

*Tomasz Jedynek*

Katedra Zarządzania Ryzykiem i Ubezpieczeń  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

# Fundusze inwestycyjne na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych

## Streszczenie

W artykule przedstawiono zagadnienie roli, jaką na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych (rynku SRI) odgrywają fundusze inwestycyjne. Na podstawie teorii oraz analizy danych empirycznych weryfikacji poddano hipotezę stanowiącą, że fundusze inwestycyjne mają duży wpływ na kształt oraz rozwój rynku SRI. W toku postępowania badawczego zrealizowano wiele celów badawczych. Po pierwsze scharakteryzowano rynek SRI oraz omówiono specyfikę funkcjonowania funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych (fundusze SRI). Następnie przeanalizowano strukturę i wielkość rynku SRI oraz przedstawiono rolę, jaką na tym rynku odgrywają fundusze SRI. Spostrzeżenia sformułowane na podstawie przeprowadzonych badań pozwoliły wnioskować o braku podstaw do odrzucenia postawionej hipotezy badawczej, co jest równoznaczne z utrzymaniem w mocy twierdzenia o kluczowym wpływie funduszy SRI na kształt i rozwój całego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych.

**Słowa kluczowe:** inwestowanie społecznie odpowiedzialne, fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych, fundusze SRI, rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych.

## 1. Wprowadzenie

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne (*socially responsible investing*, SRI) polega na wkomponowaniu w klasyczny proces inwestycyjny kryteriów pozafi-

nansowych przy jednoczesnym uwzględnieniu finansowych celów inwestora<sup>1</sup>. Kryteria pozafinansowe powinny dotyczyć aspektów powszechnie akceptowanych i uznawanych za pożądane, a więc koncentrujących się wokół zagadnień etycznych oraz tzw. czynników ESG<sup>2</sup>.

Obserwowany w minionej dekadzie dynamiczny rozwój rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych<sup>3</sup> oraz wzrost liczby funduszy deklarujących stosowanie strategii SRI<sup>4</sup> skłonił autora do podjęcia problemu badawczego, który może zostać sformułowany w postaci pytania: jaką rolę na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych odgrywają fundusze deklarujące stosowanie strategii SRI? Na podstawie określonego w ten sposób problemu postawiona została hipoteza badawcza stanowiąca, że fundusze inwestycyjne mają zasadniczy wpływ na kształt oraz rozwój rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Z tak sformułowanej hipotezy badawczej wynikają główne cele artykułu, takie jak: charakterystyka rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych, przedstawienie idei funkcjonowania funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz analiza struktury i wielkości rynku SRI ze szczególnym uwzględnieniem roli, jaką na tym rynku odgrywają fundusze stosujące strategie SRI.

## 2. Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Termin rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych odnosi się do specyficznego rodzaju rynku, na którym przeprowadzanie transakcji dla jednej ze stron wiąże się z inwestycją (celem jest uzyskanie dochodu) przy jednoczesnym uwzględnieniu jej pozafinansowych aspektów (np. czynniki ESG). W ujęciu przedmiotowym tak rozumiany rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych jest więc częścią zarówno rynku finansowego, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe, jak i rynku niefinansowego, gdzie dokonuje się transakcji

---

<sup>1</sup> O problematyce definiowania koncepcji oraz strategii SRI szerzej np. w: [Jedynak 2011a, Jedynak 2011b].

<sup>2</sup> Wyrażenie ESG jest to akronim angielskich określeń: *environmental* – ochrona środowiska, *social responsibility* – społeczna odpowiedzialność, *corporate governance* – jakość zarządzania przedsiębiorstwem (ład korporacyjny).

<sup>3</sup> Przykładowo w latach 2009–2013 wartość europejskiego rynku SRI wzrosła o około 98%, a rynku USA w latach 2009–2013 wzrost wynosił około 114% [European. SRI Study 2014... 2014, s. 10–20; Report... 2014, s. 12].

<sup>4</sup> W okresie 1999–2013 liczba funduszy SRI w Europie zwiększyła się niemal 6-krotnie (ze 159 do 922), a wartość zarządzanych przez nie aktywów wzrosła z 11 mld EUR do niemal 108 mld EUR. W USA w latach 1995–2014 liczba funduszy SRI wzrosła prawie 17-krotnie (z 55 do 925), a wartość zarządzanych przez nie aktywów zwiększyła się z 12 mld USD do 4306 mld USD [Green... 2013, s. 7–8; Report... 2014, s. 103].

wymiany różnego rodzaju dóbr. Mając na uwadze, że podjęty problem badawczy obejmuje funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, w dalszej części opracowania skoncentrowano się na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych jako części rynku finansowego<sup>5</sup>.

Odpowiednim punktem wyjścia dla charakterystyki tak rozumianego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych wydaje się zastosowanie kryterium podmiotowego, zgodnie z którym ramy tego rynku są wyznaczone przez zachowania jego uczestników. Wśród uczestników rynku finansowego, mających wpływ na kształt rynku SRI na szczególną uwagę zasługują: emitenci, inwestorzy indywidualni i instytucjonalni, instytucje obrotu instrumentami finansowymi oraz instytucje regulujące i nadzorujące rynek. Istotną rolę na tym rynku odgrywają również wyspecjalizowane agencje ratingowe zajmujące się gromadzeniem oraz udostępnianiem pozafinansowych danych dotyczących spółek, których papiery wartościowe są dostępne w publicznym obrocie.

Główną grupę uczestników rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych stanowią inwestorzy. Przekonania inwestorów o korzyściach związanych ze stosowania strategii SRI oraz ich skłonność do powierzania kapitału odpowiedzialnym społecznie przedsiębiorstwom stanowią podstawową stymulantę rozwoju rynku SRI. Działania podejmowane przez emitentów, a także opisane dalej inicjatywy instytucji obrotu, instytucji regulujących i nadzorujących, agencji ratingowych oraz wszelkich innych organizacji wspierających rozwój rynku SRI stanowią następstwo obserwowanego wśród inwestorów, pierwotnego w swojej naturze, zapotrzebowania na społeczną odpowiedzialność dokonywanych inwestycji.

Inwestorów na rynku kapitałowym dzieli się z reguły na inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych [Jajuga i Jajuga 2007, s. 69]<sup>6</sup>. Inwestorzy indywidualni to osoby fizyczne lokujące własne środki finansowe w celu osiągnięcia zysku [Banaszczak-Soroka 2008, s. 48], natomiast inwestorzy instytucjonalni stanowią zróżnicowaną grupę podmiotów, których wspólną cechą jest lokowanie posiadanych przez nie lub powierzonych im środków w dostępne instrumenty finansowe celem pomnażania zgromadzonych aktywów. Wśród inwestorów instytucjonalnych wyróżnia się w szczególności instytucje finansowe, takie jak fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, firmy zarządzające aktywami na

---

<sup>5</sup> W dalszej części artykułu przez pojęcie rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych rozumieć należy ten jego segment, który stanowi część rynku finansowego.

<sup>6</sup> Warto odnotować, że stosowane są również inne klasyfikacje inwestorów. Przykładowo J. Czekał [Rynek... 2000, s. 48–49] w gronie inwestorów wyróżnia: gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa niefinansowe, władze publiczne, instytucje finansowe oraz inwestorów zagranicznych. Z kolei A. Sopoćko [2010, s. 61–68] wskazuje na grupę inwestorów instytucjonalnych (banki, firmy ubezpieczeniowe i emerytalne, fundusze inwestycyjne) oraz grupę inwestorów nieprofesjonalnych (gospodarstwa domowe i spółki pracownicze).

zlecenie oraz banki i zakłady ubezpieczeń. Ze względu na problematykę podjętą w artykule szczególnie istotną grupą inwestorów na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych są fundusze inwestycyjne (fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych, fundusze SRI).

### 3. Fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Fundusze inwestycyjne są to instytucje zbiorowego inwestowania, których zadaniem jest inwestowanie w celu pomnożenia powierzonych im środków [Jajuga i Jajuga 2007, s. 70]. W innym ujęciu fundusze inwestycyjne to „instytucje finansowe, których działalność polega na gromadzeniu rozproszonych kapitałów różnych inwestorów (uczestników funduszu) w celu ich dalszej alokacji, pozwalającej właścicielom tych środków osiągać korzyści finansowe” [Perez 2012, s. 11].

Na gruncie teorii oraz w praktyce rynkowej fundusze inwestycyjne klasyfikuje się na wiele różnych sposobów. Zasadniczo stosowane najczęściej kryteria klasyfikacji można sprowadzić do dwóch kategorii bazowych, tj. kryteriów prawnych oraz kryteriów ekonomicznych (tabela 1). Kryteria prawne pozwalają usystematyzować fundusze inwestycyjne pod względem konsekwencji prawnych, jakie spotka inwestor w związku z dokonywaną inwestycją. Kryteria ekonomiczne umożliwiają klasyfikację funduszy inwestycyjnych ze względu na zakres uprawnień i obowiązków inwestorów oraz wynikające z przyjętej polityki inwestycyjnej potencjalne ryzyko inwestycji [Perez 2012, s. 44].

Oprócz zaproponowanych w tabeli 1 kryteriów klasyfikacji fundusze inwestycyjne mogą być również klasyfikowane ze względu na ich politykę w zakresie koncepcji społecznej odpowiedzialności inwestycji. Zgodnie z tym kryterium wyróżnić można:

- fundusze neutralne względem SRI (*conventional funds*),
- fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych (*socially responsible funds, SRI funds*),
- fundusze nieodpowiedzialne społecznie (*socially irresponsible funds*).

Ogólnie ujmując, fundusze neutralne względem SRI, są to fundusze, których polityka nie zakłada uwzględniania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych jakichkolwiek aspektów wywodzących się z koncepcji SRI. Fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych (fundusze SRI) są to fundusze inwestycyjne, które w swojej polityce inwestycyjnej uwzględniają postulaty SRI. Oznacza to, że oprócz klasycznych, wywodzących się z teorii portfela, kryteriów doboru aktywów do portfela (profil ryzyko–dochód inwestycji, dywersyfikacja portfela), zarządzający tymi funduszami uwzględniają również pozafinansowe aspekty inwestycji związane z kwestiami etycznymi oraz z czynnikami ESG. Fundusze nieodpowie-

działne społecznie stanowią przeciwieństwo funduszy SRI. Podstawowym założeniem ich polityki inwestycyjnej jest lokowanie posiadanych środków w aktywa, które nie spełniają kryteriów SRI bądź ewidentnie im przeczą<sup>7</sup>.

Tabela 1. Typologia funduszy inwestycyjnych

Kryteria prawne		Kryteria ekonomiczne	
kryterium klasyfikacji	rodzaje funduszy inwestycyjnych	kryterium klasyfikacji	rodzaje funduszy inwestycyjnych
Forma prawna	– fundusze statutowe – fundusze umowne – fundusze powiernicze	Wysokość opłat i prowizji	– fundusze prowizyjne – fundusze bezprowizyjne
Osobowość prawna	– fundusze posiadające osobowość prawną – fundusze nieposiadające osobowości prawnej	Polityka inwestycyjna	– fundusze akcyjne – fundusze mieszane (hybrydowe) – fundusze papierów dłużnych – fundusze rynku pieniężnego – pozostałe (np. fundusze nieruchomości)
Typ inwestora	– fundusze publiczne – fundusze prywatne – fundusze specjalne	Geograficzny zasięg funkcjonowania	– fundusze rynku krajowego – fundusze rynków zagranicznych – fundusze bez określonej specjalizacji zagranicznej
Konstrukcja <sup>a</sup>	– fundusze otwarte – specjalistyczne fundusze otwarte – fundusze zamknięte – specjalistyczne fundusze zamknięte – fundusze mieszane	Sposób zarządzania	– fundusze zarządzane aktywnie – fundusze zarządzane pasywnie
		Forma uczestnictwa w dochodach	– fundusze tezauryzacyjne – fundusze dystrybucyjne

<sup>a</sup> przy czym w Polsce funkcjonują obecnie jedynie fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Perez 2012, s. 44–58; Dawidowicz 2008, s. 17–34; Borowski 2011, s. 35–40].

Podjmując próbę formalnego zdefiniowania funduszy SRI z wykorzystaniem koncepcji K. Perez, proponuję przyjąć, że fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych są to instytucje finansowe, które gromadzą rozproszone kapitały różnych

<sup>7</sup> Np. przedsiębiorstwa przemysłu zbrojeniowego, producenci wyrobów tytoniowych, firmy czerpiące zyski z hazardu itp. [Chong, Her i Philips 2006, s. 407–408].

inwestorów celem ich dalszej alokacji z zastosowaniem różnorodnych strategii SRI, pozwalających właścicielom tych środków osiągać korzyści finansowe, przy jednoczesnym uwzględnieniu kierujących nimi przesłanek o charakterze pozafinansowym. W swojej ogólności ujęcie takie wydaje się trafnie oddawać obserwowane w praktyce rynkowej zróżnicowanie funduszy SRI. W pierwszej kolejności zauważyć należy, że określenie „różnorodne strategie SRI” pozwala uniknąć potencjalnych problemów terminologicznych związanych ze zróżnicowaniem strategii SRI oraz wynikającymi z niej trudnościami klasyfikacyjnymi. Istotne jest również ogólnikowe sformułowanie dotyczące uwzględniania przez fundusze SRI przesłanek pozafinansowych kierujących inwestorami, które w takim ujęciu mogą dotyczyć zarówno kryteriów wynikających z ich przekonań religijnych bądź etycznych, jak i ze stosowania czynników ESG. Ponadto warto zaznaczyć, że proponowana definicja w sposób szczególnie akcentuje chęć osiągania przez inwestorów (uczestników funduszu) korzyści finansowych, co odróżnia fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych od funduszy o charakterze filantropijnym lub solidarnym<sup>8</sup> [Krupa 2012, s. 310].

W kontekście przedstawionej wcześniej typologii funduszy inwestycyjnych istotną cechą klasyfikacji funduszy inwestycyjnych ze względu na ich politykę w zakresie koncepcji społecznej odpowiedzialności inwestycji jest fakt, że ma ona zastosowanie niezależnie od innych kryteriów podziału. Oznacza to, że fundusze inwestycji społecznie odpowiedzialnych:

- mogą mieć dowolną, dopuszczalną w ramach ustawodawstwa formę prawną,
- mogą być funduszami otwartymi, zamkniętymi lub mieszanymi, o charakterze uniwersalnym lub specjalistycznym,
- mogą być funduszami publicznymi, prywatnymi lub specjalistycznymi,
- mogą funkcjonować w różnych sektorach gospodarki oraz rejonach geograficznych, chociaż z przyjętej przez nie strategii SRI może wynikać, że będą one unikać niektórych sektorów (np. przemysłu zbrojeniowego, energetyki jądrowej) lub rejonów geograficznych (tzw. strategia dezinwestycji),
- mogą być funduszami tezauryzacyjnymi lub dystrybucyjnymi.

Z definicji funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych jednak wynika, że są to fundusze zarządzane aktywnie i jako takie z reguły są funduszami prowi-zyjnymi.

Z analizy funkcjonowania funduszy SRI wynika, że zdecydowana większość funduszy tego typu to fundusze akcyjne. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest względnie prosty i przejrzysty sposób implementacji strategii SRI w odniesieniu do papierów udziałowych przedsiębiorstw. Jeżeli bowiem ich emitent spełnia przyjęte kryteria, fundusz SRI może nabywać jego walory. Nieco bardziej skompliko-

---

<sup>8</sup> Solidarne fundusze inwestycyjne przekazują określony odsetek swoich zysków podmiotom społecznym, a w procesie analizy potencjalnych inwestycji nie muszą kierować się kryteriami ESG.

wane jest wdrażanie strategii SRI w przypadku funduszy papierów dłużnych oraz funduszy mieszanych. O ile bowiem wstępna selekcja obligacji korporacyjnych może bazować na takich samych metodach jak w przypadku papierów udziałowych, to sposób doboru obligacji samorządowych i skarbowych może budzić pewne wątpliwości. Implementacja strategii SRI w odniesieniu do funduszy rynku pieniężnego oraz funduszy specjalistycznych inwestujących w rynek nieruchomości, dzieła sztuki itp. w zasadzie jest niewykonalna.

#### 4. Rola funduszy inwestycyjnych na rynku SRI

Falsyfikacja postawionej we wstępie głównej hipotezy badawczej, która stanowi, że fundusze inwestycyjne mają istotny wpływ na kształt oraz rozwój rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych, wymaga, aby w pierwszej kolejności przedstawić stan rozwoju rynku SRI w ogóle<sup>9</sup>. Następnie konieczne jest określenie udziału, jaki w rynku SRI mają aktywa zarządzane profesjonalnie (*assets under management*, AUM) oraz szczegółowa analiza funkcjonowania funduszy deklarujących stosowanie strategii SRI, w tym określenie ich liczby oraz wartości zgromadzonych przez nie aktywów netto. Obecnie pogłębionym badaniom zostaną poddane dwa największe i najlepiej rozwinięte rynki inwestycji społecznie odpowiedzialnych, tj. rynek SRI w USA oraz w traktowany jako względnie jednolita całość rynek SRI w krajach europejskich<sup>10</sup>.

Całkowitą wartość światowego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych szacuje się na około 13,568 bln USD, co stanowi niemal 21,8% wartości wszystkich aktywów notowanych na rynkach finansowych [2012 *Global...* 2013, s. 9]. Autorzy przywołanego raportu szacują, że około 89% tej kwoty przypada na aktywa zarządzane przez profesjonalne instytucje finansowe, a pozostałe 11% – na inwestorów indywidualnych, przy czym struktura ta kształtuje się w odmienny

---

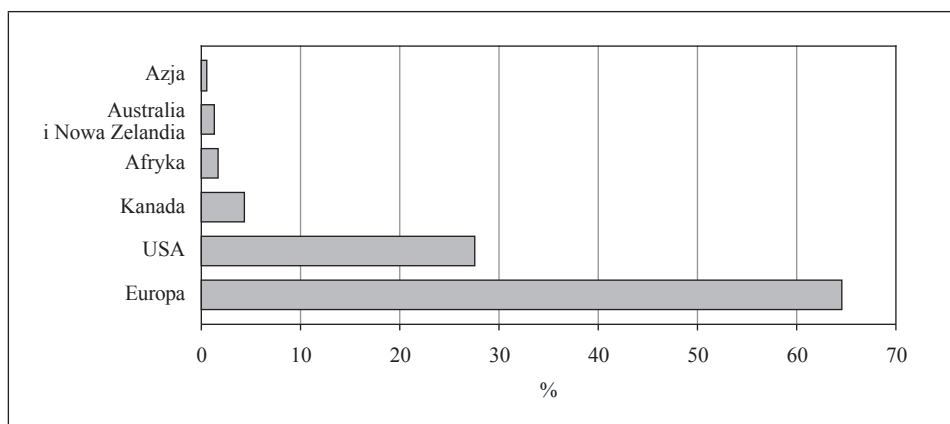
<sup>9</sup> Poruszając zagadnienie rozwoju rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych, odnotować należy, że zjawisko to może być analizowane za pomocą wielu kryteriów o charakterze ekonomicznym, prawnym i społecznym. Gruntowne badanie różnorodnych aspektów związanych z rozwojem rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych wykracza jednak poza tematykę niniejszego artykułu. Warto zauważyć, że problematyka ta dotychczas nie została zgłębiona w literaturze przedmiotu, co sprawia, iż obszar ten stanowi niezwykle interesujące pole do dalszej eksploracji naukowej. Solidnym punktem wyjścia do rozważań w tym zakresie wydają się kompleksowe publikacje dotyczące uwarunkowań rozwoju tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, wśród których na uwagę zasługują: [Borowski 2011] oraz [Stańczak-Strumiłło 2013].

<sup>10</sup> Wiadomości o wielkości i stanie rozwoju rynków inwestycji społecznie odpowiedzialnych w innych rejonach świata można znaleźć w: [Canadian... 2012] – Kanada; [2013 *Responsible...* 2013] – Australia i Nowa Zelandia; [Asia... 2012] – Chiny, Indonezja, Japonia, Korea Południowa, Malezja, Singapur, Tajlandia; [Review... 2011] – Japonia; [Investment... 2011] – Kenia, Nigeria, RPA.



sposób w różnych uwzględnionych w raporcie regionach. Przykładowo w Europie udział inwestorów indywidualnych wynosi około 6%, a w USA – ponad 22% [2012 *Global... 2013*, s. 15].

Pod względem wartości aktywów netto zdecydowanie największym rynkiem inwestycji społecznie odpowiedzialnych są traktowane łącznie kraje europejskie<sup>11</sup>, których udział w światowym rynku SRI wynosi około 64,55% (por. rys. 1). Na drugim miejscu, z udziałem w światowym rynku SRI szacowanym na 27,56% plasują się USA, natomiast trzecie miejsce zajmuje Kanada (4,34%). Na rynki państw afrykańskich, azjatyckich oraz Australię i Nową Zelandię przypada około 3,55% wartości światowego rynku SRI [2012 *Global... 2013*, s. 9].



Rys. 1. Struktura wartości aktywów netto światowego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych

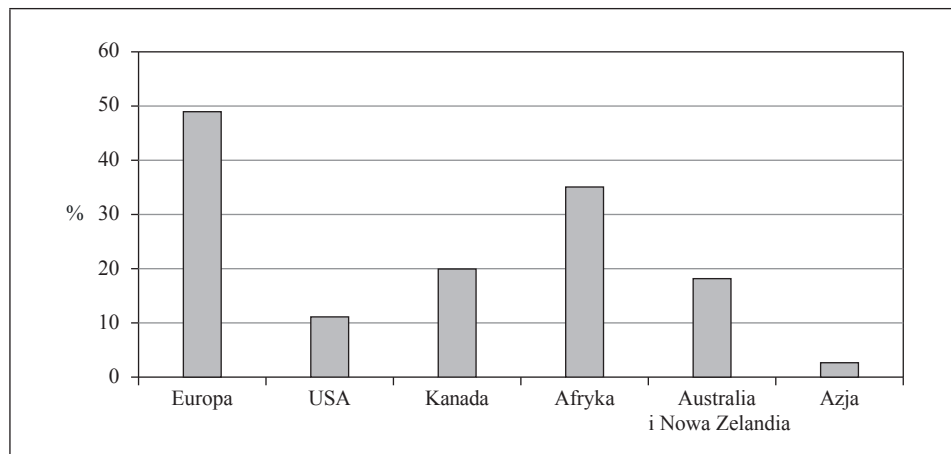
Źródło: [2012 *Global... 2013*, s. 9].

Największy odsetek aktywów lokowanych z uwzględnieniem strategii SRI w całkowitej wartości profesjonalnie zarządzanych aktywów odnotowano w przypadku krajów europejskich – 49,0% (por. rys. 2). Wysokim udziałem inwestycji społecznie odpowiedzialnych w ogólnej wartości profesjonalnie zarządzanych aktywów na rynku kapitałowym charakteryzuje się również region afrykański (35,2%) oraz Kanada (20,2%). W Australii i Nowej Zelandii strategię SRI są stosowane w odniesieniu do około 18,0% profesjonalnie zarządzanych aktywów, a w USA – 11,2%. Najmniejszym udziałem profesjonalnych inwestycji dokonywa-

<sup>11</sup> Raport [*European SRI Study 2012... 2012*], na podstawie którego zostały przeprowadzone obliczenia, uwzględnia rynki 14 państw europejskich: Austrię, Belgię, Danię, Finlandię, Francję, Hiszpanię, Holandię, Niemcy, Norwegię, Polskę, Szwecję, Szwajcarię, Wielką Brytanię oraz Włochy.



nych na podstawie strategii SRI cechują się natomiast kraje regionu azjatyckiego – około 2,5% [2012 Global... 2013, s. 10].

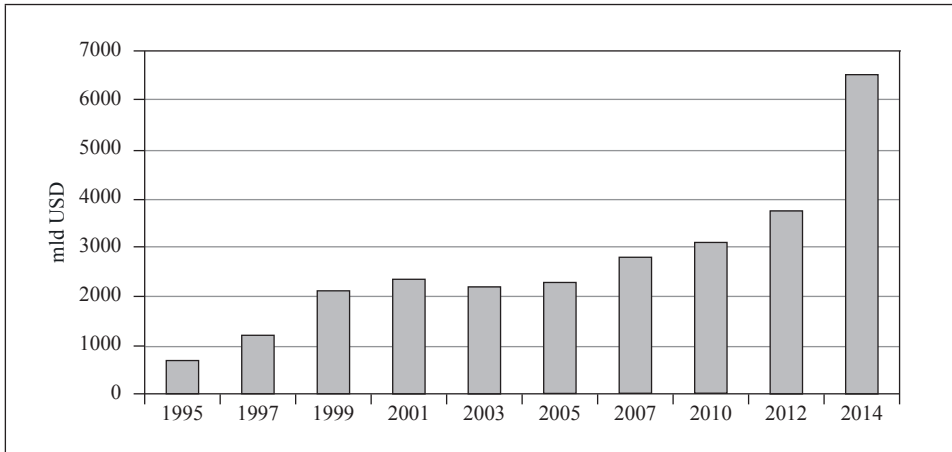


Rys. 2. Udział aktywów SRI w profesjonalnie zarządzanych aktywach w poszczególnych regionach świata

Źródło: [2012 Global... 2013, s. 10].

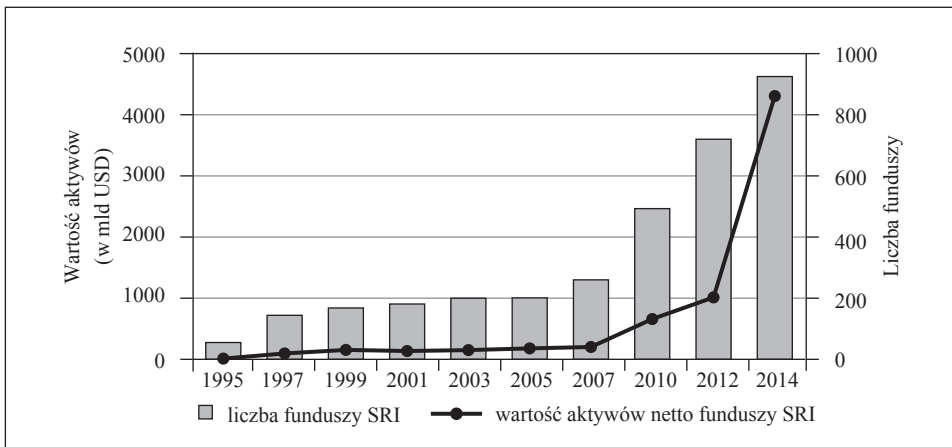
Z badań przeprowadzonych przez fundację United States Social Investment Forum (US SIF) wynika, że wielkość amerykańskiego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w 2014 r. wynosiła około 6 572 bln USD i w stosunku do 1995 r. (pierwsze badanie przeprowadzone przez US SIF) wzrosła ponad 10-krotnie [Report on... 2014, s. 12]. Średnioroczna stopa wzrostu rynku SRI w tym okresie wynosiła więc ponad 13% (por. rys. 3). Dla porównania warto odnotować, że w analogicznym okresie wartość wszystkich profesjonalnie zarządzanych aktywów w USA wzrosła z poziomu 7 bln USD do 36,8 bln USD, czyli o około 425% [Report on... 2014, s. 12].

W okresie 1995–2014 liczba funduszy SRI w USA wzrosła z 55 do 925, w tym samym okresie wartość zarządzanych przez nie aktywów netto zwiększyła się niemal 360-krotnie, z 12 mld USD w 1995 r. do 4 306 mld USD w 2014 r. (por. rys. 4). Co ciekawe, rynek funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych w USA w ogóle nie odczuł skutków kryzysu finansowego z 2008 r. Przeciwnie, na lata 2007–2010 przypadał okres jego dynamicznego rozwoju. Można zatem przypuszczać, że inwestorzy postrzegali strategię SRI jako bezpieczną alternatywę dla tradycyjnych inwestycji w okresie turbulencji na rynku finansowym. Warto również odnotować gwałtowny wzrost wartości aktywów netto zgromadzonych w amerykańskich funduszach SRI w okresie 2012–2014 (ponad 325%), który bez wątplenia świadczy o rosnącym zainteresowaniu koncepcją SRI w USA.



Rys. 3. Wartość rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w USA w latach 1995–2014

Źródło: [Report on... 2014, s. 11].



Rys. 4. Fundusze SRI w USA w latach 1995–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Report on... 2014, s. 12].

Największym funduszem inwestycji społecznie odpowiedzialnych w USA jest zarządzany przez Parnassus Investments, Parnassus Equity Income Fund, którego aktywa netto wyceniane są na 9,63 mld USD. Na drugim miejscu z aktywami netto na poziomie 2,96 mld USD plasuje się Calvert Equity Portfolio. Miejsce trzecie przypada funduszowi Neuberger Berman Socially Responsible Investment, którego aktywa netto są szacowane na 2,45 mld USD (por. tabela 2). Do największych amerykańskich funduszy inwestycyjnych niezależnie od stosowanej strategii

inwestycyjnej należą: Vanguard Total Stock Market (aktywa netto na poziomie 347,3 mld USD), Pimco Total Return (225,2 mld USD) oraz American Funds Growth Fund of America (140,2 mld USA)<sup>12</sup>.

Tabela 2. Największe akcyjne fundusze SRI w USA

Miejsce	Nazwa	Firma zarządzająca	Aktywa netto (w mln USD)
1	Parnassus Equity Income Fund	Parnassus Investments	9603
2	Calvert Equity Portfolio	Calvert Investments	2958
3	Neuberger Berman Socially Resp Inv	Neuberger Berman	2453
4	TIAA-CREF Social Choice Equity Institutional	TIAA-CREF Asset Management	2036
5	Ariel Appreciation Fund	Ariel Investments	1857

Źródło: [Sustainable... 2014].

W Europie badaniem rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych zajmuje się Europejska Organizacja ds. Zrównoważonego Inwestowania (Eurosif), która co dwa lata publikuje raport o wartości rynku SRI w wybranych krajach europejskich. Z informacji przedstawianych w raportach wynika, że w minionych kilkunastu latach europejski rynek SRI rozwijał się bardzo dynamicznie, odnotowując niemal trzydziestokrotny wzrost wartości aktywów (rys. 5).

W kontekście analizy rozwoju europejskiego rynku SRI należy jednak mieć na uwadze, że w przeszłości z roku na rok wzrastała liczba państw objętych badaniami Eurosif: pierwsze badanie z 2003 r. dotyczyło ośmiu państw, w których koncepcja SRI rozwinęła się najszybciej<sup>13</sup>; kolejny raport z 2006 r. obejmował dziewięć państw<sup>14</sup>; w 2008 r. uwzględniono ich już trzynaście<sup>15</sup>; a w 2010 r. badaniom poddano rynki kolejnych sześciu państw, które nie były objęte raportem za 2008 r.<sup>16</sup>. W raporcie z 2012 r. uwzględniono czternaście krajów, a w najnowszym raporcie z 2014 r. – trzynaście<sup>17</sup>. Wydawać by się mogło, że pod względem metodologicznym

<sup>12</sup> Dane na dzień 5.07.2014 r. za serwisem Morningstar ([www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)).

<sup>13</sup> Były to: Austria, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Szwajcaria, Włochy i Wielka Brytania.

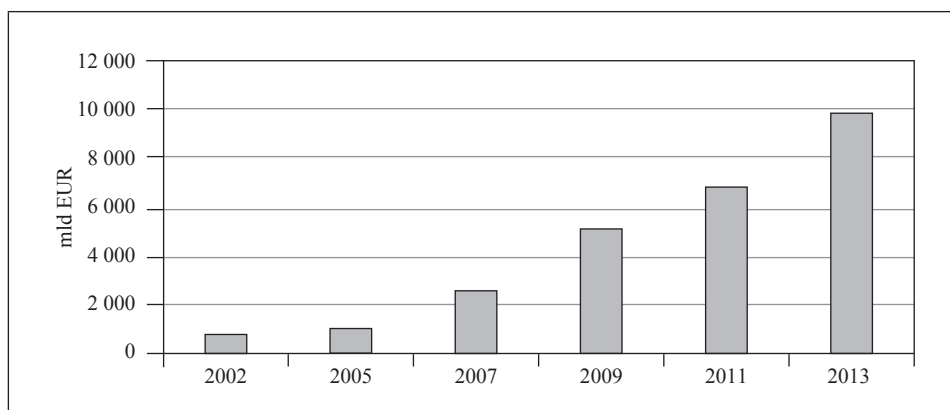
<sup>14</sup> W analizach uwzględniono również Belgię.

<sup>15</sup> Do raportu dołączono informacje o rynkach SRI w Danii, Finlandii, Norwegii i Szwecji.

<sup>16</sup> Nowymi krajami uwzględnionymi w raporcie były: Cypr, Estonia, Grecja, Litwa, Łotwa oraz Polska.

<sup>17</sup> Są to: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Norwegia, Polska, Szwajcaria, Szwecja, Włochy i Wielka Brytania.

nieprawidłowe jest zestawianie ze sobą danych z kolejnych raportów Eurosif z poszczególnych lat. Zdaniem autora rozumowanie takie jest jednak błędne, a tego typu porównania są uzasadnione. Raporty sporządzane w kolejnych latach obejmowały bowiem sukcesywnie kraje, w których koncepcja inwestowania społecznie odpowiedzialnego nabierała znaczenia, a tym samym rosła również wartość inwestycji dokonywanych na podstawie strategii SRI. Na potrzeby uogólnionych analiz można więc przyjąć, że w skali europejskiej wartość rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w krajach nieuwzględnianych w badaniach była znikoma, a informacje przedstawiane w kolejnych raportach stanowią dobre przybliżenie tendencji występujących na europejskim rynku SRI.

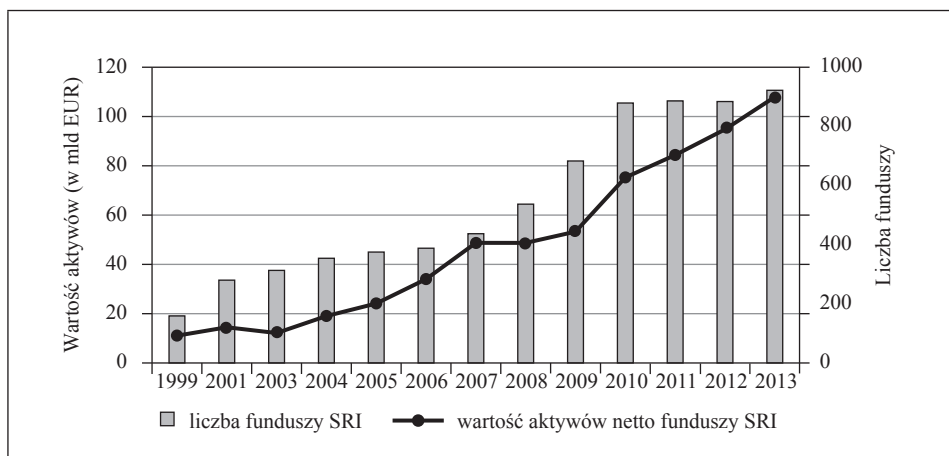


Rys. 5. Wartość rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Europie w latach 2003–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [European SRI Study 2006... 2006], [European SRI Study 2008... 2008], [European SRI Study 2010... 2010], [European SRI Study 2012... 2012] oraz [European SRI Study 2014... 2014].

W 2013 r. w krajach europejskich<sup>18</sup> funkcjonowały łącznie 922 publicznie dostępne fundusze deklarujące stosowanie strategii SRI. Dla porównania w 1999 r. było ich zaledwie 159, co oznacza, że pomiędzy 1999 r. a 2013 r., w każdym roku, przeciętnie powstawało około 56 nowych funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych [Green... 2013, s. 7]. Łączna wartość aktywów netto zgromadzonych w europejskich funduszach SRI wynosiła w czerwcu 2013 r. 107,93 mld EUR i wzrosła względem 2012 r. o 13,89%. W latach 2003–2013 średnioroczna stopa wzrostu wartości aktywów netto funduszy SRI w Europie wynosiła około 24% (por. rys. 6).

<sup>18</sup> Dane w przywoływanym raporcie obejmują Austrię, Belgię, Danię, Francję, Holandię, Luksemburg, Niemcy, Norwegię, Szwajcarię, Szwecję, Wielką Brytanię i Włochy.



Rys. 6. Fundusze SRI w Europie w latach 1999–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Green... 2013, s. 7–8].

Dokonując dekompozycji danych dotyczących funduszy SRI w Europie zauważyć można, że największą ich liczbę odnotowano we Francji (238 funduszy), Belgii (204 fundusze) oraz Wielkiej Brytanii (100 funduszy) [Green... 2013]. Pod względem wartości aktywów netto zarządzanych przez fundusze SRI w 2013 r. największym rynkiem była Francja (38 mld EUR), na drugim miejscu uplasowała się Wielka Brytania (18,2 mld EUR), a na trzecim – Szwajcaria (10,6 mld EUR). Listę największych akcyjnych funduszy SRI w Europie otwiera francuski Atout France Amundi z aktywami netto na poziomie 2,23 mld EUR, na drugim miejscu znajduje się niemieckie DWS Invest Global (1,73 mld EUR), trzecie miejsce przypada z kolei funduszowi Stewardship Pension Fund z Wielkiej Brytanii (1,53 mld EUR). Oprócz tego na liście pięciu największych funduszy SRI znajdują się jeszcze Atout Euroland oraz EdR Tricolore Rendement (tabela 3).

Inwestycje społecznie odpowiedzialne stopniowo rozwijają się również na polskim rynku finansowym<sup>19</sup>. Łączną wartość polskiego rynku SRI w 2013 r. szacowano na około 4,4 mld PLN (1,06 mld EUR), co stanowiło mniej niż 1% łącznej wartości aktywów zarządzanych w Polsce [European SRI Study 2014... 2014, s. 55]. Udział inwestorów instytucjonalnych w polskim rynku SRI szacuje się na ponad 98%, a wśród aktywów klasyfikowanych jako społecznie odpowiedzialne,

<sup>19</sup> Rozwój polskiego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych omawia również M. Czerwonka [2013], która wskazuje, że znajduje się on w początkowej fazie swojego rozwoju. W kontekście dalszych perspektyw rozwoju krajowego rynku SRI autorka ta, powołując się na raport *OECD Roundtable on Corporate Responsibility*, zauważa, że w krajach z wysokim wskaźnikiem PKB *per capita* kwestie odpowiedzialności społecznej są ważniejsze niż w krajach z niską wartością tego wskaźnika, w których główną rolę odgrywa cena (stopa zwrotu).

przeważają obligacje (około 63%) oraz akcje (około 24%) [*European SRI Study 2012... 2012*, s. 51].

Tabela 3. Największe akcyjne fundusze SRI w Europie

Miejsce	Nazwa	Firma zarządzająca	Kraj rejestracji	Aktywa netto (w mln EUR)
1	Atout France Amundi	Atout France Amundi	Francja	2233
2	DWS Invest Global	DWS Invest Global	Niemcy	1732
3	Stewardship Pension Fund	Stewardship	Wielka Brytania	1527
4	Atout Euroland	Amundi	Francja	1504
5	EdR Tricolore Rendement	Edmond de Rothschild AM	Francja	1481

Źródło: [*Green... 2013*, s. 10].

Polskie towarzystwa funduszy inwestycyjnych dotychczas nie stworzyły bogatej oferty produktów opartych na koncepcji odpowiedzialnego inwestowania – dla potencjalnych klientów oferują one sześć funduszy inwestycyjnych, które w swojej polityce inwestycyjnej deklarują stosowanie strategii SRI (tabela 4). Ponadto dla polskich inwestorów dostępnych jest również pięć funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez podmioty zagraniczne i denominowane w innej niż PLN walucie. Są to fundusze: BNP Paribas L1 Green Tigers, HSBC GIF Climate Change EC, Schroder ISF Global Climate Change Equity A1, Franklin Biotechnology Discovery oraz WIOF Green Energy Performance Fund [*Fundusze... 2014*].

Tabela 4. Fundusze SRI w Polsce

Wyszczególnienie	Firma zarządzająca	Aktywa netto (w mln PLN)
Arka BZ WBK Energii FIO	BZ WBK TFI	33,8
Inwestor Zmian Klimatycznych A	Investors TFI	1,9
PZU Energia Medycyna Ekologia (PZU FIO Parasolowy)	TFI PZU	898,7
SKOK Etyczny 1 SFIO	TFI SKOK	8,1
SKOK Etyczny 2 FIO	TFI SKOK	24,1
PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny	PKO TFI	247,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*Fundusze... 2014*] oraz danych serwisu Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (dostęp: 31.07.2014).

Rozpatrując problematykę funkcjonowania funduszy SRI, warto zwrócić uwagę, że ich znacząca rola na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie wynika wyłącznie z wielkości zarządzanych przez nie aktywów netto, ale jest również pochodną wpływu omawianych instytucji na kształt i rozwój tego rynku. W szczególności należy odnotować, że towarzystwa funduszy inwestycyjnych poprzez formułowanie oraz promowanie swojej oferty istotnie oddziałują na wzrost zainteresowania odpowiedzialnym inwestowaniem wśród inwestorów indywidualnych. Ponadto warto zauważyć, że jako względnie spójna grupa podmiotów, która dodatkowo posiada własne stowarzyszenia branżowe, fundusze inwestycyjne odgrywają główną rolę w formułowaniu standardów odpowiedzialnego inwestowania oraz wyznaczają nowe trendy w zakresie stosowania strategii SRI.

## 5. Podsumowanie

W rezultacie przeprowadzonych badań możliwe jest sformułowanie wniosków badawczych, które zasadniczo można ująć w dwóch grupach, tj.: 1) wnioski dotyczące istoty funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych płynące z dociekań o charakterze teoriopoznawczym oraz 2) wnioski dotyczące roli funduszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku SRI wynikające z analiz empirycznych.

Wśród wniosków obejmujących teoretyczne aspekty funkcjonowania funduszy SRI na uwagę zasługuje stwierdzenie, że fundusze tego typu uwzględniają w swojej polityce inwestycyjnej zarówno ściśle finansowe (profil ryzyko–dochód inwestycji, dywersyfikacja portfela), jak i pozafinansowe (kwestie etyczne, czynniki ESG) aspekty inwestycji. Ponadto zauważono również, że klasyfikacji funduszy inwestycyjnych ze względu na ich politykę w zakresie koncepcji społecznej odpowiedzialności inwestycji jest niezależnie od innych kryteriów podziału. Warto również odnotować dokonaną próbę sformułowania definicji funduszu SRI.

Formułując wnioski płynące z przeprowadzonych badań empirycznych, w pierwszej kolejności należy zauważyć, że w badanym okresie rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych intensywnie się rozwijał, przy czym dynamika wzrostu wartości aktywów inwestowanych zgodnie ze strategiami SRI przewyższała dynamikę wzrostu aktywów lokowanych na podstawie tradycyjnych strategii inwestycyjnych. Na podstawie analizy zgromadzonych danych można zauważyć dominujący udział aktywów zarządzanych przez profesjonalne instytucje w całości aktywów lokowanych z uwzględnieniem strategii SRI. Nie powinno więc dziwić, że intensywnemu rozwojowi rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych towarzyszy równie dynamiczny wzrost liczby funduszy SRI oraz



wartości zarządzanych przez nie aktywów netto. Sytuacja ta świadczy o rosnącym zainteresowaniu inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym wśród inwestorów indywidualnych. W kontekście obserwowanego rozwoju rynku SRI warto również odnotować, że nawet ostatni kryzys finansowy nie wpłynął na odwrócenie zaobserwowanych tendencji wzrostowych na rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych.

Mając na uwadze sformułowane powyżej wnioski badawcze, ocenia się, że zrealizowane zostały założone cele badawcze oraz możliwe było przeprowadzenie falsyfikacji postawionej hipotezy badawczej. W przekonaniu autora nie ma podstaw do jej odrzucenia, co oznacza że twierdzenie o istotnym wpływie funduszy inwestycyjnych na kształt oraz rozwój rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych pozostaje w mocy.

Na zakończenie warto zauważyć, że przeprowadzone analizy mogą stanowić podstawę do dalszych badań obejmujących poruszaną problematykę. Do szczególnie interesujących należą m.in. kwestia uwarunkowań i determinant dalszego rozwoju rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz stosowania strategii SRI przez różne podmioty rynku finansowego (fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, banki itp), a także zagadnienie określenia profilu i oczekiwań odpowiedzialnych społecznie inwestorów indywidualnych oraz motywacji nimi kierujących.

## Literatura

- 2012 *Global Sustainable Investment Review* [2013], Global Sustainable Investment Alliance, <http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/> (dostęp: 2.02.2015).
- 2013 *Responsible Investment Benchmark Report* [2013], Responsible Investment Association Australasia, <http://www.responsibleinvestment.org/wp-content/uploads/2014/08/2013-Benchmark-Report.pdf> (dostęp: 2.02.2015).
- Asia Sustainable Investment Review 2012* [2012], Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia, <http://www.asria.org/?page=ASrIAPublications> (dostęp: 3.02.2015).
- Banaszczak-Soroka U. [2008], *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Borowski G. [2011], *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa.
- Canadian Socially Responsible Investment Review 2012* [2013], The Social Investment Organization, <http://riacanada.ca/wp-content/uploads/CSRIR-2012-English.pdf> (dostęp: 3.02.2015).
- Chong J., Her M., Phillips G.M. [2006], *To Sin or Not to Sin? Now That's the Question*, „Journal of Asset Management”, vol. 6, <http://dx.doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240191>.
- Czerwonka M. [2013], *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa.
- Dawidowicz D. [2008], *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, CeDeWu, Warszawa.

- European SRI Study 2006* [2006], Eurosif, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2006> (dostęp: 15.12.2014).
- European SRI Study 2008* [2008], Eurosif, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2008> (dostęp: 15.12.2014).
- European SRI Study 2010* [2010], Eurosif, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2010> (dostęp: 15.12.2014).
- European SRI Study 2012* [2012], Eurosif, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012> (dostęp: 15.12.2014).
- European SRI Study 2014* [2014], Eurosif, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2014> (dostęp: 15.12.2014).
- Fundusze SRI dostępne w Polsce* [2014], <http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl/index.php/klasa-aktywow/przegląd/fundusze-aktualnosci/308-fundusze-sri-dostepne-w-polsce.html> (dostęp: 1.07.2014).
- Green, Social and Ethical Funds in Europe* [2013], <http://www.vigeo.com> (dostęp: 4.02.2015).
- Jajuga K., Jajuga T. [2007], *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jedynak T. [2011a], *Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego”, nr 11.
- Jedynak T. [2011b], *Rozwój koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce i na świecie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 875.
- Krupa D.M. [2012], *Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H, vol. 46, nr 1.
- Perez K. [2012], *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, wyd. 2, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014* [2014], The Forum for Sustainable and Responsible Investment, [http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf) (dostęp: 15.12.2014).
- Review of Socially Responsible Investment in Japan 2011* [2012], Social Investment Forum Japan, [http://media.wix.com/ugd/ebcda8\\_8861a8998ed54bea8fb21d46815b17d2.pdf](http://media.wix.com/ugd/ebcda8_8861a8998ed54bea8fb21d46815b17d2.pdf) (dostęp: 3.02.2015).
- Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce* [2000], red. J. Czekaj, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków.
- Sopoćko A. [2010], *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stańczak-Strumiłło K. [2013], *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa.
- Sustainable & Responsible Mutual Fund Chart* [2014], The Forum for Sustainable and Responsible Investment, USSIF, <http://charts.ussif.org/mfpc/> (dostęp: 5.07.2014).
- Sustainable Investment in Sub-Saharan Africa* [2011], International Finance Corporation, [http://www.africasif.org/resources/IFC\\_Sustainable\\_Investment\\_in\\_Sub-Saharan\\_Africa.pdf](http://www.africasif.org/resources/IFC_Sustainable_Investment_in_Sub-Saharan_Africa.pdf) (dostęp: 3.02.2015).

## **Mutual Funds on the Socially Responsible Investments Market**

(Abstract)

The paper considers the role of socially responsible investment funds in the socially responsible investments (SRI) market. On the basis of theoretical considerations and empirical studies, this hypothesis was verified: SRI mutual funds play a key role in shaping and developing the SRI market. A number of objectives were carried out for the research. The first part of the article characterises the SRI market and its participants. This was followed by an examination of the specifics of socially responsible mutual funds. The next part of the article analyses the structure and size of the SRI market and presents the role of SRI funds in this market. Observations formulated on the basis of the studies done for this paper leads to the conclusion that there are no grounds to reject the research hypothesis: SRI funds are key in shaping and developing the SRI market.

**Keywords:** socially responsible investing, socially responsible mutual funds, SRI funds, socially responsible investment market.