typu zmiana jest **zabiegiem marketingowym** (odpowiadającym na zapotrzebowanie rynku), czy wręcz przeciwnie - **ważnym elementem procesu inwestycyjnego** (J.P. Morgan 2018)<sup>10</sup>. Nawet ogólny zapis w statucie funduszu sprawia, że analityk może uczynić z czynników ESG ryzyka ważną część procesu inwestycyjnego jak i równie dobrze nie przywiązywać do nich zbyt dużej wagi. Określenie rzeczywistości nie jest więc łatwe nawet dla osób zajmujących się zawodowo oceną funduszy.

Pewnym wsparciem w selekcji funduszy inwestujących z godnie z SRI może być korzystanie z serwisów branżowych. Przykładowo, duże zainteresowanie inwestowaniem odpowiedzialnym skłoniło spółkę Morningstar<sup>11</sup> do wprowadzenia w 2016 r. **narzędzia, które pozwala ocenić fundusze pod kątem kryteriów inwestowania zrównoważonego na tle swojej konkurencji (Hale 2017)**. Tzw. "Morningstar Sustainability Rating" jest miarą, która określa, w jakim stopniu spółki znajdujące się w portfelu danego funduszu zarządzają ryzykiem związanym z czynnikami ESG. Wynikiem analizy jest przyznanie funduszom publicznemu dostępnego ratingu od 0 do 5 globusów (więcej globusów to wyższa ocena). Przykładem płatnego narzędzia służącego ocenie funduszy jest MSCI ESG Fund Metrics, pozwalający przeanalizować pod kątem ESG ok. 23.000 strategii (<https://www.msci.com/esg-fund-metrics>).

W przypadku funduszy pasywnych, kryteria brane pod uwagę w tworzeniu indeksów są bardziej przejrzyste niż wśród strategii aktywnych. ETF-y opierają się na uznanych indeksach (np. MSCI, czy FTSE), których metodologia jest szeroko dostępna<sup>12</sup>. Liderem branży funduszy pasywnych jest iShares, oferujący 27 funduszy pasywnych (tabela 4). Większość z nich opiera się na integracji ESG, ale dostępne są także ETF-y skupiające się na konkretnych sektorach oraz wykorzystujące negatywną selekcję<sup>13</sup>. Również najwięksi konkurenci iShares

<sup>10</sup> Przykładowo, wspomniany w Tabeli 4 fundusz JP Morgan Emerging Markets Equity w suplemencie do prospektu (z 21.11.2017) umieścił następujące odniesienie do czynników ESG: "Analitycy starają się oceniać czynniki ryzyka związane z kwestiami środowiskowymi, społecznymi i z ładem korporacyjnym.

<sup>11</sup> Morningstar jest niezależną spółką zajmującą się zbieraniem danych i badaniami nt. rynku funduszy inwestycyjnych, ETF-ów i innych instrumentów finansowych. Jest uznawana za wiodący podmiot oceniający jakość zarządzania funduszami.

<sup>12</sup> Nie oznacza to jednak, że analiza stosowanego podejścia jest prosta dla przeciętnego inwestora. Każdy z indeksów opiera się na innych metodach ratingu pojedynczych spółek lub papierów wartościowych, przyjmuje różne wagi dla czynników środowiskowych, społecznych, czy związanych z ładem korporacyjnym, a także może przyjmować różne warianty pomiędzy krajami, czy sektorami. Najbardziej istotne dla inwestora może być jednak sprawdzenie, czy indeks ma na celu ocenę relatywną, czy nie. Przeanalizujmy dla przykładu spółkę zajmującą się wydobywaniem ropy. Załóżmy, że jest to podmiot, który wyróżnia się na tle konkurencji pod względem zastosowania nowoczesnych metod wydobywania i dzięki temu ogranicza swój negatywny wpływ na środowisko. W indeksie, który analizuje przedsiębiorstwa relatywnie, tego typu spółka mogłaby się znaleźć jako lider swojej branży (prawdopodobnie z wysokim ratingiem). Z kolei w indeksie, który analizuje spółki w kategoriach absolutnych (tzn. ich rzeczywistego wpływu na środowisko) tego typu podmiot nigdy się nie znajdzie.

<sup>13</sup> Przykładowo ETF oparty o uruchomiony w 1990 r. MSCI KLD 400 Social Indeks (jeden z pierwszych indeksów SRI w historii).

planują wprowadzenie produktów opartych na idei zrównoważonego inwestowania (Stein 2018) i można oczekiwać, że rynek ten będzie nadal dynamicznie rość.

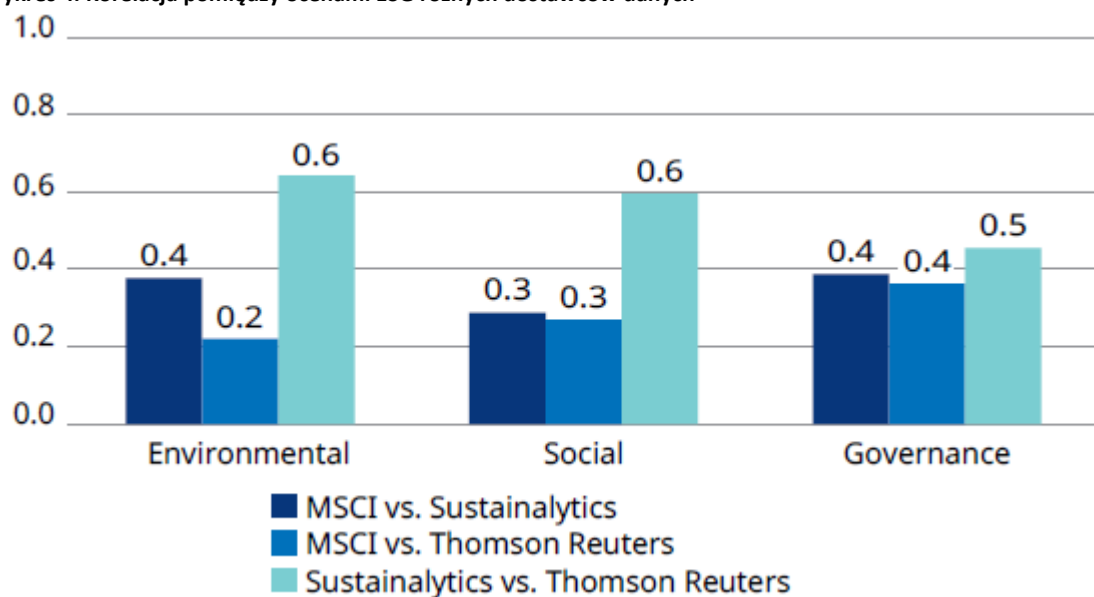
Tabela 4. Wybrane fundusze pasywne w ofercie iShares

| Ticker                                                                                                            | Name                                            | ESG Quality Score Percentile | Lipper Peer Group (Number of Funds in Group) | Percent of fund holdings covered by MSCI ESG Research |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| <b>PREVENT - Avoid exposure to companies who operate in controversial sectors</b>                                 |                                                 |                              |                                              |                                                       |
| DSI                                                                                                               | iShares MSCI KLD 400 Social ETF                 | 98th                         | Equity US (2,714)                            | 98.9%                                                 |
| <b>PROMOTE - Invest in companies whose practices rank highly by ESG standards</b>                                 |                                                 |                              |                                              |                                                       |
| SUSA                                                                                                              | iShares MSCI USA ESG Select ETF                 | 100th                        | Equity US (2,714)                            | 99.4%                                                 |
| ESGU                                                                                                              | iShares MSCI USA ESG Optimized ETF              | 98th                         | Equity US (2,714)                            | 99.1%                                                 |
| ESGD                                                                                                              | iShares MSCI EAFE ESG Optimized ETF             | 99th                         | Equity Global ex-US (764)                    | 99.9%                                                 |
| ESGE                                                                                                              | iShares MSCI EM ESG Optimized ETF               | 97th                         | Equity Emerging Markets Global (841)         | 99.2%                                                 |
| SUSC                                                                                                              | iShares ESG USD Corporate Bond ETF              | 99th                         | Bond USD Medium Term (151)                   | 90.4%                                                 |
| SUSB                                                                                                              | iShares ESG USD 1-5 Year USD Corporate Bond ETF | 100th                        | Bond USD Medium Term (151)                   | 99.4%                                                 |
| ESML                                                                                                              | iShares MSCI USA Small-Cap ESG Optimized ETF    | n/a                          | n/a                                          | n/a                                                   |
| <b>TARGET - Invest in companies whose products and solutions target measurable social or environmental impact</b> |                                                 |                              |                                              |                                                       |
| ICLN                                                                                                              | iShares Global Clean Energy ETF                 | 93rd                         | Equity Sector Energy (283)                   | 85.5%                                                 |
| MPCT                                                                                                              | iShares MSCI Global Impact ETF                  | n/a                          | n/a                                          | n/a                                                   |
| CRBN                                                                                                              | iShares MSCI ACWI Low Carbon ETF                | n/a                          | n/a                                          | n/a                                                   |

Źródło: <https://www.ishares.com/uk/individual/en/themes/sustainable-investing>

Sposoby oceny spółek pod kątem ESG różnią się pomiędzy liderami branży i nie został jak dotąd wypracowany jeden uznany standard oceny. Widać to doskonale na wykresie 4 - korelacja pomiędzy ocenami środowiskowymi, społecznymi lub dotyczącymi ładu korporacyjnego wśród trzech szeroko wykorzystywanych dostawców danych jest stosunkowo niska<sup>14</sup>.

Wykres 4. Korelacja pomiędzy ocenami ESG różnych dostawców danych



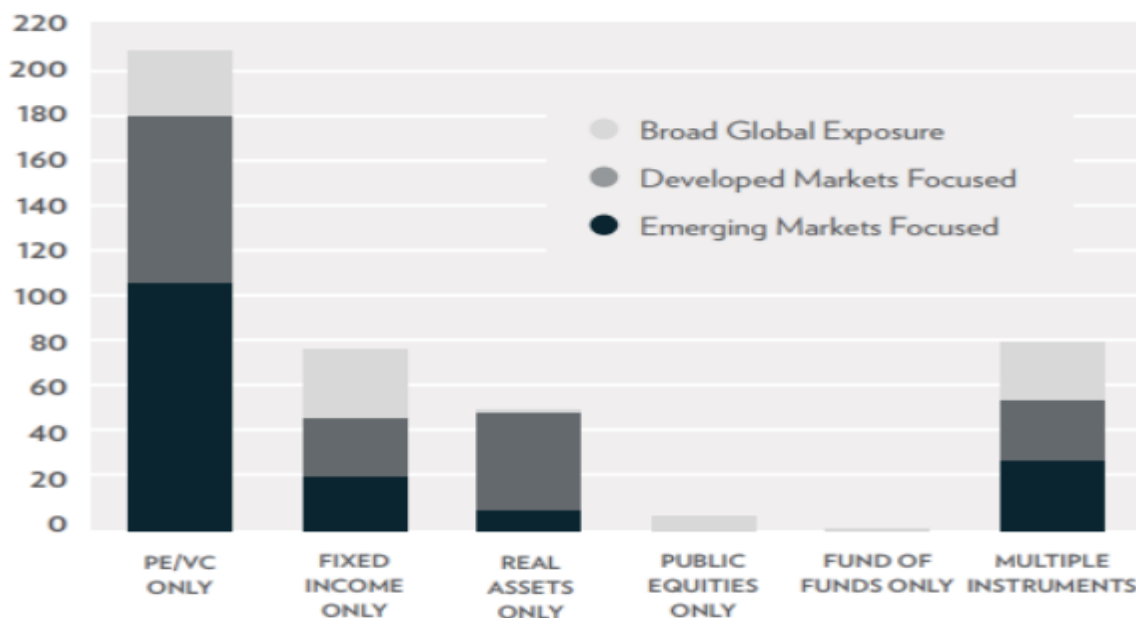
Źródło: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/esg-in-passive-let-the-buyer-beware/>

<sup>14</sup> Ten argument jest często wykorzystywany przez przedstawicieli aktywnych funduszy do podważania sensowności inwestowania pasywnego.

**Inwestowanie zrównoważone zdaje się też stanowić coraz ważniejszą część rynku niepublicznego.** Integracja czynników ESG do procesu inwestycyjnego przez branżę *private equity* (PE) trwa już od wielu lat. Choć analiza rynku PE jest trudniejsza z uwagi na mniejszą przejrzystość branży i brak przekrojowych opracowań poświęconych inwestowaniu zrównoważonemu, trudno nie odnieść wrażenia, że tendencje są analogiczne do tych obserwowanych na rynkach publicznych<sup>15</sup>. Już teraz obserwujemy wiele przykładów na to, że fundusze inwestujące w sposób tradycyjny stosują zasady zrównoważonego inwestowania. Poza tym powstaje coraz więcej funduszy dedykowanych wyłącznie tego typu inwestycjom. Inwestorzy mogą też zauważyć coraz więcej przykładów firm zarządzających, które tworzą polityki odpowiedzialnego inwestowania i publicznie dzielą się raportami ze swojej działalności w tym obszarze. Przykładów tego typu dobrych praktyk nie trzeba szukać daleko - Innova Capital (znany fundusz PE działający w Europie Centralnej) od kilku lat uwzględnia czynniki ESG na wszystkich etapach cyklu inwestycyjnego, a od 2014 r. publikuje roczne raporty z tego obszaru (<https://www.innovacap.com/pl/strategia-odpowiedzialne-inwestowanie/>).

**Rynek niepubliczny to jeden z niewielu efektywnych sposobów prowadzenia działalności przez fundusze typu *impact*.** Według danych ImpactBase<sup>16</sup> (wykres 5) najwięcej z nich można znaleźć wśród grupy *private equity*. Wśród nich połowa skupia się na rynkach wschodzących, co wydaje się intuicyjne, bo w tych obszarach działalność tego typu jest najbardziej potrzebna. Dużym obszarem jest grupa produktów dłużnych oraz aktywów trwałych (*real assets*). Z uwagi na minimalny poziom inwestycji produkty tego typu są przeważnie przeznaczone dla inwestorów dysponujących większym kapitałem (HNWI/UHNWI).

Wykres 5. Liczba funduszy/produktów według typu oraz rynku



Źródło: ImpactBase, <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#impact-investing-funds>

<sup>15</sup> Przykładowo, z badań wśród przedstawicieli branży PE wynika, że czynniki ESG będą w kolejnych latach coraz ważniejszym elementem procesu inwestycyjnego (tak twierdzi 78% ankietowanych w raporcie Intertrust 2017).

<sup>16</sup> Globalna baza on-line, która służy jako narzędzie wyszukiwania funduszy typu impact.

## 4. Inwestowanie zrównoważone a stopy zwrotu

### 4.1. Czego oczekuje inwestor od inwestycji zrównoważonych?

Zanim przyjrzymy się wynikom z inwestycji w spółki SRI warto odpowiedzieć na pytanie, czy dla inwestora kluczowe znaczenie ma wyłącznie stopa zwrotu, czy też istotna jest sama świadomość pozytywnego wykorzystania środków finansowych. Przeważnie przy zastosowaniu drugiego kryterium wystarczy, że stopa zwrotu z inwestycji będzie nieujemna. Czy inwestorzy są gotowi ponosić dodatkowe koszty zrównoważonego rozwoju, o ile takie w ogóle występują? Zgodnie z wynikami badania Nielsena (wykres 6) konsumenci są gotowi płacić więcej za te produkty, które pozytywnie oddziałują na środowisko naturalne czy społeczeństwo. Pozwala to wysnuć hipotezę, że skoro społeczeństwo jest gotowe ponosić dodatkowy koszt związany z konsumpcją zgodną z zasadami zrównoważonego rozwoju, to powinno kreować także popyt na inwestycje przestrzegające takich wytycznych.

Wykres 6. Czynniki wpływające na wybór przez konsumentów produktów spełniających kryteria CSR/SRI



\*Note: Key sustainability purchasing drivers were categorized as either "very heavy influence" or "heavy influence" by the indicated percentage of respondents

Source: Nielsen Global Survey of Corporate Social Responsibility, Q1 2015

Źródło: Nielsen Global Survey of Corporate Social Responsibility, Q1, 2015

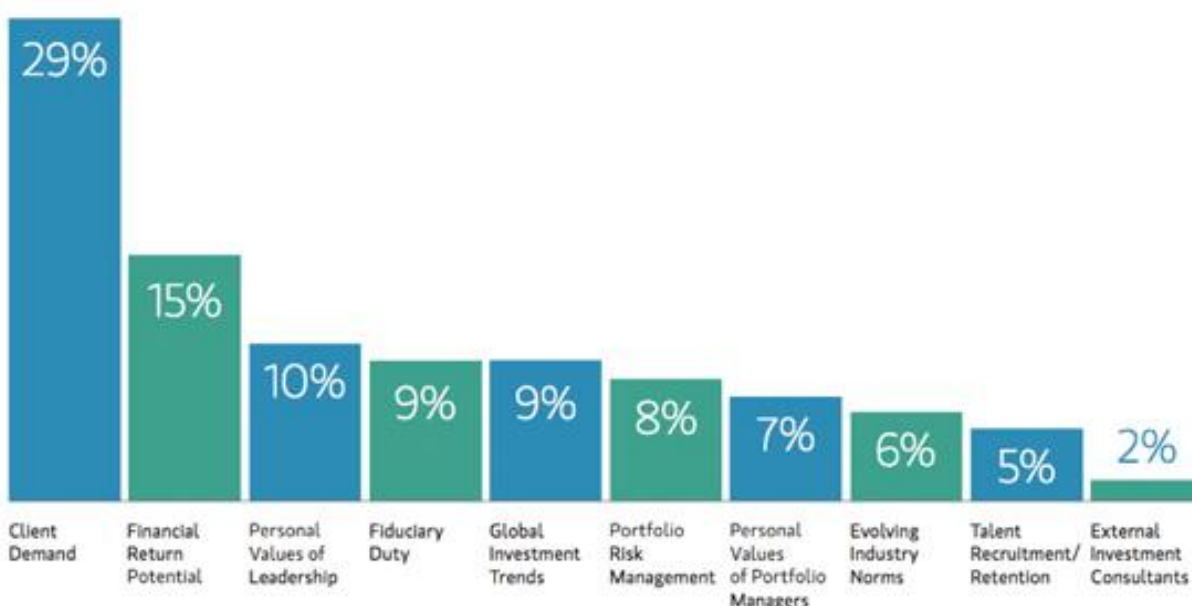
Zgodnie z badaniami Morgan Stanley głównym czynnikiem wspierającym wprowadzenie zasad zarządzania majątkiem zgodnie z wytycznymi ESG jest właśnie popyt klientów (wykres 7). Sam wynik inwestycji ma mniejsze znaczenie, jeśli cele klientów można realizować uwzględniając wpływ poszczególnych elementów na otoczenie. Oczywiście nie można uznać, że stopa zwrotu z inwestycji społecznie odpowiedzialnych może znacząco negatywnie odbiegać od rynkowej stopy zwrotu, ale należy przyjąć, że nie może być ona znacząco niższa.

Wykres 7. Czynniki kreujące popyt na uwzględnienie czynników związanych z inwestowaniem zrównoważonym wśród zarządzających aktywami.

### Rank the Following Factors by How Important Each is in Driving the Adoption of Sustainable Investing at Asset Management Firms

FIGURE 3

Showing % who ranked each as No. 1



Źródło: Truvalue Labs

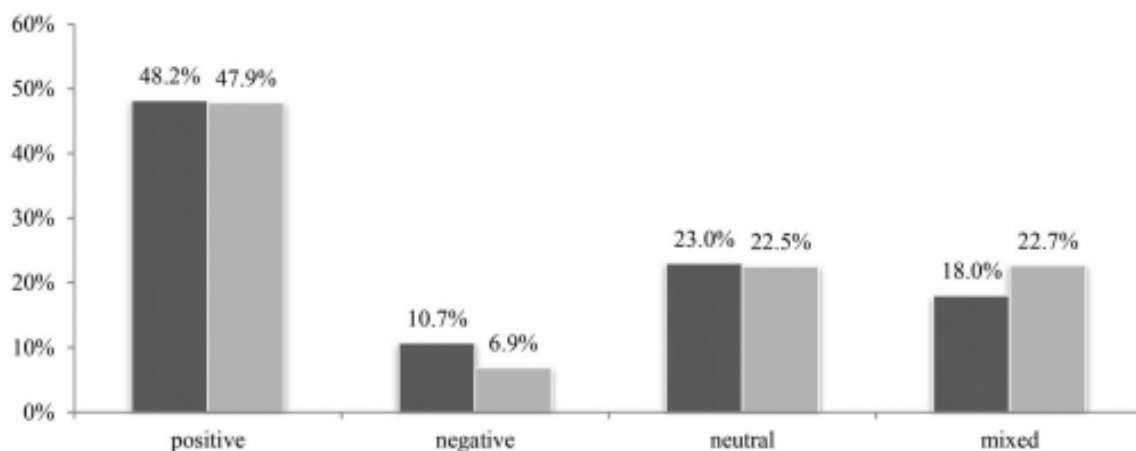
## 4.2. Wpływ czynników ESG na wyniki finansowe spółek

Jednym z podstawowym pytań, jakie należy zadać w kontekście inwestycji społecznie odpowiedzialnych jest to, czy istnieje zależność pomiędzy szeroko rozumianymi czynnikami ESG a wynikami finansowymi spółek i - idąc dalej - stopami zwrotu ze strategii inwestujących zgodnie z metodologią SRI. Temat ten zajmuje badaczy i inwestorów od lat 70-tych XX wieku, a od tego czasu opublikowano ponad 2000 badań empirycznych w różny sposób ujmując zagadnienie (Friede, Busch, Bassen 2015). **Literatura przeczy powszechnemu mitowi, że wybierając spółki przykładające większą uwagę do czynników społecznych, środowiskowych, czy związanych z łańcem korporacyjnym niejako „poświęcamy” część potencjalnego wzrostu (stopy zwrotu) na rzecz realizacji tych celów.**

Ponad 90% badań dotyczących inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie wskazało negatywnego wpływu stosowania kryteriów ESG na wyniki finansowe spółek. Co więcej,

większość badań dowiodło, że implementacja kryteriów ESG w działalności spółki przynosi wymierne korzyści finansowe, co zobrazowano na wykresie 8 (Friede, Busch, Bassen 2015).

**Wykres 8. Wpływ czynników ESG na osiągnięte wyniki finansowe spółek**



Źródło: Friede G., Busch T., Bassen A. (2015), ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Volume 5, Issue 4, s. 210-233.

**Przedsiębiorstwa wysoko oceniane pod kątem ESG osiągają średnio lepsze i bardziej stabilne wyniki finansowe niż pozostałe spółki.** Wynika to m.in. z niższego kosztu kapitału czy wyższych ratingów kredytowych (Bauer, Hann 2010 oraz Attig 2013). Cena za zaniebdanie czynników pozafinansowych potrafi być wysoka - badania wykazują, że spółki nieefektywne w zarządzaniu ryzykiem środowiskowym miały średnio o 20% wyższy koszt zadłużenia (Chava 2011) i wyższy koszt kapitału własnego (El Ghoul, Guedhami, Kim, Park 2016).

### 4.3. Wpływ czynników ESG na stopy zwrotu z akcji i funduszy

Analiza zależności między czynnikami ESG a cenami akcji nie wykazuje, że inwestowanie zrównoważone generuje dodatkowy „koszt”. Porównując wyniki indeksów akcji do ich odpowiedników skonstruowanych na podstawie kryteriów ESG możemy zauważyć, że stopy zwrotu jak i zmienność są zbliżone (tabela 5). Fundusze pasywne oparte na indeksach ESG cechowały się podobną relacją zysku do ryzyka co ETF-y oparte na szerokich indeksach.

**Tabela 5. Wpływ czynników ESG na osiągnięte wyniki finansowe**

|                          | U.S.        |           | World ex-U.S. |           | Emerging markets |           |
|--------------------------|-------------|-----------|---------------|-----------|------------------|-----------|
|                          | Traditional | ESG Focus | Traditional   | ESG Focus | Traditional      | ESG Focus |
| Annualized return        | 15.8%       | 15.8%     | 10.5%         | 11.1%     | 7.8%             | 9.1%      |
| Volatility               | 9.5%        | 9.6%      | 11.4%         | 11.6%     | 14.4%            | 14.3%     |
| Sharpe ratio             | 1.62        | 1.60      | 0.88          | 0.92      | 0.51             | 0.61      |
| Maximum monthly drawdown | -13.9%      | -13.8%    | -23.3%        | -22.6%    | -35.2%           | -33.0%    |
| Price-to-earnings        | 19.4        | 19.5      | 17.2          | 17.1      | 13.3             | 13.7      |
| Dividend yield           | 2.1%        | 2.1%      | 3.2%          | 3.2%      | 2.7%             | 2.8%      |
| Number of stocks         | 620         | 293       | 1,011         | 419       | 831              | 288       |
| ESG score                | 5.2         | 6.6       | 6.5           | 7.9       | 4.4              | 6.2       |

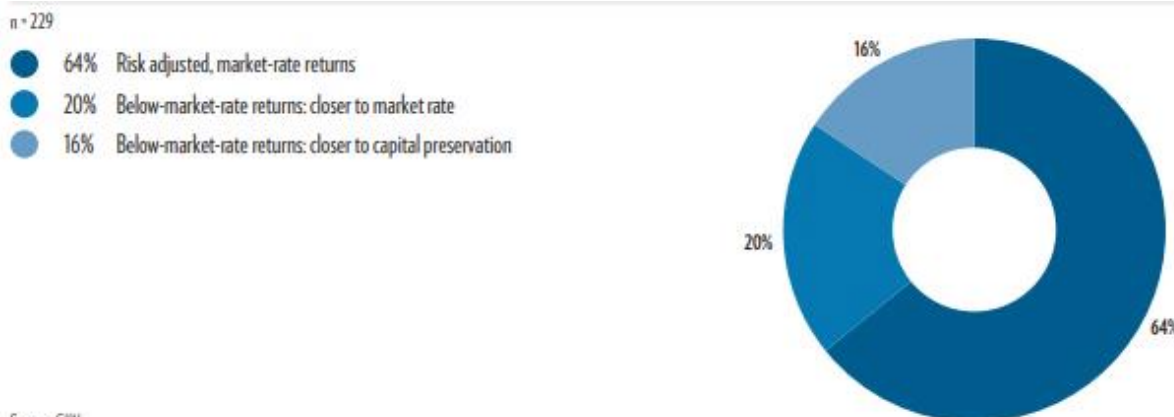
Źródło: Blackrock Investment Institute, Sustainable Investing: A Why Not Moment., May 2018



**Analiza stóp zwrotu funduszy aktywnych inwestujących w sposób zrównoważony** przynosi podobne wnioski - trudno stwierdzić, aby cechowały się one systematycznie gorszymi wynikami. Literatura wskazuje, że **wyniki te są porównywalne z konwencjonalnymi funduszami** (Morningstar 2016). Występuje tu efekt "liderów" - spółki, które wyróżniają się pod kątem czynników ESG, osiągają na tle konkurencji średnio lepsze wyniki. Wnioski badań Morningstar są spójne zarówno wśród funduszy akcyjnych jak i obligacyjnych (Sustainable Funds U.S. Landscape Report). Badania wskazują też, że **uwzględnianie czynników ESG może nie tyle wpływać na potencjał wzrostowy, co zmniejszać zmienność i głębokość spadków w momentach nerwowości na rynkach**, co z kolei może być ważnym czynnikiem przy budowie portfela inwestycyjnego (J.P. Morgan 2016).

W przypadku funduszy inwestujących zgodnie z filozofią *impact* stopa zwrotu często nie jest głównym kryterium brany pod uwagę przez inwestorów. Celem tego podejścia jest wykreowanie pozytywnych zmian społecznych lub środowiskowych, dlatego osiągnięte wyniki mogą być sprawą drugorzędną. Według badań Global Impact Investing Network wśród tej grupy inwestorów ok. 1/3 z nich spodziewa się zwrotu niższego niż rynkowa (wykres 9). Pozostali liczą się z wynikami zbliżonymi do średniej, uwzględniając podjęte ryzyko.

**Wykres 9. Oczekiwania inwestorów co do wyników osiągniętych przez fundusze typu impact**



Źródło: GIIN Research Team (2018), *Annual Impact Investor Survey*, June.

Fundusze typu *impact* częściej „zaskakują” pozytywnie niż rozczarowują pod kątem osiągniętych stóp zwrotu. Na poziomie finansowym w ok. 15% przypadków wyniki są lepsze niż oczekiwania (ok. 9% rozczarowuje), zaś pod kątem wpływu na społeczeństwo/środowisko te statystyki są jeszcze lepsze (15% vs. 3%; Annual Impact Investor Survey 2018).

## 5. Inwestowanie zrównoważone w Polsce

### 5.1. Uwarunkowania rozwoju

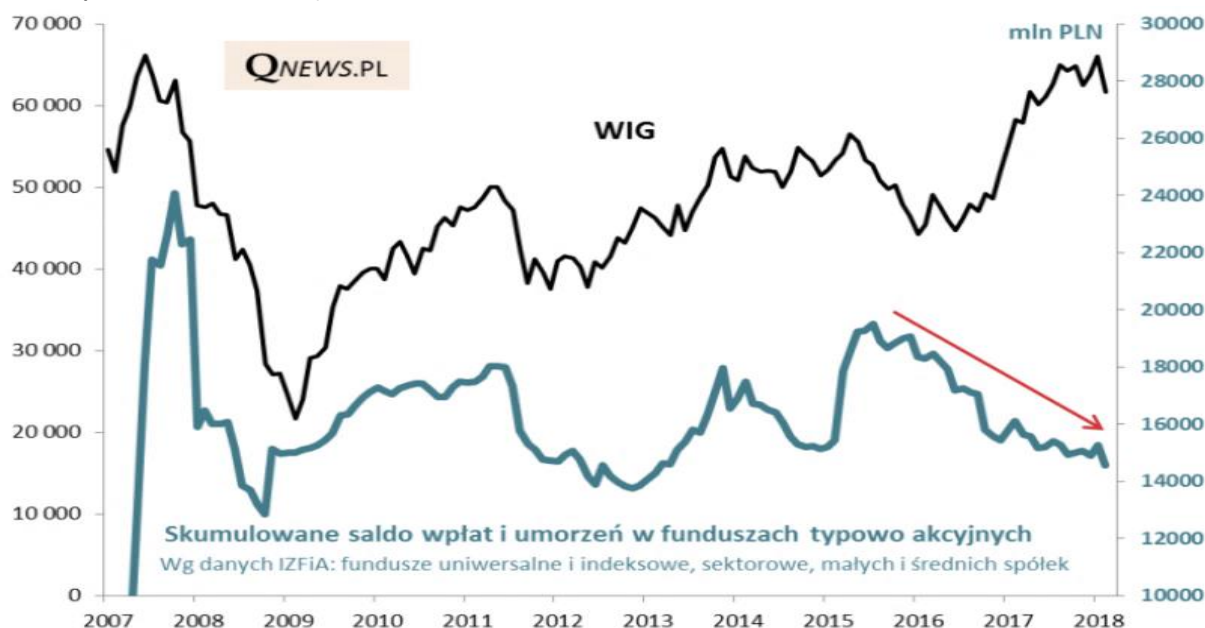
Warto spojrzeć na inwestowanie zrównoważone przez pryzmat historii Polski. Obecnie największym kapitałem dysponuje pokolenie w wieku 45-54 lat (NBP 2017), częściowo tzw. *Baby boomers*. „W życie zawodowe wchodził na przełomie lat 70-tych i 80-tych. Był to

czas robotniczych protestów, „Solidarności” i stanu wojennego” (Hysa 2016), a szczyt aktywności zawodowej osiągnęli już w gospodarce wolnorynkowej. Do wspomnianej grupy zalicza się także pokolenie X, czyli osoby urodzone w okresie 1965-1980, których „dorastanie i wchodzenie w dorosłe życie (...) przypadło na trudny czas restrukturyzacji gospodarki”(Hysa 2016). Lata 90-te to okres wysokiej inflacji i bezrobocia co potęgowało brak poczucia stabilizacji przez pracowników. Jest to całkowicie odmienny obraz doświadczeń w porównaniu z okresem dynamicznego rozwoju gospodarek światowych w latach 1945-2000.

Patrząc na obraz wskazanej powyżej zmiany pokoleniowej należałoby się zastanowić jakie może mieć ona przełożenie na inwestowanie zrównoważone. Można wysunąć hipotezę, że w Polsce nie wykształciła się jeszcze potrzeba inwestowania zrównoważonego, lecz będzie ona rosła wraz z transferem kapitału do młodszych generacji. Choć poziom tej świadomości trudno zmierzyć, autorzy przyjęli założenie, że jej rozwój będzie równoległy do zmian świadomości ekologicznej, co staje się powoli widoczne. W latach 1990-2000 „Działaniom instytucjonalnym towarzyszyła negatywna ocena społeczna i nieufność” (Kłos 2015).

Kolejne dwie dekady przyniosły zmiany. „Stosunkowo wysoki poziom wrażliwości na środowisko zauważalny jest w grupie osób w wieku 39–45 lat, natomiast osoby w wieku 18–24 lat charakteryzuje najniższy poziom postaw proekologicznych przy zdecydowanie wyższym poziomie wiedzy ekologicznej” (Kłos 2015). Oznaczałoby to, że wrażliwość inwestorów na ekologię rośnie wraz z wiekiem. Wspierane jest to faktem, że „Zdecydowanie wzrasta wśród badanych liczba osób, dla których przyjęcie środowiska za niezbywalną wartość stanowi motyw do podejmowania pozytywnej aktywności na rzecz przyrody” (Kłos 2015).

Wykres 9. Skumulowane saldo wpłat i umorzeń w funduszach typowo akcyjnych na tle indeksu WIG (oś lewa indeks WIG, oś prawa saldo w mln PLN)

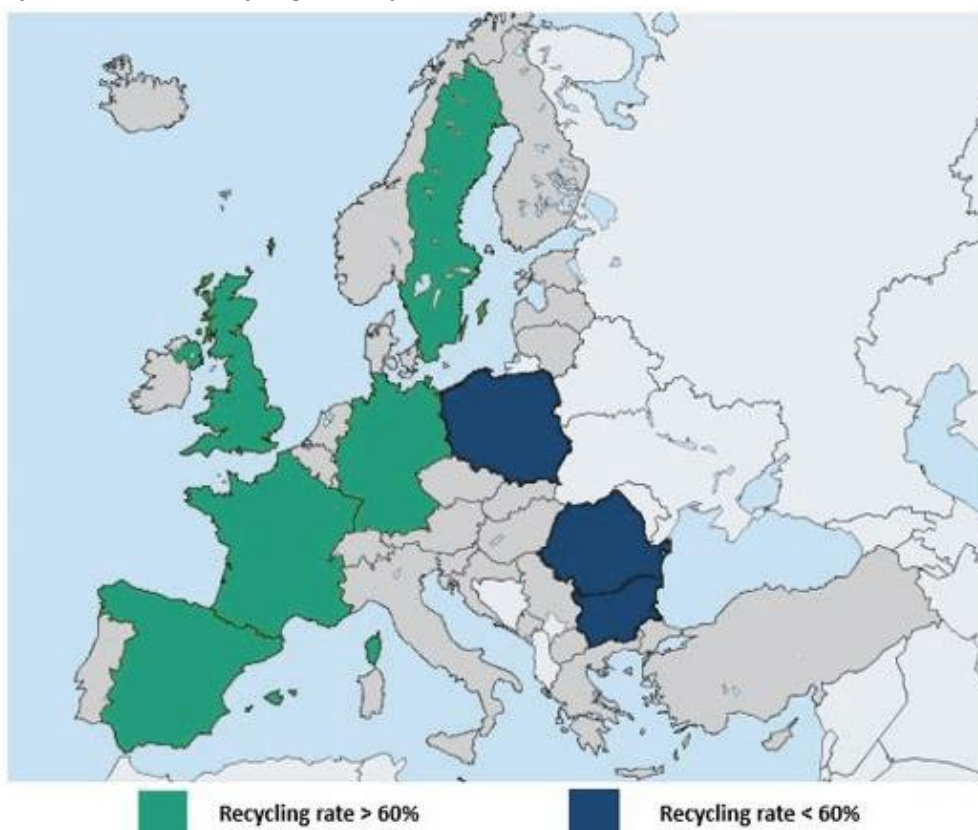


Źródło: <https://www.analizy.pl/fundusze/wiadomosci/23570/quercus-tfi%3A-krwotok-funduszy-akcyjnych.html>



Zgodnie z badaniem „Moralność finansowa Polaków” (KPF 2017), **źródłem niskiej dynamiki w zakresie inwestycji zrównoważonych w Polsce może być niski poziom zaufania do instytucji finansowych ogółem** – wątpliwości w tym zakresie wyraża 84% ankietowanych. Zaufanie to przekłada się na procesy inwestycyjne gospodarstw domowych. Od dłuższego czasu obserwujemy w inwestowaniu pewne odejście od rynku akcji, co nie stanowi dobrego środowiska do tworzenia nowych rozwiązań w tym obszarze (wykres 9).

Wykres 10. Wskaźnik recyklingu w Europie w 2015 r.



Źródło: <http://impactpaperec.eu/en/best-practices/introduction-objectives-of-the-handbook/>

Trudność sprawia analizowanie szerokich agregatów, dlatego autorzy postanowili posłużyć się swego rodzaju pochodnymi wrażliwości społeczeństwa na aspekty ekologiczne. W naszej opinii powinno to się przekładać na dostrzeganie problemów, z których zrodziło się inwestowanie zrównoważone. Spójrzmy tutaj chociażby na wskaźnik recyklingu, który wspiera środowisko, a z drugiej strony wymaga nakładów pracy lub środków pieniężnych. Na tle Europy (wykres 10), pomimo tendencji wzrostowych, nadal pozostajemy poniżej średniej. Nie oznacza to, że próby zmiany zachowania inwestorów nie są podejmowane, co zostanie opisane w dalszej części rozdziału. Jednak widać, że otoczenie w postaci wystarczającej świadomości społeczeństwa, nie jest ku temu sprzyjające.

## 5.2. Działania w Polsce w zakresie inwestowania zrównoważonego

W Polsce nie ma rozwiniętej kultury inwestowania w zgodzie z założeniami ESG. Wynika to z braku odpowiednio rozwiniętej grupy instrumentów finansowych – w chwili pisania niniejszego artykułu istnieją tylko dwa fundusze NN Investment Partners, które w sposób

jednoznaczny inwestują zgodnie z wytycznymi zrównoważonego inwestowania. Nie sposób precyzyjnie ocenić ich popularności, gdyż oba istnieją od wielu lat, wcześniej w ramach innych strategii inwestycyjnych. Z tego powodu ich aktywa wynoszą ponad 160 mln zł. Jeden z funduszy ma zasięg globalny i nieco ponad 20 mln zł pod zarządzaniem, drugi jest rozwiązaniem lokalnym. Ma on zdecydowanie większe aktywa, przy czym należy zauważyć, że portfel ten jako jedną z pozycji zawiera akcje PKN Orlen (niecałe 5%). Spółka paliwowa, w oczach wielu inwestorów, może nie wypełniać przesłanek odpowiedzialnego inwestowania. Dodatkowo opłaty bieżące przekraczają tutaj 3,5% w skali roku, co należy uznać za wysoki poziom.

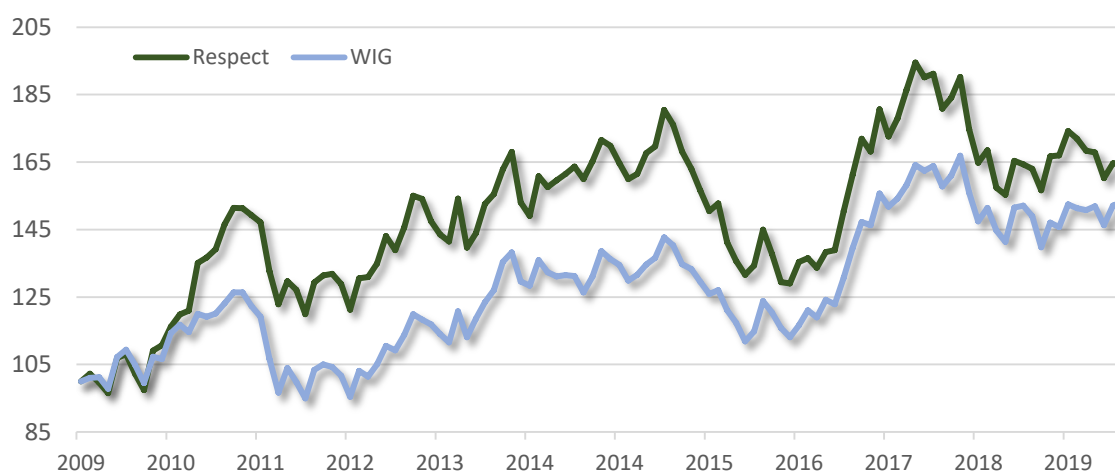
Innym przykładem jest projekt Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. pod nazwą RESPECT Index. Jego celem było wyłonienie tych spółek z warszawskiej giełdy, które wypełniają pewne przesłanki zarządzania zrównoważonego i odpowiedzialnego. Zgodnie z wynikami ankiety już w 2016 roku 46% respondentów, którymi byli przedstawiciele najważniejszych instytucji finansowych, uwzględnia czynniki ESG w procesie podejmowania decyzji, stąd też indeks ten powinien mieć praktyczne znaczenie. Warto zauważyć, że punktem wyjścia jest tutaj płynność, co w przypadku polskiego rynku kapitałowego znacząco ogranicza wybór. Poza tym podmioty wchodzące w skład indeksu przechodzą jeszcze dwa etapy selekcji do indeksu – relacji inwestorskich (etap drugi) i właściwy audyt ESG (etap trzeci). Podmiotem wspierającym całe przedsięwzięcie jest Deloitte. Warto zwrócić uwagę na wynik indeksu RESPECT względem indeksu szerokiego rynku WIG<sup>17</sup>. O ile w okresie od 31 grudnia 2008 r. (tj. od początku istnienia) do 28 grudnia 2018 r. stopa zwrotu z indeksu RESPECT przewyższała indeks WIG średniorocznie o ponad 3% (odpowiednio 10,82% i 7,8%), o tyle od początku 2016 r. jego dynamika ulega pogorszeniu. Powodem niższych stóp zwrotu w ostatnim czasie jest m.in. brak w indeksie (potencjalnie kierującym się wytycznymi ESG) spółki CD Projekt S.A. Jest to jeden z najmocniejszych komponentów indeksów mWIG40 i WIG20 na przestrzeni ostatnich 5 lat. Spółka ta zwiększyła w omawianym okresie swoją kapitalizację przeszło 20-krotnie.

Idea tworzenia indeksu spółek inwestujących zgodnie z wytycznymi ESG jest słuszna i GPW S.A., jako organizator obrotu na regulowanym rynku giełdowym w Polsce, jest zapewne właściwą instytucją do tego typu działań. Choć w przypadku np. Stanów Zjednoczonych owe indeksy tworzone są przez niezależne podmioty, jednak w Polsce taki ekosystem rynkowy nie wykształcił się. Oficjalnie trudno znaleźć uzasadnienie dla przyjęcia przez GPW akurat takiego modelu konstrukcji indeksu. Można domniemywać, że kluczowa była tu obawa, iż zbyt ostre kryteria doboru spółek mogłyby spowodować, że indeks byłby oparty o małą ich liczbę o bardzo ograniczonej płynności, a co za tym idzie byłby niereplikowalny.

---

<sup>17</sup> Ten ostatni został wybrany przez autorów ze względu na podobieństwa konstrukcyjne, a więc jest także „dochodowy”, co oznacza że jego stopa zwrotu, poza samym zachowaniem spółek składowych, bierze pod uwagę także wszelkie pożytki wynikające z posiadanych akcji, czyli głównie dywidendy.

Wykres 11. Notowania indeksu Respect w stosunku do WIG w okresie 2009-2019



Źródło: stooq.pl, opracowanie własne

Szerokie kryteria konstrukcji sprawiły, że do indeksu trafiły spółki wątpliwe pod kątem ich społecznej odpowiedzialności. Takimi przykładami, ze względu na profil działalności, są: Lubelski Węgiel "Bogdanka" S.A. i Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. Co ciekawe obie spółki **zostały wykluczone** ze spektrum inwestycyjnego przez Norges Bank Investment Management<sup>18</sup>, jednego z liderów w inwestowaniu zrównoważonym, co pokazuje zupełnie różne podejście do oceny jakości spółki przez pryzmat kryteriów ESG. Czy zatem próby tworzenia odpowiednich indeksów stanowią rzeczywisty krok ku krzewieniu kultury inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce?

Projektem konkurencyjnym do RESPECT Index jest prowadzone od 2010 r. przez **Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych badanie**, objęte patronatem Komisji Nadzoru Finansowego, o nazwie „**Analiza ESG spółek w Polsce**”. Warto wspomnieć, że jedynie 30-40 spółek wypełniło w jakimkolwiek stopniu nowe zasady raportowania. Niestety, wyniki badań nie są upubliczniane, przez co użyteczność całego procesu dla inwestorów jest ograniczona.

Wart odnotowania jest również fakt, że w Polsce obowiązuje już **Standard Informacji Niefinansowych**, ale przyjęte założenia są trudne w interpretacji (istotność niektórych parametrów musi samodzielnie określać zarząd danej spółki). Dodatkowo należy tutaj nadać kontekst branży. Z drugiej strony, zużycie materiałów, energii czy wody, bądź wskazanie podziału pracowników ze względu chociażby na płeć można uznać za dość jednoznaczne i porównywalne, a tego typu informacje coraz częściej podlegają standaryzacji w raportowaniu<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> Norges Bank – część norweskiego bank centralny, który zajmuje się zarządzaniem globalnym funduszem emerytalnym; w Polsce inwestując na GPW poprzez oddelegowanie mandatu lokalnym TFI.

<sup>19</sup> Przykładem dobrej praktyki w tym zakresie są standardy GRI (Sustainability Reporting Standards), które są próbą stworzenia międzynarodowego wzorca raportowania ekonomicznych, środowiskowych oraz społecznych aspektów funkcjonowania przedsiębiorstw.

Ostatnią omawianą w artykule grupą instrumentów opartych o założenia inwestowania zrównoważonego są produkty strukturyzowane, a więc takie, których elementem jest instrument pochodny. Przykładem może być tutaj produkt inwestycyjny oparty na indeksie oparty o Solactive Sustainable Development Goals World RC 8 EUR Index, emitowany przez BNP Paribas Issuance B.V. i dystrybuowany w Polsce przez lokalne biuro maklerskie BGŻ BNP. Poziom skomplikowania produktu jest wysoki, gdyż składowymi wspomnianego indeksu są Solactive Sustainable Development Goals World EUR Index oraz Goals World EUR Cash. O ile założenia należy tutaj ocenić pozytywnie, o tyle zrozumienie filozofii stojącej za doбором konkretnych spółek do portfela można uznać za mało przejrzyste, chociażby ze względu na brak odpowiedniej polityki inwestycyjnej w języku polskim.

Tak niejednoznaczny obraz – z jednej strony sprzyjające otoczenie globalne i zmieniające się przepisy prawa, z drugiej brak realnego przełożenia na wzrost inwestycji zrównoważonych w Polsce jest dość zaskakujący. Wydaje się, że wynika to z wciąż wczesnego poziomu rozwoju polskiego rynku i świadomości inwestorów, co jest charakterystyczne dla rynków wschodzących, do których Polska – według wielu kryteriów – wciąż należy.

## 6. Podsumowanie

W inwestycjach zrównoważonych stanowiących już ponad 25% wartości wszystkich aktywów inwestycyjnych świata, czynniki behawioralne przeważają nad kryteriami finansowymi. Budowa portfela inwestycyjnego to selekcja spółek przez ocenę ich odpowiedzialnego (etycznego) działania i budowy tzw. dobra społecznego. Przy doborze aktywów najczęściej stosuje się strategię opartą o selekcję negatywną, integrację ESG lub opartą na normach oraz zaangażowanie korporacyjne i akcjonariuszy.

Konsumenci są w stanie płacić więcej za te produkty, które pozytywnie oddziałują na środowisko naturalne czy społeczeństwo, dlatego też powinien się kreować popyt na inwestycje zrównoważone. Ponad 90% badań dotyczących inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie wskazało negatywnego wpływu stosowania kryteriów ESG na wyniki finansowe spółek. Ponadto implementacja kryteriów ESG w działalności spółek przynosi im w praktyce wymierne korzyści finansowe. Fundusze pasywne oparte na indeksach ESG historycznie cechowały się podobną relacją zysku do ryzyka co ETF-y oparte na szerokich indeksach. Ponadto uwzględnianie czynników ESG przy budowie portfela inwestycyjnej może potencjalnie zmniejszyć jego zmienność. Wszystkie te czynniki sprawiają, że rynek inwestowania zrównoważonego jest potrzebny i prawdopodobnie będzie się dynamicznie rozwijać.

Do najważniejszych inicjatyw z zakresu inwestowania zrównoważonego w Polsce zaliczyć należy stworzenie RESPECT Index, badania nad kryteriami ESG prowadzone przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych oraz wprowadzenie Standardu Informacji Niefinansowych. Niejednoznaczny obraz rynku inwestowania zrównoważonego w Polsce wynika z

wczesnego poziomu rozwoju polskiego rynku, niskiej świadomości inwestorów oraz niskiego poziomu zaufania Polaków do instytucji finansowych.

Z punktu widzenia inwestora rozpoznanie inwestycji zrównoważonych może stanowić wyzwanie. Główną trudnością jest poprawna ocena, czy przyjęcie przez dany fundusz kryteriów zrównoważonego inwestowania jest zabiegiem marketingowym, odpowiadającym na zapotrzebowanie rynku i opartym wyłącznie na zapisie statutowym, czy też faktycznie ważnym elementem procesu inwestycyjnego. Wsparciem dla inwestorów w selekcji funduszy zgodnych z SRI są serwisy branżowe takie jak Morningstar czy MSCI ESG Fund Metrics.

## 7. Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Bauer R., Hann D. (2010), *Corporate Environmental Engagement and Credit Risk*, Maastricht University,
2. Attig N. (2013), Corporate Social Responsibility and Credit Ratings, *Journal of Business Ethics*, vol. 117, issue 4, 679-694,
3. Chava S. (2011), *Environmental Externalities and Cost of Capital*, Georgia Institute of Technology,.
4. Duliniec A. (2015), Inwestowanie społecznie odpowiedzialne – przejściowa moda czy trwała tendencja? *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 937/2015, s.39-49.
5. El Ghouli S., Guedhami O., Kim H., Park K. (2016), Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence, *Journal of Business Ethics*, Springer, vol. 149(2), s. 335-361, May,
6. Friede G., Busch T., Bassen A. (2015), ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Volume 5, Issue 4, s. 210-233.
7. Fulton M., Kahn B., Sharples C. (2012), *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*, Deutsche Bank's Climate Change Advisors Report.
8. Goff S. (2006), Ethical Funds, *Financial Times*, 14 July 2006, <https://www.ft.com/content/d603b526-131e-11db-9d6e-0000779e2340>
9. H. Rogall (2010), *Ekonomia zrównoważonego rozwoju*, Wydawnictwo Zys i S-ka, Poznań,
10. Hale J. (2018), *Sustainable Funds U.S. Landscape Report*, Morningstar Research, January, <https://corporate1.morningstar.com/ResearchLibrary/article/846182/sustainable-funds-us-landscape-report/>,
11. Hale, J. (2017), The Morningstar Sustainability Rating: Helping Investors Evaluate the Sustainability of Portfolios, *Investments& Wealth Monitor*, Nov-Dec 2017,
12. Hysa B. (2016), Zarządzanie Różnorodnością Pokoleniową, *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej*, Seria: Organizacja i Zarządzanie z. 97, Nr kol. 1964, s. 388,

13. Jamróz P. (2017), Struktura rynku funduszy społecznie odpowiedzialnych w wybranych krajach europejskich, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 5/2017 (89), cz.2.
14. Kłos L. (2015), Świadomość Ekologiczna Polaków – Przegląd Badań, *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, Nr 42, T.2, Szczecin, s. 38,
15. Martysz C., Rzeszutek M. (2016), Problem informacji cenotwórczych w kontekście nowych unijnych obowiązków informacyjnych spółek publicznych w: J. Ostaszewski (red.), *Przetwarzanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach*, Oficyna Wydawnicza SGH,
16. Martysz C. (2013), Zarys problematyki finansów islamskich, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, SGH, 128/2013.
17. Sparkes R. (2002), *Socially Responsible Investment: The Global Revolution*, John Wiley&Sons, Chichester.
18. Hale J. (2016), Sustainable Investing Research Suggests No Performance Penalty, *Morningstar Manager Research*, November

#### **Materiały internetowe i raporty**

1. Cibor K., Muzińska A. (2011), *Impact investing – czym jest inwestowanie zaangażowane społecznie*, [www. ekonomiaspoleczna.pl/wiadomosc/672578.html](http://www.ekonomiaspoleczna.pl/wiadomosc/672578.html)
2. GIIN Research Team (2018), *Annual Impact Investor Survey*, June 2018.
3. Global Sustainable Investment Alliance, GSIA (2012&2016&2018), *Global Sustainable Investment Review*, <http://www.gsi-alliance.org>
4. [http://www.morningstar.com/lp/sustainability-rating?cid=OSM\\_LNK](http://www.morningstar.com/lp/sustainability-rating?cid=OSM_LNK)
5. <https://www.innovacap.com/pl/strategia/odpowiedzialne-inwestowanie/>
6. <https://www.msci.com/esg-fund-metrics>
7. Intertrust, *Privat Equity Market 2018*, <https://www.intertrustgroup.com/~media/Files/I/Intertrust-Group/Intertrust%20Private%20Equity%20Report%20-%20final.pdf>
8. J.P. Morgan (2016), *ESG – Environmental, Social & Governance Investing: A Quantitative Perspective of how ESG can Enhance your Portfolio*, <https://yoursri.com/media-new/download/jpm-esg-how-esg-can-enhance-your-portfolio.pdf>.
9. JP Morgan Emerging Markets Equity Fund, Summary Prospectus, March 1, 2018, <https://prospectus-express.broadridge.com/summary.asp?doctype=spro&client-id=jpmll&fundid=4812a0607>
10. Konfederacja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, KPF (2017), *Moralność finansowa Polaków*, <http://www.kpf.pl/pliki/raporty/moralnosc-finansowa-Polakow-raport-2017.pdf>
11. NBP (2017), *Zasobność gospodarstw domowych w Polsce. Raport z badania 2016 r.*, Departament Analiz Ekonomicznych i Departament Stabilności Finansowej,



12. Norges Bank (14.04.2016), *Grounds for decision – Product based coal exclusions*, <https://www.nbim.no/contentassets/d99e60bdb5794272ae0df58d79da0d65/20160414-grounds-for-decision---product-based-coal-exclusions.pdf>
13. Norges Bank (21.12.2016), *Grounds for decision – Product-based coal exclusions*, <https://www.nbim.no/contentassets/08b0787eae8a4016bd06bfeba0067e32/grounds-for-decision---2nd-tranche-of-coal-exclusions.pdf>
14. Stein C. (2018), *Vanguard Plans to Start Its First ETFs Tied to ESG Investing*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-27/vanguard-plans-to-start-its-first-etfs-tied-to-esg-investing>
15. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (01.07.2019) [https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn\\_id=59290&title=RESPECT+Index](https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=59290&title=RESPECT+Index)