

## FUNDUSZE INWESTYCJI ODPOWIEDZIALNYCH SPOŁECZNIE W EUROPIE – STRUKTURA I TRENDY ROZWOJOWE

Jacek Tomaszewski  
Katedra Rynków Kapitałowych  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Abstrakt.** Celem opracowania jest ocena skali i dynamiki rozwoju sektora inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI) w Europie. W badaniu skoncentrowano się na analizie aktywności funduszy inwestycyjnych dostępnych dla inwestorów detalicznych ze względu na dostępność obiektywnych danych źródłowych uwzględniających rygorystyczne definicje inwestycji SRI. Badanie potwierdza dynamiczny rozwój skali inwestycji SRI, zwłaszcza w okresie po kryzysie finansowym, przy znacznym zróżnicowaniu geograficznym tej aktywności. Za istotnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi inwestycji SRI należy uznać regulacje prawne wspierające tego rodzaju działalność w liderujących państwach.

**Słowa kluczowe:** fundusze inwestycyjne, inwestycje odpowiedzialne społecznie, zarządzanie aktywami

### WSTĘP

Inwestowanie odpowiedzialne społecznie (*SRI* – ang. *socially responsible investing*) to strategia inwestowania, w której ważnym czynnikiem wyboru portfela inwestycyjnego jest selekcja aktywów ze względu na ocenę, czy podmioty wybierane do portfela działają odpowiedzialnie (etycznie), czy też nie.

Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych wzrasta bardzo dynamicznie od początku bieżącego wieku, a w szczególności po 2008 r., czyli od czasu globalnego kryzysu finansowego, który niewątpliwie nadwyrężył zaufanie inwestorów do instytucji finansowych oraz podważył zasadność czysto finansowych kryte-

riów inwestowania. Rośnie znaczenie aspektów etycznych i działalności odpowiedzialnej społecznie.

Jednocześnie trwa wciąż dyskusja na temat samej definicji pojęcia inwestycji odpowiedzialnych społecznie, co utrudnia identyfikację skali i charakteru zjawiska [Jedynak 2011]. Najbardziej ogólne definicje inwestycji SRI charakteryzują je jako umożliwiające powiązanie celów finansowych z wartościami społecznymi [Munoz-Torres et al. 2004], bardziej nowoczesne uwzględniają integrację odpowiedzialności społecznej i dbałości o środowisko [Rachocka 2007], a najszerze definicje wskazują, że termin ten obejmuje etyczne inwestycje, odpowiedzialne inwestycje, inwestycje zrównoważone oraz wszelkie inne procesy inwestycyjne, które łączą cele finansowe inwestorów z ich troską o zagadnienia środowiskowe, społeczne i z zakresu ładu korporacyjnego [European SRI Study 2014].

Celem opracowania jest prezentacja struktury i identyfikacja trendów rozwojowych w zakresie inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Europie, na podstawie obiektywnych danych rynkowych pochodzących bezpośrednio od inwestorów profesjonalnych.

## METODOLOGIA BADAŃ

Jednym z głównych źródeł danych o skali inwestycji odpowiedzialnych społecznie są raporty sporządzane przez regionalne oddziały The Forum for Sustainable and Responsible Investment (SIF). Poważną wadą tych danych jest jednak ankietowy sposób gromadzenia informacji, co w połączeniu z brakiem jednolitej definicji inwestycji odpowiedzialnych społecznie i zróżnicowaną metodologią prowadzonych ankiet skutkuje dużą dowolnością odpowiedzi udzielanych przez ankietowane podmioty, a w konsekwencji ograniczoną wiarygodnością danych.

Alternatywnym źródłem danych mogą być publiczne informacje o składzie portfeli inwestycyjnych, pozwalające ocenić rzeczywiste, a nie jedynie deklaratywne zaangażowanie w inwestycje SRI. W tym przypadku podstawowym ograniczeniem jest dostępność danych. Tylko niektóre grupy inwestorów mają bowiem obowiązek publikacji regularnych informacji o składzie swoich portfeli i realizowanych strategiach inwestycyjnych. Przykładem takiej grupy inwestorów instytucjonalnych są fundusze inwestycyjne, w szczególności fundusze oferujące swoje produkty szerokiej rzeszy inwestorów, w tym inwestorom detalicznym (nieprofesjonalnym).

W niniejszym badaniu jako podstawowe źródła informacji wykorzystano raporty agencji ratingu społecznego Vigeo Rating. Raporty zatytułowane „Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market” prezentują dane na temat europejskich funduszy inwestycyjnych realizujących strategię SRI, dostępnych dla inwestorów detalicznych. Raporty są przygotowywane we współpracy z firmą

Morningstar, prowadzącą jedną z największych dostępnych na świecie baz danych na temat aktywów i wyników funduszy inwestycyjnych. Raport przyjmuje wąską i precyzyjną definicję funduszu SRI, uwzględniając wyłącznie fundusze spełniające łącznie trzy warunki:

- wykorzystanie kryteriów selekcji aktywów portfela opartych na ocenie czynników etycznych, społecznych lub środowiskowych,
- jednoznaczne promowanie funduszu jako podmiotu realizującego strategię inwestycji odpowiedzialnych społecznie,
- dostępność tytułów uczestnictwa funduszu dla inwestorów detalicznych.

Taka definicja SRI oznacza, że baza danych nie uwzględnia funduszy deklarujących wykorzystanie kryteriów społecznej odpowiedzialności biznesu do konstrukcji portfela, ale nie promowanych jako strategię odpowiedzialności społecznej oraz funduszy „tematycznych” inwestujących w branże uznawane za odpowiedzialne społecznie („czysta energia” itp.) z powodów czysto finansowych. Najnowsza wersja raportu, opublikowana w 2014 r. uwzględnia dane z rynków 12 krajów europejskich (Austria, Belgia, Dania, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Norwegia, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy). Warto również zauważyć, że przyjęcie wspomnianej wcześniej definicji funduszu SRI pozwala uznać fundusze uwzględnione w bazie Vigeo za społecznie odpowiedzialne produkty finansowe w rozumieniu definicji Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego (EKES) przyjętej w 2011 r. [Krupa 2012].

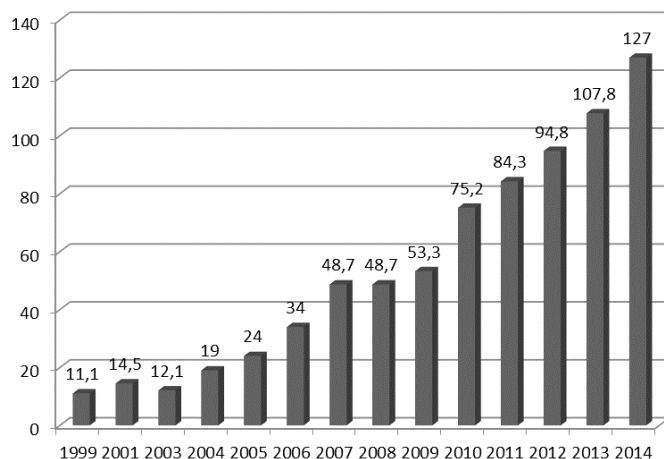
Uzupełnieniem bazy danych Vigeo były dane gromadzone przez KPMG Luxembourg, w ramach „European Responsible Investing Fund Survey”. Historia badań KPMG jest znacznie krótsza niż bazy Vigeo i sięga jedynie 2010 r., badania obejmują jednak szerszą populację instytucji. Choć KPMG, podobnie jak Vigeo, analizuje wyłącznie fundusze inwestycyjne otwarte, dostępne dla inwestorów detalicznych i deklarujące stosowanie zasad SRI jako podstawę swoich strategii inwestycyjnych, to badanie KPMG obejmuje fundusze zarejestrowane we wszystkich państwach europejskich (plus Kajmany i Bermudy), stosuje również szerszą definicję inwestycji SRI, obejmującą m.in. inwestycje społeczne (ang. *impact investing*), mikrofinansowanie oraz inwestycje religijne (ang. *faith-based*) i zgodne z zasadami szariatu.

W badaniu wykorzystano również dane z baz danych EFAMA (European Fund and Asset Management Association) w odniesieniu do całkowitej skali aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne.

## WYNIKI BADAŃ

Analizując bazy danych Vigeo, można zaobserwować dynamiczny wzrost skali aktywów zarządzanych przez fundusze SRI od początku XXI w. (rysunek 1).



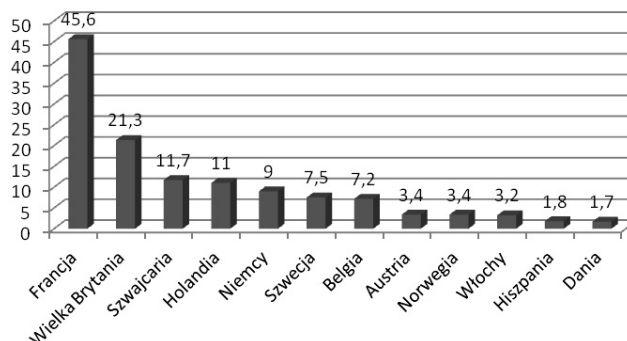


**RYSUNEK 1.** Wartość nominalna aktywów detalicznych funduszy SRI w Europie (mld EUR)

Źródło: Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market 2014 Review [2014, s. 8].

W okresie analizowanych 15 lat liczba funduszy SRI wzrosła ze 159 do 957, a wartość zarządzanych przez nie aktywów zwiększyła się ponad 10-krotnie. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. nie odnotowano spadku wartości aktywów funduszy SRI, podczas gdy łączna wartość zarządzanych aktywów w Europie spadła w analogicznym okresie o 21%. Mogłoby to świadczyć o antycyklicznym charakterze inwestycji w funduszach SRI. Bardziej prawdopodobnym wydaje się jednak wyjaśnienie, zgodnie z którym długofalowy trend wzrostu zainteresowania inwestycjami SRI zniwelował skutki przeceny wartości aktywów funduszy w okresie bessy na rynkach akcji i generalnego odpływu kapitałów z instytucji zbiorowego inwestowania w warunkach wzrostu awersji względem ryzyka. Analizując dane w rozbiciu na kraje, można stwierdzić, że Francja jest w chwili obecnej (2014 r.) zdecydowanym liderem pod względem wartości aktywów gromadzonych w funduszach SRI, z aktywami ponaddwukrotnie większymi niż w przypadku funduszy brytyjskich, które są z kolei około dwukrotnie większe niż dla zajmującej trzecie miejsce w rankingu Szwajcarii (rysunek 2).

Jednym z głównych powodów dominacji Francji w zakresie aktywów zarządzanych przez fundusze SRI jest znacząca aktywność państwa w promowaniu tego rodzaju inwestycji, między innymi poprzez tworzenie regulacji prawnych stymulujących ich rozwój. Przykładem takich regulacji może być prawo tworzące programy emerytalne: „90/10 – fundusze solidarności społecznej” obligujące przedsiębiorstwa tworzące pracownicze programy emerytalne do umożliwienia pracownikom wyboru programu, w którym 5 do 10% aktywów jest inwestowa-



**RYСУNEK 2.** Aktywa funduszy SRI w krajach europejskich (mld EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market. 2014 Review [2014].

ne w przedsiębiorstwa posiadające desygnację solidarności społecznej. Znaczna część takich programów jest zarządzana w formie otwartych funduszy emerytalnych, uwzględnianych w bazie Vigeo. Ponadto od 2001 r. obowiązuje ustawodawstwo obligujące spółki publiczne do ujawniania w swoich raportach rocznych informacji niefinansowych dotyczących zaangażowania w obszarach ESG (environment, social, governance) [Gajdosova 2011, s. 132]. Od 2012 r. na mocy ustawy Grenelle II Act zakres obowiązków informacyjnych uległ dalszemu rozszerzeniu i objął także spółki kapitałowe niepubliczne (o przychodach min. 100 mln EUR rocznie). Wspomniane regulacje istotnie ułatwiają francuskim funduszom inwestycyjnym identyfikację celów inwestycji spełniających warunki definicji SRI. Regulacje dotyczące raportowania informacji niefinansowych z zakresu ESG zostały w ostatnich latach wdrożone również w Norwegii (1998), Szwecji (1998), Wielkiej Brytanii (2006), Danii (2009) i Hiszpanii (2011), jednak w żadnym z tych państw zakres wymogów nie jest równie szeroki jak we Francji. W Wielkiej Brytanii i Holandii istnieją również ulgi podatkowe wspierające inwestycje SRI. Warto przy tym zauważyć dużą indywidualizację czynników kulturowych stymulujących zainteresowanie inwestycjami SRI. W Wielkiej Brytanii kluczowe znaczenie odgrywa etyczny aspekt inwestycji, we Francji ich aspekt społeczny, w Niemczech i Czechach troska o ochronę środowiska, a we Włoszech społeczna nauka kościoła katolickiego. Generalnie czynniki stymulujące rozwój inwestycji SRI są silniejsze w krajach anglosaskiej i skandynawskiej strefy kulturowej, a wyraźnie słabsze w krajach kręgu kultury śródziemnomorskiej [Steurer et al. 2008].

Jednoznaczne wsparcie rozwoju funduszy inwestycyjnych SRI jest również widoczne na poziomie działań regulacyjnych Unii Europejskiej. Ich najważniejszym przejawem było uchwalenie Regulation No 346/2013 on European social entrepreneurship funds. Zgodnie z przepisami nowej regulacji fundusze spełniające wymogi w niej określone (podstawowy to wymóg lokowania przynajmniej



70% kapitałów zebranych od inwestorów w kwalifikowane inwestycje społeczne) mogą używać nazwy European social entrepreneurship funds (EuSEF) i oferować swoje tytuły uczestnictwa na zasadzie jednolitego paszportu inwestorom ze wszystkich krajów członkowskich Unii. Należy jednak zaznaczyć, że definicja funduszu EuSEF przyjęta w regulacji jest zgodna z definicją zawartą w dyrektywie AIFMD, odnosi się więc do funduszy zamkniętych (w tym zwłaszcza funduszy venture capital), których jednostki są często niedostępne dla inwestorów detalicznych, stąd nie są uwzględniane w bazach danych będących podstawą niniejszego badania.

Warto również zwrócić uwagę, że choć Wielka Brytania zajmuje drugą lokatę pod względem wartości funduszy SRI, to w latach 2012–2014 odnotowała szczególnie dynamiczny przyrost tych aktywów z poziomu 13,6 do 21,3 mld EUR, czyli o ponad 50%. W tym samym okresie aktywa funduszy francuskich wzrosły zaledwie o ok. 10%.

Aktywa funduszy SRI stanowią zaledwie ok. 1,7% łącznej wartości aktywów wszystkich detalicznych funduszy inwestycyjnych w analizowanych 13 krajach, choć należy zaznaczyć, że od początku wieku udział ten wzrósł ponadczterokrotnie. Udział w ogólnej wartości funduszy inwestycyjnych jest przy tym bardzo zróżnicowany w poszczególnych krajach. Zdecydowanymi liderami są w tym przypadku Holandia, gdzie aktywa funduszy SRI stanowią 17,8% łącznej wartości aktywów funduszy detalicznych, i Belgia, gdzie udział ten wynosi 7,5%. We Francji udział ten wynosi zaledwie 4%, a we Włoszech 1,8%.

Pod względem typów stosowanych strategii inwestycyjnych w roku 2014 r. największą grupę stanowiły fundusze akcyjne (56%), następnie fundusze obligacyjne (29%) i fundusze zrównoważone (15%). W tym przypadku dostrzec można jednak bardzo silne zróżnicowanie między poszczególnymi krajami, które obrazuje tabela.

**TABELA.** Typy strategii funduszy SRI w krajach europejskich (2014)

Typ strategii	Hiszpania	Austria	Niemcy	Francja	Włochy	Szwecja	Belgia	Holandia	Wielka Brytania
Akcyjne	3%	21%	35%	48%	45%	85%	46%	52%	74%
Zrównoważone	95%	10%	42%	5%	27%	11%	7%	27%	13%
Obligacyjne	0%	69%	16%	46%	28%	4%	40%	21%	12%
Inne	2%	0%	7%	1%	0%	0%	7%	1%	1%

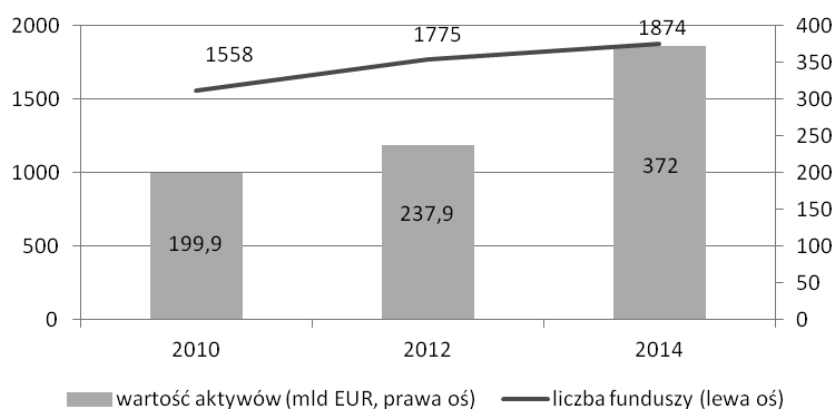
Źródło: Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market. 2014 Review [2014, s. 11].

Z tabeli wynika, że najbardziej agresywne strategie preferują fundusze SRI ze Szwecji i z Wielkiej Brytanii, gdzie udział funduszy akcyjnych wynosi odpowiednio 85 i 74%. Na drugim biegunie znajduje się Austria, która jest jedynym



krajem, gdzie udział funduszy obligacyjnych przekracza 50%. W Hiszpanii niemal wszystkie aktywa SRI są zarządzane przez fundusze zrównoważone, które z kolei odgrywają minimalną rolę w zarządzaniu aktywami SRI we Francji i w Belgii. Warto jednak zaznaczyć, że w przypadku Hiszpanii uzyskane wyniki mogą być skutkiem bardzo małej populacji funduszy SRI (16 funduszy, wobec 263 funduszy we Francji i 214 w Belgii).

Jak wspomniano, badanie o podobnym charakterze do badań Vigeo od 2010 r., w cyklu dwuletnim prowadzi również firma doradcza KPMG Luxembourg. W konsekwencji przyjętej populacji badanej wartości wykazywane w raportach KPMG są większe niż dla bazy Vigeo. Rozwój rynku funduszy SRI od 2010 r. prezentuje rysunek 3.



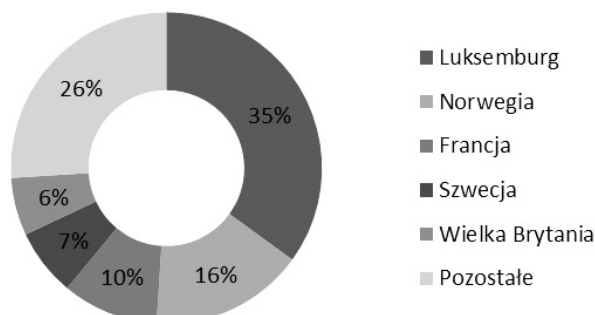
**RYСУNEK 3.** Fundusze SRI w Europie (2010–2014)

Źródło: European Responsible Investing Fund Survey [2015, s. 14].

Wartość aktywów funduszy SRI uwzględniona w badaniu KPMG jest około trzykrotnie większa niż w badaniu Vigeo, co wynika przede wszystkim ze znacznie szerszego zasięgu geograficznego badania i uwzględnienia kilku znaczących rynków nieuwzględnionych w bazie Vigeo, w tym przede wszystkim Luksemburga. Na to ostatnie państwo przypada bowiem aż 35% aktywów funduszy SRI uwzględnionych w badaniu KPMG. Strukturę geograficzną rynku funduszy SRI według KPMG przedstawia rysunek 4.

Branie pod uwagę szerszej definicji funduszy SRI sprawia, że aktywa funduszy uwzględnianych w badaniu KPMG stanowią 3,3% łącznej wartości funduszy inwestycyjnych w badanych krajach, raportowanych w danych EFAMA.

Spośród 372 mld EUR aktywów funduszy SRI, 322,8 mld EUR przypadało na fundusze stosujące wielokryterialne strategie selekcji ESG (ang. *cross-sectoral*), do których zaliczono strategie pozytywnej i negatywnej selekcji, 31,8 mld EUR na fundusze środowiskowe (zrównoważony rozwój, zmiany klimatyczne, ochrona



**RYSUNEK 4.** Struktura geograficzna aktywów funduszy SRI według KPMG (2014)

Źródło: European Responsible Investing Fund Survey [2015, s. 14].

środowiska itp.), 10,7 mld EUR na fundusze społeczne (inwestycje społeczne, mikrofinanse, fundusze solidarności społecznej), a 6,7 mld EUR na fundusze etyczne (religijne i zgodne z zasadami szariatu). Baza KPMG podobnie jak Vigeo wskazuje na zróżnicowanie preferowanych strategii selekcji SRI pomiędzy poszczególnymi krajami. Luksemburg będący największym rynkiem funduszy SRI ma szczególnie silną pozycję w obszarze funduszy środowiskowych (45% aktywów tej grupy) i społecznych (66% aktywów). Wielka Brytania jest natomiast zdecydowanym liderem w grupie funduszy etycznych (63% aktywów). W największej grupie funduszy stosujących wybór wielokryterialny fundusze z Luksemburga najczęściej stosują selekcję negatywną (37%), podczas gdy fundusze francuskie dominują w zakresie wykorzystania selekcji pozytywnej (35%).

## WNIOSKI

Analiza dwóch baz danych zawierających informacje o skali aktywności detalicznych funduszy inwestycyjnych w zakresie inwestycji odpowiedzialnych społecznie potwierdza, że instytucje, dla których kryteria SRI są głównym narzędziem budowy portfela inwestycyjnego notują znaczący wzrost wartości zarządzanych aktywów w ostatnich lat, niezaburzony nawet załamaniem rynków finansowych po kryzysie finansowym 2008 r. Jednocześnie jednak można stwierdzić, że wartość aktywów instytucji specjalizujących się w inwestycjach SRI stanowi tylko niewielki procent wartości aktywów wszystkich instytucji deklarujących stosowanie zasad SRI w swoich politykach inwestycyjnych. Może to świadczyć o tym, że dla wielu instytucji deklarowanie stosowania zasad SRI ma jedynie znaczenie formalne, wizerunkowe czy marketingowe i ogranicza się do stosowania najprostszych narzędzi z obszaru SRI, takich jak prosta negatywna selekcja, w której wykorzystuje się kryteria wykluczające dotyczące grup aktywów, które i tak znajdują się



poza obszarem zainteresowania zarządzających. Istotnym czynnikiem wspierającym rozwój skali inwestycji odpowiedzialnych społecznie są natomiast nowe regulacje prawne na poziomie krajowym i na poziomie Unii Europejskiej.

## Spis literatury

- Asset Management in Europe, 8th Annual Review, EFAMA, April 2015.
- EFAMA Report on Responsible Investment, EFAMA, February 2014.
- European Responsible Investing Fund Survey 2015, KPMG Luxembourg.
- European SRI Study 2014, Eurosif, Brussels, 2015.
- GAJDOSOVA K. 2011: Socially Responsible Investment as a Trend in Investment Services in Europe, Silesiana university in Opava Working Paper, s. 127–138.
- Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market, 2014 Review, Vigeo Rating, October 2014.
- JEDYNAK T. 2011: Rozwój koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce i na świecie, Zeszyty Naukowe UEK w Krakowie 875, s. 17–28.
- KRUPA D. 2012: Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie. Acta Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin H, 46 (1), s. 307–316.
- MUNOZ-TORRES M.J., FERNANDEZ-IZQUIERDO M.A., BALAGUER-FRANCO M.R. 2004: The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: An approach to the case of Spain, Business Ethics: A European Review 13, (2–3), s. 200–218.
- RACHOCKA J. 2007: Socially responsible investment in Europe (w:) Economic choices made in the Polish economy in globalization, (red.) D. Kopycińska, Print Group Szczecin, s. 15–25.
- Regulation No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds.
- STEURER R., MARGULA S., MARTINUZZI A. 2008: Socially responsible investment in EU Member States: Overview of government initiatives and SRI experts' expectations towards governments, Final report to the EU high-level group on CSR.

## SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT FUNDS IN EUROPE – DEVELOPMENT TRENDS

**Abstract.** The aim of the study is to assess the size and dynamics of the socially responsible investments sector in Europe. Study concentrates on analyzing the activity of investment funds available to retail investors due to objective nature of the source data and rigorous definition of responsible investments with regard to such funds. The research confirms the dynamic increase in the size of SRI investments, especially during the period following the global financial crisis. Signifi-



cant geographical variations are observed, however. Favorable legal regulations are noticed as important incentive supporting the growth of SRI investments in leading countries.

**Key words:** investment funds, socially responsible investing, asset management