

Dorota Marzena Krupa

Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,
307-316

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

DOROTA MARZENA KRUPA

Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie

Socially Responsible Investment Funds

Wprowadzenie

Kryzys na światowych rynkach oraz katastrofy ekologiczne związane z wybuchem platformy wiertniczej koncernu BP w Zatoce Meksykańskiej bądź tsunami w Japonii przyczyniają się do upowszechnienia idei odpowiedzialnego inwestowania, związanego ze zrównoważonym rozwojem, inwestowania opartego na czynnikach społecznych, środowiskowych i kwestiach ładu korporacyjnego. Wśród skierowanych do potencjalnych inwestorów produktów społecznie odpowiedzialnych znajdują się fundusze SRI, które w swojej polityce inwestycyjnej uwzględniają czynniki zgodne z ideą odpowiedzialnego inwestowania.

1. Idea SRI

SRI – *socially responsible investment* – to inwestycje społecznie odpowiedzialne. Pierwsze produkty inwestycyjne z zakresu SRI powstały w krajach anglosaskich już w latach 70. XX wieku. Obecną popularność idei SRI poza USA obserwuje się również w państwach europejskich: w Wielkiej Brytanii, Holandii, Norwegii, Francji, Szwecji czy Belgii.

W obszarze SRI można spotkać różnorodne określenia: *social*, *ethical*, *responsible*, *socially responsible*, *sustainable*, co świadczy o braku jednoznacznych kryteriów definicyjnych. SRI określa się między innymi jako proces inwestycyjny, który bierze pod uwagę zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ inwestycji na

społeczeństwo i środowisko naturalne, wykorzystując w tym celu zdobycze analizy finansowej¹.

Koncepcję SRI postrzega się również jako odpowiednik, w sektorze inwestycji finansowych, koncepcji CSR (*corporate social responsibility*) – społecznej odpowiedzialności biznesu – określanej jako prowadzenie komercyjnej działalności gospodarczej, w której dobrowolnie uwzględniane są aspekty etyczne, społeczne i ekologiczne w relacjach z interesariuszami przedsiębiorstwa².

Z kolei europejska Eurosif (European Sustainable and Responsible Investment Forum) oraz Forum Społecznego Inwestowania w USA (SIF – Social Investment Forum), organizacje promujące i wdrażające zasady odpowiedzialności w inwestycjach finansowych, podkreślają, że koncepcja odpowiedzialnego inwestowania uwzględnia czynniki środowiskowe, społeczne i ład korporacyjny w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Czynniki te, określane w skrócie ESG (*Environmental, Social, Governance*), powinny być brane pod uwagę przez inwestorów w procesie analizy potencjalnych inwestycji. Należy dodać, że zarówno Eurosif, jak i SIF w USA w podejściu do SRI uwzględniają zasady odpowiedzialnego inwestowania (PRI – *Principles for Responsible Investment*) wypracowane przy współpracy UNEP FI oraz UN Global Compact w 2006 roku. Obecnie dobrowolna inicjatywa PRI ma blisko 900 sygnatariuszy³.

Na ogół w SRI stosuje się następujące strategie⁴:

- selekcja negatywna (*negative screening*) – unikanie inwestowania w przedsięwzięcia budzące wątpliwości etyczne, np. w przemysł zbrojeniowy, pornograficzny, tytoniowy; wykluczenie z inwestycji przedsiębiorstw łamiących prawo, standardy i konwencje międzynarodowe, przedsiębiorstw współpracujących z reżimami państwowymi, zanieczyszczających środowisko, znęcających się nad zwierzętami itp.;
- selekcja pozytywna (*positive screening*) – aktywne poszukiwanie przedsięwzięć do inwestycji, kierując się kryteriami ich odpowiedzialności społecznej, inwestowanie w wiodące w kwestiach SRI przedsiębiorstwa w danej branży (*best-in-class*);
- zaangażowanie (*engagement*) – aktywne zaangażowanie we wdrażanie standardów odpowiedzialności społecznej w przedsięwzięciach, w które przedsiębiorstwo zainwestowało bądź zamierza zainwestować;

¹ J. Hordt, L. Renneboog, C. Zhang, *Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance*, Finance Working Paper nr 175, 2007, podają za: W. Adamski, P. Barański, *SRI & vice funds*, [w:] *Private asset & Wealth Management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, red. K. Gabryelczyk, s. 164.

² L. Dziawgo, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa 2010, s. 15.

³ *Annual Report of the PRI Initiative 2010*, PRI Annual Report, PRI 2010.

⁴ *Czym jest Socially Responsible Investing (SRI), czyli inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Forbes, 07.05.2010.

- integracja (*integration*) – uwzględniani kryteriów ESG w procesie analizy i podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Dodatkowo Eurosif posługuje się również podziałem na tzw. *core* i *broad* SRI. *Core* SRI jest podejściem węższym, opierającym się na wyborze inwestycji najlepszych w swojej branży oraz wykluczeniu inwestycji na bazie wielu przesłanek etycznych, natomiast *broad* SRI jest strategią szerszą, obejmującą wspomniane już zaangażowanie, integrację oraz metody polegające na wykluczeniu pewnych sektorów z portfela inwestycyjnego, opierając się na pojedynczych przesłankach etycznych.

2. Fundusze SRI jako odpowiedzialne społecznie produkty finansowe

Inwestowanie w sektorze SRI możliwe jest poprzez zakup społecznie odpowiedzialnych produktów finansowych. Na początku 2011 roku opiniotwórczy organ doradczy Unii Europejskiej Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (EKES), działający od 1957 roku, zdefiniował pojęcie odpowiedzialnych społecznie produktów finansowych⁵. Zgodnie z tą definicją przez pojęcie odpowiedzialnych społecznie produktów finansowych można rozumieć wszelkie produkty i usługi udostępniane przez sektory bankowości, ubezpieczeń i zarządzania inwestycjami, które w swej koncepcji uwzględniają odpowiednie kryteria. Do produktów tych można zaliczyć:

- produkty oszczędnościowe (rachunki bieżące, depozyty oszczędnościowe, depozyty strukturyzowane),
- produkty inwestycyjne (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania: fundusze i firmy inwestycyjne; emerytury i ubezpieczenia: plany i fundusze emerytalne różnego typu, finansowe ubezpieczenia na życie i ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym; fundusze tematyczne),
- kredytowe instrumenty finansowania i środki wsparcia finansowego (mikrokredyty, fundusze obrotowe, fundusze gwarancji wzajemnych i kapitału ryzyka).

W dokumencie podkreślono jednak, że w przeważającej części dotyczy on odpowiedzialnego społecznie inwestowania udostępnianego przez fundusze zbiorowego inwestowania zarówno inwestorom instytucjonalnym, jak i ogółowi społeczeństwa. Powszechnym i posiadającym wiele zalet sposobem uczestnictwa w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych jest właśnie inwestowanie poprzez fundusze SRI.

Należy zaznaczyć, że w ostatnich latach rynek funduszy inwestycyjnych stawał się coraz bardziej istotnym segmentem międzynarodowego rynku finansowego, światowe aktywa rynku funduszy inwestycyjnych wynosiły na koniec 2010 roku prawie 18,5 bln EUR⁶. Popularność inwestowania poprzez w fundusze inwestycje

⁵ *Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie odpowiedzialnych społecznie produktów finansowych*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, nr 2011/C 21/06.

⁶ *Worldwide Investment Fund Assets and Flows. Trends in the fourth Quarter 2010*, International Statistical Release, EFAMA, Bruksela, 28.04.2011.

widoczna jest w Stanach Zjednoczonych (ponad 9,5 bln EUR zarządzanych aktywów), Europie (prawie 6 bln EUR), a także Australii (ponad 1 bln EUR), Japonii (0,7 bln EUR) oraz Kanadzie (blisko 0,6 bln EUR). Ze względu na bardzo dużą różnorodność oferty zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni mogą wybierać z szerokiej gamy dostępnych funduszy, uwzględniając w procesie wyboru indywidualne preferencje inwestycyjne. Możliwość wyboru wśród różnorodnych strategii inwestycyjnych funduszy różnych celów ich funkcjonowania stawia przed potencjalnymi inwestorami także sposobność poszukiwania oferty, która odpowiada kryteriom społecznej odpowiedzialności.

Zgodnie z definicją EKES fundusz można określić jako społecznie odpowiedzialny, jeżeli dokonuje on starannego wyboru inwestycji zgodnie z odpowiednimi kryteriami etycznymi, społecznymi i kryteriami dotyczącymi ładu korporacyjnego. Ze względu na fakt, że duża część inwestycji funduszy skupia się na akcjach spółek, istotna staje się zdolność funduszu do wyłonienia przedsiębiorstw spełniających wskazane kryteria, co pozwala zachować tym samym wyższe standardy i przyczynia się do rozwoju zrównoważonego. Podobnie jak w innych przedstawionych definicjach, EKES podkreśla, że obok wymienionych kryteriów nie można pomijać istotnych kwestii ryzyka i rentowności. Rentowność funduszy SRI nie powinna być z założenia niższa, a związane z inwestowaniem ryzyko większe niż w przypadku inwestowania w tradycyjnym funduszu inwestycyjnym.

Społecznie odpowiedzialne fundusze inwestycyjne należy odróżnić od tzw. solidarnych funduszy inwestycyjnych, które wprawdzie przekazują określony odsetek swoich zysków podmiotom społecznym, jednak w procesie analizy potencjalnych inwestycji nie muszą kierować się kryteriami ESG. Kryteria te stanowią więc bazowy warunek określania funduszy jako fundusze SRI.

W samym procesie inwestowania społecznie odpowiedzialnego wskazuje się również dużą rolę specjalistów zatrudnianych przez instytucje finansowe, w tym również przez fundusze SRI. EKES zaleca, aby specjaliści kierowali się długoterminową wizją, dbałością o interes ogólny oraz cechowali się wiarygodnością i dyscypliną analityczną. Zalecenie to podkreśla, że za SRI stoi nie tylko instytucja finansowa lub produkt inwestycyjny ale również – lub może przede wszystkim – osoby, które na jej rzecz pracują.

Należy zauważyć, że rynek instytucji wspólnego inwestowania w UE jest rynkiem zharmonizowanym na poziomie wspólnotowym, oznacza to, że fundusze, które zostały utworzone zgodnie z dyrektywami z grupy UCITS⁷ mogą, posługując się tzw. jednolitym paszportem, oferować swoje tytuły uczestnictwa we wszystkich państwach UE pod warunkiem uzyskania odpowiedniej zgody. Tym samym fundusze UCITS mogą prowadzić dystrybucję swoich tytułów uczestnictwa na terenie wszystkich państw członkowskich bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenie w każdym z krajów członkowskich.

⁷ UCITS – ang. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*.

Istotnym krokiem wydaje się więc zalecenie EKES skierowane do Komisji Europejskiej i państw członkowskich dotyczące propagowania rozwoju inwestowania społecznie odpowiedzialnego, aby przez odpowiednie przepisy finansowe i podatkowe doprowadzić do standaryzacji i konsolidacji aktualnych systemów zarządzania tymi produktami, stosując wspieranie przejrzystości informacji, porównywalności analiz inwestycyjnych, szkoleń technicznych i wymiany sprawdzonych rozwiązań. Efektem tych działań może być w przyszłości harmonizacja funkcjonowania funduszy SRI na poziomie wspólnotowym.

Brak standaryzacji w sektorze inwestycji odpowiedzialnych społecznie podkreśla również organizacja wspierająca funkcjonowanie instytucji wspólnego inwestowania w Europie – EFAMA. Organizacja ta podjęła już pierwsze kroki w tym kierunku, wprowadzając do Europejskiej Klasyfikacji Funduszy (*European Funds Classification* – EFC) oznaczenia dla funduszy stosujących strategię społecznej odpowiedzialności. EFAMA opowiada się za wprowadzeniem wytycznych do budowania standardów dla funduszy SRI na poziomie europejskim. Tego rodzaju rozwiązania przyczyniłyby się do wzrostu przejrzystości rynku funduszy inwestycyjnych w Europie, co znacznie ułatwiłoby klientom poszukującym produktów z zakresu SRI podejmowanie bardziej świadomych decyzji i ułatwiłoby wybór spośród oferowanych obecnie na poziomie wspólnotowym ponad 6500 funduszy. Wstępne prace EFAMA zamieszczone zostały w raporcie⁸ w postaci opisu ram prawnych i różnych inicjatyw sektora prywatnego w stosunku do odpowiedzialnego inwestowania w wybranych krajach europejskich.

Wobec braku jednolitej standaryzacji kwalifikowania produktów inwestycyjnych, które można uznać za odpowiedzialne społecznie, w kolejnej części opracowania przedstawiono szacunkowe dane dotyczące rynku funduszy SRI.

3. Rynek funduszy SRI

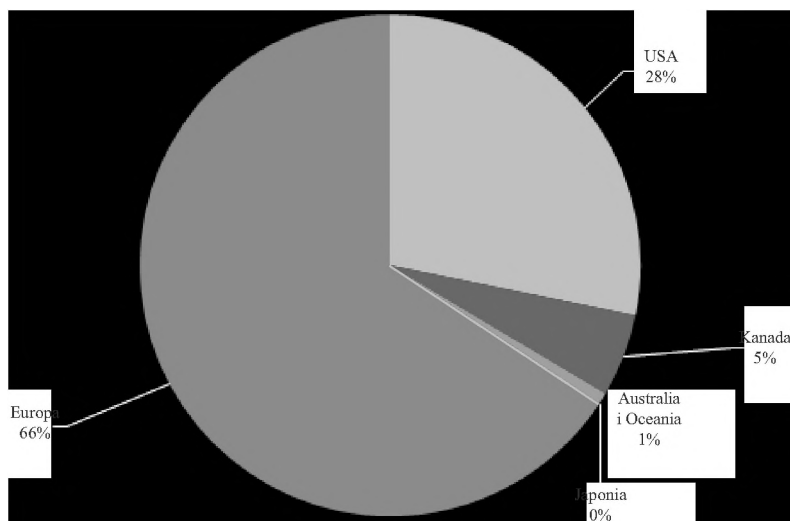
Poziom łącznych aktywów inwestowanych w sposób odpowiedzialny na międzynarodowym rynku finansowym przekroczył w 2010 roku 7 bln euro. Prawie 5 bln EUR dotyczyło rynku europejskiego, a 2,141 bln EUR (3,07 bln USD) rynku Stanów Zjednoczonych. Dla porównania w 2008 roku wartość globalnego rynku SRI wynosiła ok. 5 bln EUR, z czego 53% przypadało na Europę, 39% – na USA i 8% – na pozostałe państwa⁹. Rynek europejski oraz rynek USA bardziej szczegółowo zaprezentowane zostaną w kolejnych podrozdziałach. Bardzo optymistyczny wariant rozwoju rynku SRI przedstawiło Robeco wraz z Booz & Company¹⁰. Prognozy te

⁸ *EFAMA Report on Responsible Investment*, EFAMA, 8.04.2011.

⁹ I. Kwiatkowska, *SRI – odpowiedzialne inwestycje w Europie. Badanie 2008*, 1.01.2008, www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl.

¹⁰ T. Liebert, Ch. Teschner, *Responsible Investing: a Paradigm Shift. From Niche to Mainstream*, Robeco, Booz & Company, 22.10.2008, s. 8.

wskazują, że do 2015 roku SRI przestanie być kojarzony z niszą. Aktywa rynku SRI w Europie wzrosną do 14,2 bln USD, w USA do 9,5 bln USD, istotny wzrost nastąpi również na rynku azjatyckim – do 2,8 bln USD. Szacuje się, że inwestycje społecznie odpowiedzialne będą stanowiły około 20% wszystkich zarządzanych aktywów.



Rys. 1. Światowy rynek SRI w połowie 2010 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Eurosif, Social Investment Forum, Associate for Sustainable and Responsible Investment in Asia.

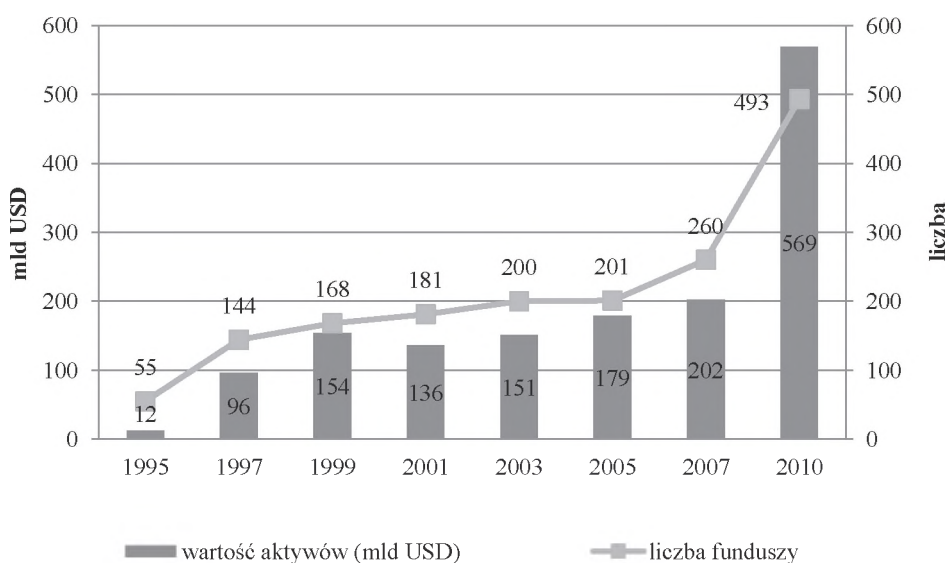
3.1. Fundusze SRI w Stanach Zjednoczonych

W Stanach Zjednoczonych inwestycje z zakresu SRI rosły w szybszym tempie niż tradycyjne aktywa inwestycyjne, na koniec 2010 roku wartość aktywów całego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych szacowano na 3,07 bln USD, co oznacza wzrost o ponad 380% w porównaniu z 639 mld USD w 1995 roku¹¹. W tym samym okresie łączna wartość aktywów netto będących w profesjonalnym zarządzaniu wzrosła o 260% z 7 bln USD do 25,2 bln USD. Bardzo istotny dla rozwoju segmentu inwestycji społecznie odpowiedzialnych był okres ostatniego kryzysu finansowego. Na koniec 2010 roku w porównaniu z 2007 rokiem ogólna wartość profesjonalnie zarządzanych aktywów nie uległa znaczącym zmianom. Kwota ta zawiera jednak aktywa (ponad 3 bln USD), które zostały zainwestowane z uwzględnieniem strategii SRI.

¹¹ 1995 Trends Report, *After South Africa: The State of Socially Responsible Investing in the United States*, Social Investment Forum Foundation.

Znacznie szybszy wzrost puli aktywów zaangażowanych w inwestycje z zakresu SRI spowodowany był napływem środków finansowych do wcześniej istniejących produktów SRI, rozwojem nowych produktów oraz przyjęciem strategii SRI przez instytucje, które wcześniej nie uwzględniały w szczególności sposobu tego rodzaju działalności.

W kwocie tej mieści się wartość rynku funduszy inwestycyjnych, które posługują się kryteriami ESG. Wartość aktywów oraz liczbę funduszy w latach 1995–2010 przedstawiono na rysunku 2. Do funduszy tych zalicza się zarówno fundusze typu otwartego (*mutual fund*), fundusze typu zamkniętego i ETF-y (*exchange traded fund*).



Rys. 2. Liczba i aktywa funduszy inwestycyjnych w USA uwzględniających czynniki ESG w latach 1995–2010

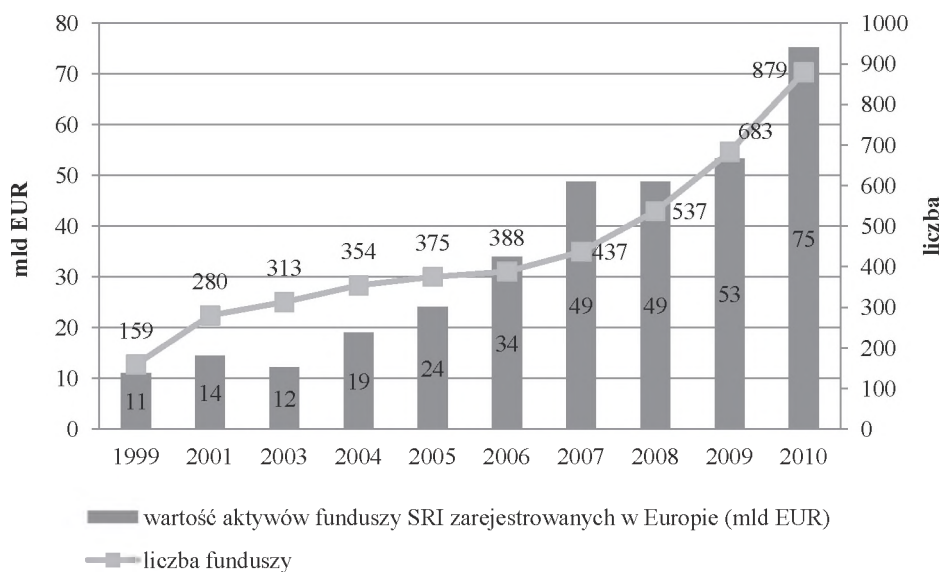
Źródło: Opracowanie własne na podstawie *2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Social Investment Forum Foundation.

Wartość aktywów rynku funduszy SRI w USA od 2007 roku wzrosła o 282% do 569 mld USD, natomiast liczba funduszy w tym okresie uległa niemal podwojeniu, na koniec 2010 roku funkcjonowały 493 tego rodzaju podmioty. Grupa ta liczyła 250 funduszy otwartych (*mutual fund*) z łączną wartością aktywów netto 316 mld USD, 26 ETF z aktywami w wysokości 4 mld USD, 5 funduszy zamkniętych o łącznych aktywach 202 mln USD oraz 177 inwestujących odpowiedzialnie alternatywnych wehikulów inwestycyjnych tworzonych zazwyczaj dla zamożnych inwestorów indywidualnych (wartość aktywów to 37,8 mld USD), do których należały głównie fundusze *hedge*, *venture capital*, *private equity*, fundusze nieruchomości.

3.2. Fundusze SRI w Europie

Europejski rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych od 2007 roku wzrósł prawie dwukrotnie i szacowany był na 5 bln EUR, z czego 1,2 bln EUR stanowiły inwestycje określane jako *core* SRI, a pozostała część, około 3,9 bln EUR, to inwestycje w zakresie tzw. *broad* SRI.

Raport Vigeo, firmy monitorującej rynek funduszy SRI w Europie, wskazuje na znaczny wzrost zarówno liczby, jak i aktywów funduszy.

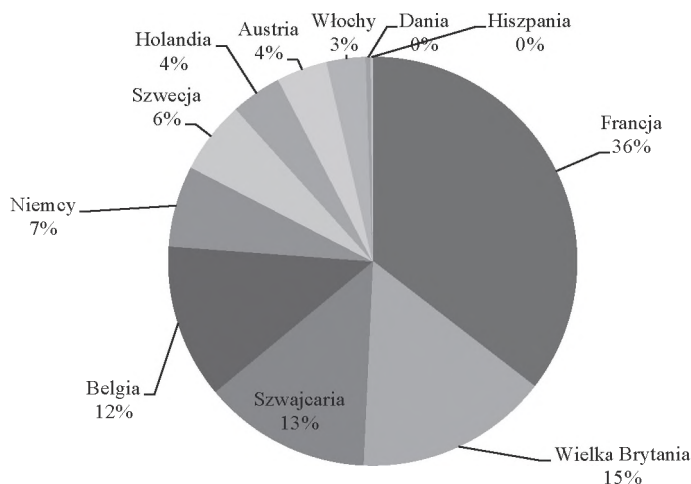


Rys. 3. Liczba i aktywa funduszy SRI w Europie w latach 1999–2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2010 Review*, Vigeo, 08.2010.

W 2010 roku liczba funduszy wynosiła 879 i była dwukrotnie wyższa niż w 2007 roku (rysunek 3). Podobnie jak u USA również w Europie okres kryzysu finansowego nie wpłynął negatywnie na wartość aktywów funduszy SRI, w 2010 roku fundusze zarządzały aktywami w wysokości 75 mld EUR, czyli o ponad 50% większymi niż w 2007 roku.

Spektakularny wzrost aktywów i liczby funduszy dotyczył przede wszystkim Francji, Szwajcarii, Niemiec i Belgii. Największy udział pod względem aktywów (36%) w europejskich funduszach SRI w 2010 roku miała Francja (rysunek 4), w której 215 funduszy zarządzało łącznymi aktywami w wysokości 26,5 mld EUR, kolejne miejsca zajmowały Wielka Brytania (11,4 mld EUR w 98 funduszach), Szwajcaria (9,9 mld EUR w 86 funduszach) oraz Belgia (9,1 mld EUR w 227 funduszach).



Rys. 4. Aktywa funduszy SRI według państw w połowie 2010 roku (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2010 Review*, Vigeo, 08. 2010.

Należy dodać, że państwem, które odnotowało największy przyrost aktywów (ponad 92%) w stosunku do 2009 roku, była Francja, zaś największy wzrost liczby funduszy zanotowano w Belgii (z 143 w 2009 roku do 227 w 2010 roku).

Na dynamicznie rozwijającym się rynku SRI w Stanach Zjednoczonych fundusze inwestycyjne coraz częściej wykorzystują czynniki ESG do analiz inwestycyjnych, podejmowania decyzji i budowy portfela, odpowiadając na rosnące zainteresowanie inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych produktami oraz usługami społecznie odpowiedzialnymi. Natomiast zgodnie z prognozami Eurosif zdecydowana większość inwestorów SRI przewiduje, że głównym motorem dla popytu SRI w ciągu najbliższych trzech lat będzie popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych, w następnej kolejności znajduje się zainteresowanie inwestycjami SRI ze strony inicjatyw międzynarodowych (UNPRI), organizacji pozarządowych oraz ze strony inwestorów detalicznych. Badanie przeprowadzone przez Eurosif¹², identyfikujące wzrastającą świadomość i istotę czynników ESG wśród klientów HNWI, przekłada się w praktyce na widoczny wzrost popytu ze strony zamożnych klientów indywidualnych na inwestycje społecznie odpowiedzialne, w tym również na fundusze SRI.

Zakończenie

Zaufanie inwestorów do firm oferujących usługi finansowe znacznie ucierpiało w okresie kryzysu finansowego. Obecnie instytucje finansowe, oferując społecznie

¹² 2010 High Net Worth Individuals & Sustainable Investment, Eurosif 2010.

odpowiedzialne produkty inwestycyjne, mają okazję odbudować zakwestionowaną moralność tego sektora. Powszechność funduszu inwestycyjnego jako produktu inwestycyjnego może ułatwić dotarcie do potencjalnych inwestorów zainteresowanych inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym. Nie należy jednak zapominać, że niezależnie od obranej strategii inwestycyjnej głównym celem instytucji komercyjnej jest osiągnięcie zysku, nawet tej instytucji, która deklaruje inwestowanie społecznie odpowiedzialne. Można sobie zadać pytanie, czy SRI jest jedynie okresową modą i trendem zagłuszającym sumienia tych sektorów, które doprowadziły do kryzysu finansowego, czy też trwałą zmianą w podejściu do inwestowania i budowania oferty produktowej?

Standaryzacja i jasne kryteria wskazujące, że dany fundusz jest funduszem SRI, z pewnością upewniałyby potencjalnych inwestorów, że rzeczywiście inwestują odpowiedzialnie, a nie ulegli kolejnym zabiegom marketingowym, które nie mają przełożenia w praktyce.

Socially Responsible Investment Funds

The purpose of this article is to present the most important aspects of development of SRI Funds. Investment strategies of SRI funds should include environmental, social and good governance criteria.

The first part emphasizes the idea of socially responsible investment, the second part is focused on SRI funds as one of socially responsible investment products. The next part is devoted to the main data of SRI funds market in US and Europe.

That analysis used reports and researches published by such institutions as European Sustainable and Responsible Investment Forum, Social Investment Forum, EFAMA and Vigeo.