

Agata Adamska, Tomasz J. Dąbrowski, Anna Grygiel-Tomaszewska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

e-mails: agata.adamska@sgh.waw.pl; tomasz.dabrowski@sgh.waw.pl; ag23236@sgh.waw.pl

**SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNE
INWESTOWANIE W POLSCE NA TLE SYTUACJI
W WYBRANYCH KRAJACH UNII EUROPEJSKIEJ**

**SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING
IN POLAND AGAINST THE BACKGROUND
OF THE SITUATION IN SELECTED COUNTRIES
FROM THE EUROPEAN UNION**

DOI: 10.15611/nof.2015.2.04

JEL Classification: G1, G2

Streszczenie: Celem artykułu była analiza zjawiska inwestowania etycznego i ocena poziomu rozwoju rynku tego typu inwestycji w krajach Unii Europejskiej. Przeprowadzone badania objęły swoim zasięgiem 10 wybranych krajów charakteryzujących się odmiennym stopniem rozwoju rynku SRI. W badaniach uwzględniono dwa główne obszary: podejście do zarządzania aktywami w ramach inwestowania etycznego oraz dostępność tego typu inwestycji dla szerokiego grona inwestorów indywidualnych, uzależnioną od poziomu rozwoju segmentu otwartych etycznych funduszy inwestycyjnych. Badania wykazały, że mimo zarysowujących się w niektórych obszarach podobieństw między krajami, nie istnieje uniwersalny standard określający strukturę rynku SRI, co wskazuje na duże znaczenie lokalnych uwarunkowań instytucjonalnych.

Słowa kluczowe: inwestowanie etyczne, inwestowanie odpowiedzialne społecznie, fundusze inwestycyjne, rynek SRI, strategie inwestowania etycznego.

Summary: The purpose of the paper was to analyze the phenomenon of ethical investing and to evaluate the level of development of the market for this type of investments in selected member countries of the European Union. The study covered 10 countries with different degrees of development of the SRI market. The research was focused on two main areas: first – asset management approach in the context of ethical investments and second – the availability of this type of investment for a wide range of individual investors, dependent on the level of development of open-end ethical investment funds segment. Studies have shown that despite similarities among countries in some areas, there is no universal standard that would determine the shape of the SRI market. This fact indicates the importance of local institutional conditions. Compared to other countries, the market in Poland stood out a low value of assets under management of ethical investment, but also the highest growth rates of these assets. In addition, the segment of open ethical investment funds was underdeveloped, with moderate degree of heterogeneity in conjunction with the small size of the average fund. In Poland, as

in most other countries, equity funds dominated in terms of numbers, and fixed income funds – in terms of assets under management. The low level of development of the domestic market of ethical investments is largely due to the existing system of institutional factors, which in contrast to the solutions found in countries with mature SRI market, does not create incentives for this type of investment.

Keywords: ethical investments, socially responsible investments, mutual funds, SRI market, ethical investment strategies.

1. Wstęp

Inwestowanie etyczne oznacza uwzględnianie w decyzjach dotyczących lokowania kapitału i praktyk właścicielskich kryteriów mających charakter pozaekonomiczny. Kryzys, który rozpoczął się w sektorze finansowym w 2007 roku, zwiększył – zwłaszcza w Europie – zainteresowanie inwestorów tego typu inwestycjami. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w dynamicznym wzroście wartości aktywów zarządzanych z uwzględnieniem zasad inwestowania odpowiedzialnego społecznie oraz zwiększeniu się liczby funduszy inwestycyjnych określanych mianem etycznych (*ethical funds*) lub – nieco szerzej – funduszy odpowiedzialnego inwestowania (*responsible investing funds*) czy społecznie odpowiedzialnego inwestowania (*social responsible investing funds*, *SRI funds*). Poszerzył się również wachlarz etycznych produktów finansowych oferowanych inwestorom. W Polsce ten segment rynku finansowego nadal znajduje się *in statu nascendi*, mimo rosnącej wiedzy dotyczącej zagadnień związanych z SRI.

Artykuł mieści się w ramach nurtu badań komparatywnych. Przyjęte w nim podejście ma charakter eksploracyjny, stąd ograniczono się do postawienia pytań badawczych, nie formułując żadnych tez. Pragnąc ująć analizowaną problematykę wieloaspektowo, poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania: jakie podejścia (strategie) stosują podmioty z różnych krajów Unii Europejskiej (w tym Polski) zajmujące się zarządzaniem aktywami w ramach inwestowania odpowiedzialnego społecznie i jakie zmiany dokonują się w tym zakresie? Jaką pozycję zajmuje w różnych krajach UE (w tym w Polsce) segment otwartych etycznych funduszy inwestycyjnych i jaka jest jego struktura w poszczególnych krajach? W kolejnych częściach artykułu starano się, wykorzystując zgromadzone dane, znaleźć odpowiedzi na te pytania.

W pierwszej części przedstawiono ewolucję, jaka dokonała się w podejściu do inwestowania etycznego. Jej wynikiem było ukształtowanie się różnych strategii tego inwestowania, które są obecnie wykorzystywane zarówno przez fundusze etyczne, jak i inne podmioty zajmujące się takim inwestowaniem. W tej części artykułu przeanalizowano również wybrane kraje UE pod względem dominującego w nich podejścia do zarządzania aktywami w ramach SRI. W drugiej części skoncentrowano się natomiast na segmencie funduszy etycznych jako składowej rynku

otwartych funduszy inwestycyjnych. To właśnie jednostki otwartych funduszy etycznych stanowią bowiem najbardziej dostępną formę inwestowania dla szerokiego grona podmiotów poszukujących możliwości lokowania wolnych środków w sposób odpowiadający ich systemowi wartości. Wykorzystując własny zestaw wskaźników, zbadano poziom zróżnicowania krajów pod względem pozycji zajmowanej w nich przez fundusze etyczne, a także struktury segmentu tych funduszy występującej w poszczególnych krajach.

2. Ewolucja w podejściu do etycznego inwestowania

Korzeni idei etycznego inwestowania można poszukiwać w istniejących w różnych systemach wyznaniowych regułach odnoszących się do dopuszczalnych i niedopuszczalnych sposobów dysponowania kapitałem. Reguły takie można odnaleźć w każdej z trzech wielkich religii monoteistycznych – judaizmie, chrześcijaństwie i islamie [Czerwonka, Staniszevska 2013]. Nie dziwi więc fakt, że powstanie pierwszego w Europie i jednocześnie pierwszego na świecie otwartego funduszu inwestycyjnego, stosującego kryteria etyczne przy podejmowaniu decyzji dotyczących lokowania kapitału, było wynikiem zaangażowania organizacji o charakterze wyznaniowym. Fundusz Ansvar Aktiefond Sverige został utworzony w 1965 roku w Szwecji przez towarzystwo ubezpieczeniowe Aktie-Ansvar, a w jego narodzinach uczestniczył m.in. kościół baptystów [Kreander i in., 2004]. Kolejny fundusz tego typu – Pax World Fund, który powstał sześć lat później w 1971 r. w Stanach Zjednoczonych – stanowił z kolei inicjatywę dwóch wysokiej rangi przedstawicieli Zjednoczonego Kościoła Metodystów. Instytucje religijne lub osoby z nimi związane były prekursorami tworzenia funduszy etycznych również w innych krajach, np. w Wielkiej Brytanii, Francji czy Niemczech.

Początkowo zarządzający aktywami funduszy tego typu stosowali kryteria etyczne, aby wyeliminować spośród potencjalnych celów inwestycji te podmioty, których charakter działalności był sprzeczny z systemem wartości promowanym przez inicjatorów powołania funduszu. Odwołując się do wyznawanych zasad moralnych, wykluczano wytwórców używek, takich jak alkohol czy wyroby tytoniowe, podmioty zajmujące się hazardem czy pornografią, producentów broni i elementów uzbrojenia, wytwórców środków antykoncepcyjnych czy podmioty, w których możliwe było dokonywanie aborcji [Louche i in. 2012]. Z czasem liczba funduszy uwzględniających w swoich decyzjach inwestycyjnych czynniki pozaekonomiczne rosła i jednocześnie poszerzał się zakres stosowanych przez nie kryteriów selekcji – obok kryteriów etycznych zaczęto brać pod uwagę wpływ emitenta na środowisko naturalne, sposób jego odnoszenia się do społeczności lokalnych, zwłaszcza w krajach słabo rozwiniętych, stan relacji pracowniczych, przeciwdziałanie korupcji itp. Ogólnie kryteria te dzieli się obecnie na trzy grupy: kryteriów ekologicznych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (*Environmental, Social, Governance* – ESG). [Rogowski, Uljaniuk 2011, s. 100] Zjawisko dywersyfikowania stosowa-

nych kryteriów oceny stanowiło odzwierciedlenie różnicowania się charakteru funduszy, które zaczęto określać szerszym znaczeniowo mianem funduszy odpowiedzialnego inwestowania lub społecznie odpowiedzialnego inwestowania, zaliczając do tej kategorii, obok tradycyjnych funduszy etycznych, również fundusze ekologiczne (*green funds*) [Dziawgo 2010] czy fundusze patriotyczne (*patriotic investments funds, patriotic funds*)¹.

Różnicowaniu się funduszy i poszerzaniu spektrum wykorzystywanych przez nie kryteriów selekcji towarzyszyła ewolucja w podejściu do inwestowania występująca wśród tego typu podmiotów. Początkowo aspekty pozaekonomiczne były przez nie uwzględniane jedynie w postaci stosunkowo prostej selekcji negatywnej (*negative screening*), polegającej na wykluczaniu etycznym (*ethical exclusions*), czyli opisywanym już stosowaniu na etapie tworzenia portfela inwestycyjnego zestawu kryteriów eliminujących (filtrów), który zapewniał, że środki funduszu nie zostaną zaangażowane w walory podmiotów prowadzących działalność niezgodną z systemem wartości jego założycieli. Z czasem strategie selekcji negatywnej były opierane na bardziej uniwersalnym zestawie kryteriów pozwalającym oceniać emitentów pod kątem przestrzegania przez nich podstawowych wartości (*simple exclusions*). Eliminacja mogła więc odbywać się na podstawie kryteriów etycznych, ale nie tylko, mogła także uwzględniać filtry o charakterze ekologicznym (wykluczanie podmiotów związanych z energią nuklearną, żywnością modyfikowaną genetycznie, testowaniem produktów na zwierzętach) czy odnoszące się do sfery czynników społecznych (podmioty nierespektujące praw człowieka czy stosujące naganne praktyki w miejscu pracy).

Obok strategii selekcji negatywnej, bazującej na węższym bądź szerszym zestawie kryteriów, pojawiła się również strategia selekcji normatywnej (*norms-based screening*), której istotą jest odwoływanie się w kształtowaniu portfela do regulacji i standardów wypracowanych przez instytucje międzynarodowe. Strategia ta pozwala na zastąpienie własnych, swoistych dla funduszu filtrów prostym kryterium przestrzegania przez emitenta norm ustalonych przez inne podmioty, takie jak ONZ i jej agendy czy OECD. Selekcja normatywna może mieć charakter negatywny bądź pozytywny. W pierwszym przypadku z szerokiego spektrum potencjalnych celów inwestycji eliminuje się instrumenty emitowane przez podmioty nierespektujące norm, w drugim natomiast zarządzający aktywami funduszu koncentruje się na poszukiwaniu w celu włączenia do portfela inwestycyjnego instrumentów wyemitowanych przez podmioty przestrzegające tych norm. Tym samym strategia selekcji normatywnej stanowi swojego rodzaju pomost między strategiami selekcji negatywnej a strategiami selekcji pozytywnej (*positive screening*).

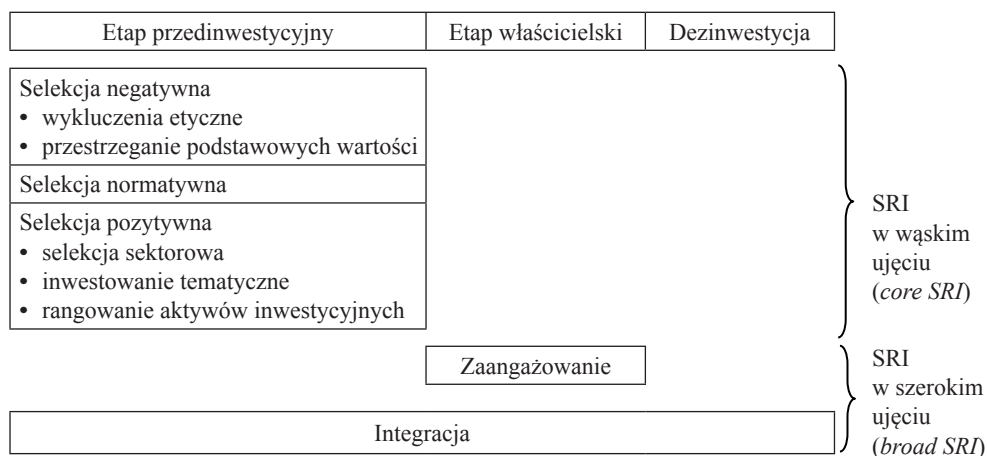
Selekcja pozytywna polega na wyborze sektorów lub podmiotów cechujących się wywieraniem korzystnego wpływu na otoczenie i przejawiających ponadprze-

¹ Mimo przedstawionego zróżnicowania fundusze społecznie odpowiedzialnego inwestowania zwyczajowo nadal określane są często mianem funduszy etycznych.

ciężne zaangażowanie w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu. W ramach selekcji pozytywnej wykształciły się trzy główne podejścia odzwierciedlające różne poziomy, na których dokonywany jest wybór podmiotów i emitowanych przez nie instrumentów finansowych. Najbardziej ogólny poziom reprezentuje inwestowanie tematyczne (*thematic investment propositions*) polegające na włączaniu do portfela inwestycyjnego instrumentów finansowych wyemitowanych przez podmioty, których działalność związana jest z rozwiązywaniem jakiegoś istotnego problemu o znaczeniu globalnym (np. przeciwdziałanie zmianom klimatycznym). Bardziej szczegółowa jest selekcja sektorowa (*pioneer screening*) sprowadzająca się do dokonywania inwestycji w instrumenty emitowane przez podmioty działające w ramach wybranych sektorów atrakcyjnych ze względów zarówno ekonomicznych, jak i pozaekonomicznych (np. sektor wytwarzania energii ze źródeł odnawialnych). Selekcja pozytywna, mająca najbardziej szczegółowy charakter, to rangowanie aktywów (*best-in-class*), polegające na dokonywaniu klasyfikacji podmiotów pod względem poziomu ich odpowiedzialności społecznej i włączaniu do portfela inwestycyjnego tylko instrumentów, które zostały wyemitowane przez liderów z poszczególnych branż. Stosowanie różnych strategii selekcji negatywnej bądź pozytywnej oraz wykorzystywanie selekcji normatywnej zaliczane jest do kategorii inwestowania społecznie odpowiedzialnego w wąskim ujęciu (*core SRI*). Przedstawione strategie oraz poszczególne ich formy odnoszą się do etapu przedinwestycyjnego, ponieważ początkowo to na nim przede wszystkim koncentrowali uwagę podejmujący decyzje inwestycyjne w funduszach etycznych. Ich celem było bowiem skonstruowanie takiego portfela aktywów, który by odpowiadał profilowi danego funduszu i odzwierciedlał preferencje jego twórców i uczestników, wynikające z systemu ich wartości.

Rozwój funduszy społecznie odpowiedzialnego inwestowania i wzrost wartości zarządzanych przez nie aktywów podniósł wagę tych podmiotów jako inwestorów. Jednocześnie niektóre fundusze, mające w swoich portfelach instrumenty udziałowe, zaczęły przejawiać większą aktywność jako właściciele. Występując w tej roli, nadal odwoływały się do kryteriów pozaekonomicznych, które na tym etapie procesu inwestycyjnego nie służyły już jednak do kształtowania portfela, a stanowiły drogowskaz w ukierunkowywaniu wpływu, jaki ta grupa właścicieli zamierzała wywierać na zarządzanie spółkami znajdującymi się w ich portfelu. Strategia zaangażowania (*engagement*) polega na wykorzystywaniu przez fundusze będące akcjonariuszami różnych form oddziaływania na zarządy (prowadzenie dialogu z zarządem, zgłaszanie rezolucji, żądanie informacji, głosowanie) w celu zachęcenia ich lub skłonienia do nadania większej wagi polityce społecznej odpowiedzialności i ustanowienia wyższych standardów w zakresie ładu korporacyjnego w spółkach. Zaangażowanie może stanowić samodzielną strategię funduszu bądź być łączone ze strategiami selekcji negatywnej lub pozytywnej – w takiej sytuacji zostaje ono poprzedzone stosownym doбором walorów, których emitenci odpowiadają założonym kryteriom.

Rozwój strategii funduszy etycznych – poczynając od selekcji negatywnej polegającej na różnych formach wykluczania, przez selekcję pozytywną aż po zaangażowanie – odzwierciedla coraz silniejsze włączanie czynników etycznych, ekologicznych, społecznych czy związanych z *corporate governance* w politykę inwestycyjną funduszu (początkowo jedynie na etapie kształtowania portfela inwestycyjnego, później także w ramach decyzji właścicielskich). We wszystkich tych strategiach czynniki ESG stanowiły ważny element towarzyszący analizie ekonomicznej i coraz silniej z nią związany. Zjawisko przenikania się kryteriów ekonomicznych i pozaekonomicznych jest najbardziej widoczne w przypadku strategii integracji (*integration*). Charakteryzuje się ona włączaniem kryteriów ESG do oceny emitenta na wszystkich etapach procesu inwestycyjnego – poczynając od konstruowania portfela, a na dezinwestycji kończąc. Takie podejście pozwala na dokonywanie pełniejszej ewaluacji podmiotu, którego aktywa fundusz zamierza nabyć, oraz poziomu ryzyka związanego z działalnością tego podmiotu. Integracja oznacza również ciągle monitorowanie zachowań emitenta w sferze ekologicznej, społecznej i odnoszącej się do ładu korporacyjnego na podobnej zasadzie, jak śledzone są jego wyniki finansowe, oraz podejmowanie decyzji o dezinwestycji w momencie, gdy fundusz uzna, że zachowania te nie mieszczą się w akceptowanych przez niego ramach. Wykorzystywanie strategii zaangażowania lub integracji zaliczane jest do kategorii inwestowania społecznie odpowiedzialnego w szerokim ujęciu (*broad SRI*). Przedstawione dotychczas rozważania w syntetycznej formie zaprezentowano na rys. 1.



Rys. 1. Ewolucja w podejściu do etycznego inwestowania

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione strategie, czy nieco szerzej – podejścia do zarządzania aktywami w ramach inwestowania odpowiedzialnego społecznie, wykorzystywane są obecnie nie tylko przez fundusze etyczne, ale również przez inne podmioty działające na

rynku SRI. W 2013 r. w Europie wartość aktywów lokowanych przy zastosowaniu tych strategii wyniosła blisko 19,5 bln euro. Największa część aktywów lokowana była z wykorzystaniem selekcji negatywnej. Kolejnymi pod względem popularności strategiami była integracja oraz selekcja normatywna, a także zaangażowanie. Najmniejszy odsetek aktywów zarządzany był z wykorzystaniem selekcji pozytywnej – w tym zakresie stosowano rangowanie aktywów i inwestowanie tematyczne. W odniesieniu do selekcji negatywnej odnotowano również najwyższą dynamikę wzrostu aktywów – w ciągu ośmiu lat między rokiem 2005 a 2013 średnioroczne tempo tego wzrostu wynosiło blisko 46%. Najwolniej przyrastały aktywa zarządzane przy wykorzystaniu strategii zaangażowania. Ta niska dynamika sprawiła, że udział aktywów lokowanych z zastosowaniem tej strategii w całości aktywów zarządzanych w ramach SRI obniżył się z ponad 41% w 2005 r. do niecałych 17% w roku 2013. Podobna sytuacja wystąpiła w przypadku aktywów lokowanych na podstawie ich rangowania, z tym że udział aktywów zarządzanych w ten sposób nigdy nie był zbyt wysoki – w 2005 r. wynosił 3,27%, by w roku 2013 obniżyć się do 1,72%. Szczegółowe dane dotyczące wielkości aktywów zarządzanych z wykorzystaniem poszczególnych strategii, ich struktury oraz tempa zmian zawarte są w tab. 1.

Przedstawione w tab. 1 dane mają charakter zagregowany i odnoszą się do całej grupy krajów reprezentujących rynek europejski. Poszczególne kraje mogą jednak znacznie różnić się między sobą pod względem występującej w nich sytuacji. Dlatego przeprowadzono analizę obejmującą 10 krajów należących do Unii Europejskiej, cechujących się zróżnicowanym poziomem rozwoju rynku SRI. Wśród tych krajów znalazły się Austria, Belgia, Francja, Hiszpania, Holandia, Niemcy, Szwecja, Włochy, Wielka Brytania oraz Polska. Jej przeprowadzenie miało nie tylko pozwolić na

Tabela 1. Wartość aktywów lokowanych przy zastosowaniu różnych strategii, ich struktura i tempo zmian w latach 2005-2013

| | 2005 | | 2007 | | 2009 | | 2011 | | 2013 | | Średnio roczne tempo wzrostu |
|-------------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|------------|--------|------------|--------|------------------------------|
| | mln EUR | % | mln EUR | % | mln EUR | % | mln EUR | % | mln EUR | % | |
| Inwestowanie tematyczne | 6 914 | 0,39 | 26 468 | 0,65 | 25 361 | 0,34 | 48 090 | 0,44 | 58 961 | 0,30 | 30,72% |
| Rangowanie aktywów | 57 816 | 3,27 | 130 315 | 3,21 | 132 956 | 1,80 | 283 206 | 2,58 | 353 555 | 1,82 | 25,40% |
| Selekcja normatywna | bd | - | bd | - | 988 756 | 13,41 | 2 132 394 | 19,43 | 3 633 794 | 18,72 | 38,46% |
| Selekcja negatywna | 335 544 | 18,98 | 1 532 865 | 37,70 | 1 749 432 | 23,72 | 3 584 498 | 32,66 | 6 853 954 | 35,31 | 45,81% |
| Integracja | 639 149 | 36,15 | 1 024 925 | 25,21 | 2 810 506 | 38,11 | 3 164 066 | 28,83 | 5 232 120 | 26,96 | 30,06% |
| Zaangażowanie | 728 837 | 41,22 | 1 351 303 | 33,24 | 1 668 473 | 22,62 | 1 762 687 | 16,06 | 3 275 930 | 16,88 | 20,67% |
| Europa łącznie | 1 768 260 | 100,00 | 4 065 876 | 100,00 | 7 375 484 | 100,00 | 10 974 941 | 100,00 | 19 408 314 | 100,00 | 34,91% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Eurosif 2014].

określenie różnic istniejących między krajami, ale także odpowiedzieć na pytanie o pozycję Polski na tle innych krajów UE.

Otrzymane wyniki potwierdziły duże zróżnicowanie krajów pod względem dominującego w nich podejścia do zarządzania aktywami w ramach SRI. Kraje, takie jak Niemcy, Hiszpania, Austria czy Belgia, charakteryzowały się wysokim bądź bardzo wysokim udziałem aktywów lokowanych z wykorzystaniem selekcji negatywnej. Wynosił on w 2013 r. od niemal 58% w przypadku Belgii do nieco ponad 94% w przypadku Niemiec. Odmiennie kształtowała się sytuacja w Wielkiej Brytanii, w której dominującą rolę odgrywały strategie integracji i zaangażowania – łącznie były one stosowane w odniesieniu do ponad 85% aktywów. Z kolei Francję cechowała duża popularność strategii integracji i selekcji normatywnej, które to strategie były sumarycznie wykorzystywane w zarządzaniu niemal 83% aktywów. We Włoszech natomiast najważniejszą rolę odgrywały strategie selekcji normatywnej i selekcji negatywnej – w 2013 r. przy ich wykorzystaniu ulokowano łącznie w tym kraju nieco ponad 76% aktywów. Jeszcze inna sytuacja występowała w Holandii i Szwecji, w których rozkład aktywów zarządzanych z wykorzystaniem różnych strategii był dość równomierny. W obydwu tych krajach aktywa były lokowane w zbliżonych proporcjach zgodnie ze strategiami selekcji normatywnej, selekcji negatywnej, integracji i zaangażowania, a więc z zastosowaniem wszystkich strategii niezwiązanych z selekcją pozytywną.

W Polsce nie wykorzystywano tak szerokiego spektrum możliwości – gros aktywów (blisko 100%) zarządzanych było zgodnie z trzema strategiami: selekcji normatywnej, selekcji negatywnej i zaangażowania. Warto jednak w tym kontekście zwrócić uwagę na dużą zmienność w podejściu do sposobu lokowania środków występującą wśród działających w Polsce inwestorów. Jeszcze bowiem w 2011 r. większość aktywów (blisko 96%) zarządzana była z wykorzystaniem tylko jednej strategii – selekcji negatywnej. Szczegółowe dane dotyczące struktury i wielkości aktywów lokowanych w poszczególnych krajach przy zastosowaniu różnych strategii zawiera tab. 2.

Polska na tle pozostałych badanych krajów UE charakteryzuje się bardzo niewielką wartością aktywów zarządzanych w ramach inwestycji etycznych. W 2011 r. stanowiły one jedynie 3,9% aktywów tego typu kolejnej pod względem niskiego ich poziomu Austrii. Jednocześnie Polskę cechowało najwyższe spośród wszystkich analizowanych krajów tempo przyrostu tych aktywów wynoszące w latach 2011-2013 średnio ponad 94% rocznie. Wprawdzie było ono w dużym stopniu uwarunkowane efektem niskiej bazy, pozwoliło jednak na zmniejszenie dystansu dzielącego Polskę od innych krajów (w 2013 r. wartość aktywów zaangażowanych w inwestycje etyczne w Polsce stanowiła równowartość już 6% aktywów tego typu lokowanych w Austrii, pomimo iż tempo przyrostu inwestycji etycznych w samej Austrii było w analizowanym okresie również jednym z najwyższych wśród badanych krajów).

Tabela 2. Wartość i struktura aktywów lokowanych w poszczególnych krajach przy zastosowaniu różnych strategii (mln EUR)

| Strategia | Lata | Austria | Belgia | Francja | Hiszpania | Holandia | Niemcy | Polska | Szwecja | Wielka Brytania | Włochy | UE (10) |
|-------------------------|------|------------------|--------------------|------------------------|-------------------|------------------------|--------------------|-----------------|----------------------|------------------------|----------------------|---------------------------------------|
| Inwestowanie tematyczne | 2011 | 56 0,34% | 367 0,23% | 623 0,02% | 107 0,14% | 19 914 1,07% | 4 523 0,68% | 0 0,00% | 396 0,05% | 8 932 0,44% | 1 051 0,13% | 35 969 0,40% |
| | 2013 | 82 0,20% | 816 0,21% | 4 392 0,11% | 82 0,07% | 20 163 0,64% | 4 127 0,44% | 0 0,00% | 1 985 0,11% | 12 860 0,34% | 1 094 0,10% | 45 601 0,30% |
| Rangowanie aktywów | 2011 | 3 009 18,32% | 7 834 4,96% | 115 309 4,41% | 1 558 2,01% | 1 120 0,06% | 13 115 1,97% | 13 2,04% | 86 134 10,04% | 2 559 0,13% | 3 422 0,44% | 234 073 2,58% |
| | 2013 | 4 575 11,39% | 17 132 4,37% | 173 213 4,24% | 1 961 1,56% | 15 232 0,49% | 15 813 1,67% | 3 0,12% | 48 151 2,69% | 3 335 0,09% | 3 917 0,35% | 283 332 1,83% |
| Selekcja normatywna | 2011 | 3 862 23,52% | 19 744 12,49% | 679 566 25,97% | 1 119 1,45% | 166 359 8,91% | 11 255 1,69% | 13 2,04% | 259 346 30,22% | 63 520 3,12% | 314 248 40,06% | 1 519 032 16,73% |
| | 2013 | 5 467 13,62% | 20 235 5,16% | 1 119 040 27,36% | 14 247 11,36% | 746 125 23,85% | 10 177 1,08% | 773 32,02% | 420 718 39,59% | 71 456 1,86% | 351 754 31,87% | 2 759 992 17,87% |
| Selekcja negatywna | 2011 | 8 195 49,91% | 96 736 61,19% | 15 975 0,61% | 56 226 72,64% | 665 108 35,63% | 618 248 92,76% | 612 95,92% | 339 754 648 348 | 273 180 13,42% | 446 790 56,95% | 2 520 824 27,76% |
| | 2013 | 26 983 67,20% | 226 026 57,67% | 472 660 11,56% | 92 421 73,72% | 1 068 769 34,16% | 893 685 94,42% | 1 060 43,91% | 36,27% | 472 963 12,34% | 496 561 44,99% | 4 399 476 28,48% |
| Integracja | 2011 | 108 0,66% | 13 830 8,75% | 1 804 781 68,98% | 7 302 9,43% | 542 156 29,04% | 11 424 1,71% | 0 0,00% | 34 897 4,07% | 697 692 34,28% | 446 0,06% | 3 112 636 34,28% |
| | 2013 | 986 2,46% | 89 720 22,89% | 2 265 000 55,38% | 7 551 6,02% | 629 236 20,11% | 10 990 1,16% | 0 0,00% | 318 664 17,83% | 1 553 800 40,55% | 195 979 17,76% | 5 071 926 32,83% |
| Zaangażowanie | 2011 | 1 191 7,25% | 19 586 12,39% | | 11 094 14,33% | 472 019 25,29% | 7 927 1,19% | 0 0,00% | 137 660 16,04% | 989 211 48,61% | 18 531 2,36% | 1 657 219 18,25% |
| | 2013 | 2 060 5,13% | 38 006 9,70% | 55 304 1,35% | 9 103 7,26% | 649 198 20,75% | 11 736 1,24% | 578 23,94% | 349 736 19,56% | 1 717 461 44,82% | 54 372 4,93% | 2 887 554 18,69% |
| Łącznie | 2011 | 16 421 40,15% | 158 097 391 935 | 2 616 254 4 089 609 | 77 406 125 365 | 1 866 676 3 128 723 | 666 492 946 528 | 638 2 414 | 858 187 1 787 602 | 2 035 094 3 831 875 | 784 488 1 103 677 | 9 079 753 15 447 881 |
| | 2013 | | | | | | | | | | | |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Eurosif 2014].

W latach 2011-2013 średnie roczne tempo przyrostu aktywów zarządzanych w ramach SRI wynosiło w rozpatrywanych krajach nieco ponad 30%. Przyrost ten w różnym stopniu dotyczył aktywów lokowanych z wykorzystaniem poszczególnych strategii, co dowodzi zmian w zakresie ich stosowania. Zmiany te były widoczne zarówno w odniesieniu do całości badanej grupy państw, jak i w skali pojedynczych krajów. Najbardziej zwiększyła się popularność selekcji normatywnej – średnioroczne tempo wzrostu wartości aktywów lokowanych zgodnie z tą strategią wyniosło niemal 35%. Największy skok upowszechnienia tej strategii nastąpił w Holandii, Hiszpanii i Polsce. W tej ostatniej wartość aktywów zarządzanych z wykorzystaniem strategii selekcji normatywnej wzrastała co roku blisko ośmiokrotnie. We Francji zwiększyła się znacznie popularność selekcji negatywnej, natomiast w Austrii, Szwecji, a zwłaszcza we Włoszech wzrosło rozpowszechnienie strategii integracji. W tym ostatnim kraju wzrost ten był szczególnie spektakularny, bowiem wartość aktywów lokowanych przy zastosowaniu tej strategii zwiększała się średnio o niemal 2000% rocznie. Szczegółowe dane znajdują się w tab. 3.

Tabela 3. Tempo zmian wartości aktywów lokowanych przy zastosowaniu różnych strategii (lata 2011-2013)

| Kraj | Inwestowanie tematyczne | Rangowanie aktywów | Selekcja normatywna | Selekcja negatywna | Integracja | Zaangażowanie | Razem |
|-----------------|-------------------------|--------------------|---------------------|--------------------|------------|---------------|--------|
| Austria | 21,01% | 23,31% | 18,98% | 81,46% | 202,15% | 31,52% | 56,37% |
| Belgia | 49,11% | 47,88% | 1,24% | 52,86% | 154,70% | 39,30% | 57,45% |
| Francja | 165,51% | 22,56% | 28,32% | 443,94% | 12,03% | x | 25,03% |
| Hiszpania | -12,46% | 12,19% | 256,82% | 28,21% | 1,69% | -9,42% | 27,26% |
| Holandia | 0,62% | 268,78% | 111,78% | 26,76% | 7,73% | 17,28% | 29,46% |
| Niemcy | -4,48% | 9,81% | -4,91% | 20,23% | -1,92% | 21,68% | 19,17% |
| Polska | x | -51,96% | 671,11% | 31,61% | x | x | 94,52% |
| Szwecja | 123,89% | -25,23% | 27,37% | 38,14% | 202,18% | 59,39% | 44,33% |
| Wielka Brytania | 19,99% | 14,16% | 6,06% | 31,58% | 49,23% | 31,76% | 37,22% |
| Włochy | 2,03% | 6,99% | 5,80% | 5,42% | 1996,22% | 71,29% | 18,61% |
| UE (10) | 12,60% | 10,02% | 34,79% | 32,11% | 27,65% | 32,00% | 30,44% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Eurosif 2014].

Dane zawarte w tab. 3 wskazują, że mimo zmian zachodzących w popularności poszczególnych strategii, mających w niektórych krajach skokowy charakter, generalnie w ostatnim okresie następuje w badanej grupie państw utrwalanie się istniejącego wzorca lokowania środków inwestowanych w ramach SRI. Obok selekcji normatywnej, której popularność wzrosła najbardziej, znacznie zwiększyła się również wartość aktywów lokowanych z wykorzystaniem selekcji negatywnej i strategii zaangażowania oraz, w nieco mniejszym stopniu, strategii integracji. Zdecydowanie najniższe tempo przyrostu aktywów odnotowano w przypadku strategii związanych z selekcją pozytywną odgrywających już wcześniej marginalną rolę.

Rozwój inwestowania etycznego związany jest jednak nie tylko z ewolucją w podejściu do tego inwestowania, obejmującą przejście od prostych wykluczeń opartych na kryteriach wyznaniowych do integrowania czynników ESG z tradycyjną analizą finansową i ich uwzględniania na wszystkich etapach procesu inwestycyjnego. Rozwój inwestowania etycznego to także dostępność tego typu inwestycji dla szerokiego grona potencjalnych inwestorów poszukujących możliwości lokowania wolnych środków w zgodzie ze swoim systemem wartości. Dostępność taką i szerokie możliwości wyboru zapewnia dobrze rozwinięty segment otwartych etycznych funduszy inwestycyjnych, które stanowią składową część rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie.

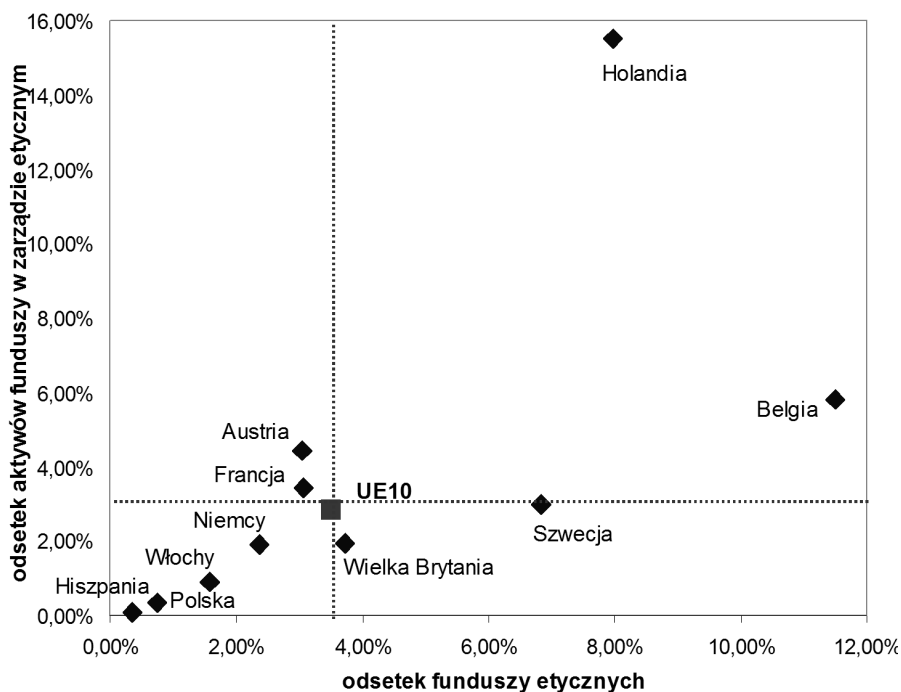
3. Fundusze etyczne jako segment rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej

Otwarte fundusze etyczne oferują inwestorom coraz więcej możliwości lokowania kapitału. Miarą rozwoju tych funduszy jest zwiększający się ich udział w całym europejskim rynku otwartych funduszy inwestycyjnych. Wprawdzie fundusze etyczne stanowią nadal stosunkowo niewielką część tego rynku, jednak widoczny jest systematyczny wzrost zarówno ich liczby, jak i wartości aktywów znajdujących się pod zarządkiem tych funduszy. Między rokiem 2001 a 2007, czyli w okresie intensywnego wzrostu wartości aktywów będących w dyspozycji funduszy inwestycyjnych, udział funduszy etycznych w aktywach zarządzanych przez otwarte fundusze inwestycyjne podwoił się, rosnąc z 0,4% do 0,8%; fundusze etyczne okazały się również bardziej odporne na utratę aktywów w czasie kryzysu i dynamiczniej odbudowywały ich wartość po nim – w latach 2007-2013 udział aktywów znajdujących się pod ich zarządkiem uległ kolejnemu podwojeniu, zwiększając się z 0,8% do 1,7% [Vigeo 2013, s. 9].

Pozycja funduszy etycznych różni się w zależności od kraju oraz charakteru funduszy, wyznaczanego klasą aktywów znajdujących się w ich portfelach (fundusze zrównoważone, fundusze akcji, fundusze stałego dochodu). Aby zidentyfikować skalę tych różnic, przeprowadzono badanie obejmujące tych samych 10 krajów należących do Unii Europejskiej i reprezentujących odmienne stadia rozwoju rynku SRI. Wykorzystując bazę danych Vigeo, wyselekcjonowano na podstawie numerów ISIN fundusze etyczne zarejestrowane w dziewięciu krajach: Austrii, Belgii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Niemczech, Szwecji, Wielkiej Brytanii i we Włoszech. Dane zbiorcze dotyczące ogółu otwartych funduszy inwestycyjnych w każdym z tych krajów pochodziły z raportu EFAMA [2013]. W odmienny sposób zbierano dane dotyczące Polski – fundusze etyczne zostały wyselekcjonowane na drodze analizy prospektów informacyjnych otwartych funduszy inwestycyjnych (za fundusze etyczne uznano takie, które deklarowały stosowanie w swojej polityce inwestycyjnej nie tylko kryteriów ekonomicznych, ale również pozaekonomicznych). Dane odnoszące się do ogółu otwartych funduszy inwestycyjnych pochodziły natomiast z raportu IZFiA [2013].

Do oceny pozycji funduszy etycznych w badanych krajach posłużono się dwoma wskaźnikami – udziałem tych funduszy w ogólnej liczbie otwartych funduszy inwestycyjnych domicylowanych w danym kraju oraz udziałem aktywów znajdujących się w dyspozycji funduszy etycznych z tego kraju w ogólnej wartości aktywów będących pod zarządem zarejestrowanych w nim otwartych funduszy inwestycyjnych. Pierwszy z tych wskaźników odzwierciedla postrzeganie przez zarządzających funduszami potencjału reprezentowanego przez segment SRI w danym kraju i wskazuje na stopień zainteresowania funduszami etycznymi, drugi zaś pozwala określić siłę tych funduszy. Rozpatrywane łącznie wskaźniki te dostarczają również informacji o stopniu koncentracji tej części rynku otwartych funduszy inwestycyjnych.

Uzyskane wyniki potwierdziły duże zróżnicowanie pozycji funduszy etycznych w badanych krajach. Pozwoliły również na dokonanie podziału tych krajów na cztery odrębne kategorie (rys. 2).



Rys. 2. Grupy krajów według stopnia zainteresowania funduszami etycznymi i ich siły

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Vigeo i [EFAMA 2013].

Do pierwszej kategorii zaliczono kraje, w przypadku których obydwie wskaźniki przyjęły wartości niższe od średniej, co wskazuje na słabo rozwinięty segment funduszy etycznych. Jest on słabo rozwinięty w tym sensie, że stanowi w danym kraju

mniej niż przeciętnie część całego rynku otwartych funduszy inwestycyjnych. Sytuacja taka występowała w Hiszpanii, Polsce, Niemczech i we Włoszech.

Druga z wyodrębnionych kategorii objęła te kraje, w których przynajmniej jeden ze wskaźników był wyższy od średniej i w których jednocześnie poziom wskaźnika udziału funduszy etycznych w ogólnej liczbie otwartych funduszy inwestycyjnych okazał się wyższy niż poziom wskaźnika udziału aktywów zarządzanych przez fundusze etyczne w całkowitych aktywach znajdujących się w dyspozycji otwartych funduszy inwestycyjnych. Oznacza to, że kraje te charakteryzowały się lepiej rozwiniętym segmentem funduszy etycznych, ale stanowiące go podmioty przeciętnie dysponowały mniejszymi aktywami niż średnia dla całej populacji otwartych funduszy inwestycyjnych w tych krajach. Sytuację taką zaobserwowano w Wielkiej Brytanii i Szwecji.

Do kolejnej, trzeciej kategorii zaliczono kraje, w których przynajmniej jeden ze wskaźników był wyższy od średniej i jednocześnie wskaźnik udziału funduszy etycznych w ogólnej liczbie otwartych funduszy inwestycyjnych przyjmował niższy poziom niż wskaźnik udziału aktywów znajdujących się pod zarządem funduszy etycznych w całkowitej wartości aktywów będących w dyspozycji otwartych funduszy inwestycyjnych. Kraje mieszczące się w tej kategorii cechowały się więc, podobnie jak te należące do kategorii drugiej, lepiej rozwiniętym segmentem funduszy etycznych, ale podmioty działające w ramach tego segmentu przeciętnie zarządzały większymi aktywami niż średnia dla wszystkich otwartych funduszy inwestycyjnych domicylowanych w tych krajach. Sytuacja taka wystąpiła we Francji i Austrii.

Ostatnią, czwartą kategorię stanowiły kraje, w których wartość przynajmniej jednego ze wskaźników przekroczyła poziom 10%, co świadczy o dojrzałości segmentu funduszy etycznych w tych krajach i dowodzi istotnej roli odgrywanej w nich przez te fundusze. Sytuacja taka wystąpiła w Belgii i Holandii. W pierwszym z tych krajów poziom 10% przekroczył wskaźnik udziału funduszy etycznych w ogólnej liczbie otwartych funduszy inwestycyjnych, w drugim zaś dwucyfrową wartość odnotowano w przypadku wskaźnika udziału aktywów zarządzanych przez fundusze etyczne w całkowitych aktywach znajdujących się w dyspozycji otwartych funduszy inwestycyjnych. Zarówno w Belgii, jak i w Holandii wysokiej wartości jednego ze wskaźników towarzyszył wyższy niż w innych krajach (spoza tej grupy) poziom drugiego wskaźnika.

Obok zróżnicowania w stopniu zainteresowania funduszami etycznymi i ich siły występującego między krajami, przedmiotem analizy stało się także zróżnicowanie tych funduszy występujące w obrębie poszczególnych krajów. W badaniu tego zjawiska zrezygnowano z wykorzystania miar względnych, jako nieadekwatnych do zastosowania w tym przypadku, i skoncentrowano się na wartości aktywów znajdujących się w dyspozycji poszczególnych funduszy etycznych, uznając jej rozkład za podstawowe kryterium oceny stopnia heterogeniczności segmentu funduszy etycznych w każdym z badanych krajów (tab. 4).

Tabela 4. Rozkłady funduszy etycznych pod względem wartości aktywów w podziale na kraje

| Kraj | Liczba funduszy | Aktywa netto funduszy w 2013 r.(mln EUR) | | | | | |
|-----------------|-----------------|--|---------|----------|---------|------------------------|---------|
| | | suma | minimum | maksimum | średnia | odchylenie standardowe | mediana |
| Austria | 40 | 3 463,300 | 3,000 | 705,500 | 86,583 | 139,646 | 34,650 |
| Belgia | 182 | 4 735,100 | 0,000 | 928,800 | 26,017 | 75,797 | 9,800 |
| Francja | 222 | 36 918,000 | 0,000 | 3933,300 | 166,297 | 408,298 | 35,100 |
| Hiszpania | 8 | 135,200 | 0,600 | 61,300 | 16,900 | 19,715 | 9,300 |
| Holandia | 40 | 8 784,600 | 0,100 | 1818,400 | 219,615 | 320,220 | 128,500 |
| Niemcy | 48 | 4 859,500 | 0,000 | 1041,100 | 101,240 | 171,383 | 34,900 |
| Polska | 7 | 159,700 | 0,330 | 103,789 | 22,814 | 38,384 | 4,852 |
| Szwecja | 37 | 5 265,000 | 6,800 | 575,700 | 142,297 | 140,031 | 102,200 |
| Wielka Brytania | 74 | 15 015,300 | 0,000 | 1369,100 | 202,910 | 208,062 | 133,200 |
| Włochy | 10 | 1 287,800 | 8,800 | 263,900 | 128,780 | 93,135 | 119,800 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Vigeo.

Do grupy krajów o najslabiej rozwiniętym segmencie funduszy etycznych (również w wartościach bezwzględnych) można zaliczyć Hiszpanię i Polskę. W każdym z tych krajów liczba funduszy etycznych była mniejsza od 10, wartość będących w ich dyspozycji aktywów nie przekroczyła 200 mln euro, a między funduszami istniało niezbyt duże zróżnicowanie w zakresie wartości zarządzanych aktywów (choć w Polsce było ono niemal dwa razy większe niż w Hiszpanii). Niewiele liczniejsza populacja funduszy etycznych występowała we Włoszech. Sytuację również w tym kraju charakteryzowało istnienie niewielkich dysproporcji między funduszami w poziomie aktywów, których wartość była jednak przeciętnie dość wysoka.

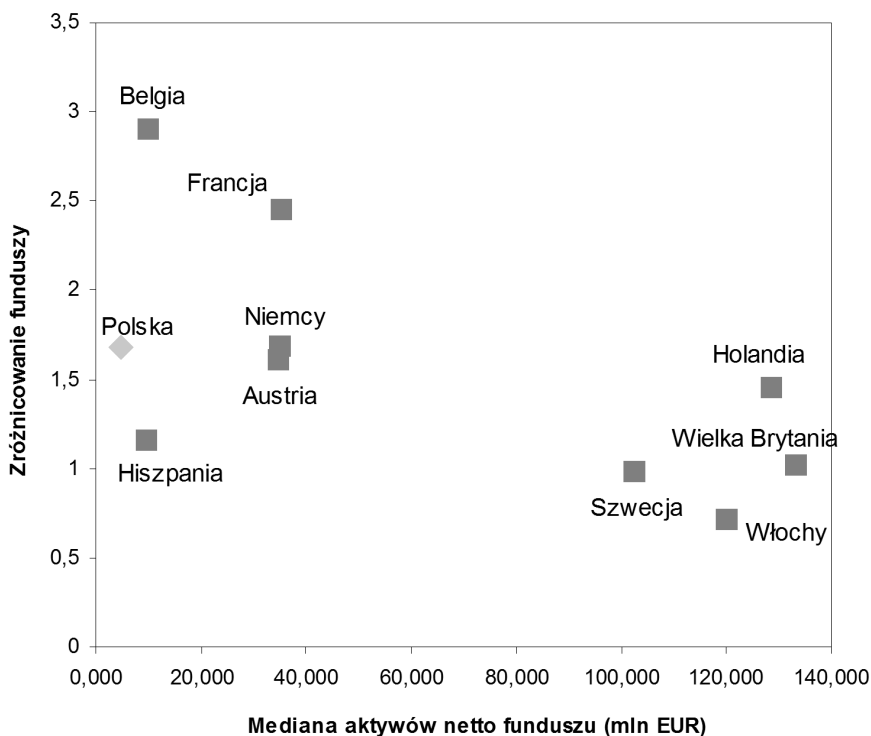
Kolejną grupę krajów zbliżoną pod względem liczby zarejestrowanych w nich funduszy etycznych i wartości aktywów znajdujących się w ich dyspozycji stanowiły Niemcy, Austria i Szwecja. Liczba funduszy domicylowanych w tych krajach wahała się od 37 (Szwecja) do 48 (Niemcy), a suma zarządzanych przez nie aktywów wynosiła od 3463,3 mln euro (Austria) do 5265 mln euro (Szwecja). Segment funduszy etycznych w Niemczech i Austrii charakteryzował się znacznym stopniem heterogeniczności – w każdym z tych krajów, obok funduszy o wysokim poziomie aktywów, występowała liczna grupa funduszy, których aktywa były niewielkie. Pod względem wartości aktywów mediana funduszy z Austrii i Niemiec wynosiła odpowiednio 34,6 mln euro i 34,9 mln euro. Odmiennie kształtowała się sytuacja w Szwecji, w której segment funduszy etycznych był bardziej homogeniczny. Stanowiące go podmioty cechowało mniejsze zróżnicowanie pod względem wielkości zarządzanych aktywów i przeciętnie większa ich wartość (mediana na poziomie 102,2 mln euro). Specyfika ta może być uwarunkowana większą dojrzałością rynku SRI w tym kraju wynikającą z dłuższej jego historii.

Krajem o podobnej co Szwecja liczbie funduszy etycznych okazała się Holandia, w której domicylowanych było 40 podmiotów tego typu. Fundusze te dysponowały jednak łącznie znacznie wyższym poziomem aktywów. Ponadto były bardziej różnorodne pod względem wielkości i przeciętnie zarządzały większymi aktywami (mediana na poziomie 128,5 mln euro) niż fundusze szwedzkie. Bardziej liczebna od szwedzkiej czy holenderskiej okazała się populacja funduszy etycznych w Wielkiej Brytanii. W tym kraju segment tego typu funduszy cechował się, podobnie jak w Szwecji, dużą homogenicznością, a stanowiące go fundusze charakteryzowała wysoka wartość aktywów – średnia dla funduszy brytyjskich była niższa jedynie od średniej dla funduszy zarejestrowanych w Holandii, a mediana (na poziomie 133,2 mln euro) była najwyższa wśród wszystkich badanych krajów.

Grupę krajów, w których domicylowanych było najwięcej funduszy etycznych, stanowiły Belgia i Francja. Francja była jednocześnie krajem o największej wartości aktywów zgromadzonych w tych funduszach – w sumie wartość tych aktywów była niedużo niższa niż wartość aktywów znajdujących się w dyspozycji wszystkich funduszy z pozostałych 9 krajów. Segment funduszy etycznych we Francji charakteryzował się przy tym bardzo dużą heterogenicznością – obok funduszy o bardzo wysokim poziomie aktywów (we Francji zarejestrowany był fundusz etyczny o największych aktywach, których wartość przekraczała ponad dwukrotnie wartość aktywów kolejnego pod tym względem funduszu z Holandii) występowały fundusze relatywnie niewielkie. Mediana dla funduszy francuskich (na poziomie 35,1 mln euro) była niewiele wyższa od mediany dla funduszy niemieckich czy austriackich. Duża heterogeniczność segmentu funduszy etycznych cechowała też Belgię. W tym kraju także obok podmiotów dysponujących znaczącymi aktywami występowała liczna grupa funduszy mniejszych, a nawet bardzo małych – mediana dla funduszy belgijskich (na poziomie 8,8 mln euro) okazała się tylko nieco wyższa od mediany dla funduszy domicylowanych w Hiszpanii.

Badane kraje europejskie zasadniczo różniły się między sobą pod względem występującej w nich struktury segmentu funduszy etycznych. Różnice te obejmowały stopień homogeniczności segmentu oraz wartość aktywów, jakimi dysponował przeciętny fundusz etyczny z danego kraju. Miernikiem stopnia homogeniczności jest wartość współczynnika zmienności (relacji odchylenia standardowego do średniej wartości aktywów funduszy etycznych domicylowanych w danym kraju), a wielkość typowego funduszu pokazuje mediana aktywów netto. Rozkład krajów pod względem występującej w każdym z nich struktury segmentu funduszy etycznych wskazuje na istnienie dwóch przeciwstawnych modeli tej struktury (rys. 3).

Pierwszy z modeli, który można określić mianem szwedzko-brytyjskiego, charakteryzuje się niewielkim zróżnicowaniem podmiotów przy jednoczesnej dużej wartości aktywów zgromadzonych przez typowy fundusz. Taka struktura segmentu, obok Szwecji i Wielkiej Brytanii, występuje także we Włoszech, w których jednak domicylowanych jest relatywnie mało funduszy etycznych, oraz w Holandii, w której zróżnicowanie funduszy etycznych jest nieco większe, ale nadal są to fundusze dysponujące dużymi aktywami.



Rys. 3. Rozkład krajów pod względem stopnia homogeniczności funduszy etycznych i wartości ich aktywów

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Vigeo.

Odmiennej model – można go nazwać belgijsko-francuskim, gdyż występuje przede wszystkim w tych dwóch krajach – cechuje się dużym zróżnicowaniem funduszy w zakresie wielkości aktywów znajdujących się pod ich zarządem przy jednoczesnej niewielkiej wartości aktywów będących w dyspozycji przeciętnego podmiotu. Struktury występujące w takich krajach, jak Austria i Niemcy, mają charakter pośredni, chociaż bliższe są nieco modelowi belgijsko-francuskiemu. Polskę cechuje podobny poziom zróżnicowania funduszy etycznych jak Niemcy czy Austrię, lecz typowy fundusz jest znacznie mniejszy.

Przyczyny ukształtowania się dwóch odmiennych modeli struktury segmentu funduszy etycznych są niejasne. Wydaje się, że zjawisko to nie jest uwarunkowane czynnikami systemowymi, bowiem z jednej strony ten sam model występuje w krajach charakteryzujących się zupełnie inną matrycą instytucjonalną, takich jak Wielka Brytania i Włochy, z drugiej zaś odmiennie modele ukształtowały się w krajach reprezentujących według różnych badań podobny typ matrycy instytucjonalnej, takich jak Włochy i Hiszpania czy Belgia i Holandia [Boyer 1997; Hall i Soskice

2001; Schmidt 2002; Amable 2003]. Być może wyjaśnienia należy więc poszukiwać w odmiennych strategiach rynkowych administratorów funduszy etycznych. Mogą oni przyjmować zróżnicowane podejścia, poczynając od koncentracji na ograniczonej liczbie tych funduszy i zwiększania ich rozmiarów, po tworzenie szerokiego portfolio niewielkich funduszy. Innym czynnikiem wyjaśniającym natury rynkowej może być również odmienne stadium, w jakim znajduje się segment funduszy etycznych w poszczególnych krajach – mniejsze zróżnicowanie funduszy i ich przeciętnie większe rozmiary w przypadku modelu szwedzko-brytyjskiego stanowiłyby w takiej sytuacji efekt koncentracji rynku, do której nie doszło jeszcze we Francji czy Belgii ze względu na krótki okres funkcjonowania domicylowanych w nich funduszy etycznych.

Wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że między poszczególnymi krajami rzeczywiście występują różnice pod względem zarówno liczby funduszy etycznych przypadających na jednego administratora, jak i długości okresu funkcjonowania tych funduszy. Obrazują to dane przedstawione w tab. 5.

Zawarte w tabeli 5 wyniki dowodzą jednak, że różnice te, szczególnie w odniesieniu do liczby funduszy kontrolowanych przez jednego administratora, nie mają charakteru systematycznego w tym sensie, że nie układają się we wzorzec wskazujący na zbieżność występującego w poszczególnych krajach rozkładu tej zmiennej z ukształtowanymi w nich modelami struktury segmentu funduszy etycznych. Pod względem średniej liczby funduszy przypadających na jednego administratora wyróżniała się Belgia (niemal 23 fundusze), ale już w przypadku Francji średnia ta była dużo niższa i zbliżona do tej występującej w Szwecji, reprezentującej odmienny model struktury segmentu funduszy etycznych. Dane dotyczące długości okresu istnienia funduszy wykazują nieco większą zbieżność rozkładu tej zmiennej z występującymi w różnych krajach modelami struktury segmentu funduszy etycznych. Wiodący jest generalnie dłuższy średni czas funkcjonowania funduszy w krajach reprezentujących model szwedzko-brytyjski. W trzech z nich (Szwecji, Wielkiej Brytanii i Włoszech) średni okres istnienia funduszy etycznych był najdłuższy w całej dziesiątce badanych krajów. Różnice występujące między krajami, w których występują odmienne modele struktury segmentu funduszy etycznych, są jednak na tyle niewielkie, że nie pozwalają traktować długości okresu funkcjonowania funduszy jako decydującego czynnika wyjaśniającego przyczyny ukształtowania się w poszczególnych krajach odmiennych struktur tego segmentu. Niewątpliwie poszukiwanie tych przyczyn może być interesującym polem dalszych badań, wykraczających jednakże poza ramy tematyczne niniejszego artykułu.

Etyczne fundusze inwestycyjne są zróżnicowane nie tylko pod względem wielkości czy długości okresu istnienia, ale także klasy aktywów znajdujących się w ich portfelach. Najwięcej aktywów zgromadziły fundusze akcyjne, których udział w ogólnej wartości aktywów będących w dyspozycji otwartych funduszy etycznych wyniósł 47,12%. Fundusze stałego dochodu, w skład których wchodzi fundusze obligacje i fundusze rynku pieniężnego, były mniej popularne – ich udział w ogólnej

Tabela 5. Zróżnicowanie krajów pod względem liczebności funduszy etycznych kontrolowanych przez pojedynczego administratora i długości okresu istnienia poszczególnych funduszy

| Kraje | Liczba funduszy | Liczba administratorów funduszy | Cechy | Parametry rozkładów | | | | | współczynnik zmienności |
|-----------------|-----------------|---------------------------------|------------------------------------|---------------------|---------|----------|------------------------|---------|-------------------------|
| | | | | średnia | minimum | maksimum | odchylenie standardowe | mediana | |
| Austria | 40 | 15 | liczba funduszy na administratora | 2,67 | 1 | 12 | 2,92 | 2 | 1,09 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 11,93 | 1,25 | 26,64 | 7,11 | 11,58 | 0,60 |
| Belgia | 182 | 8 | liczba funduszy na administratora | 22,75 | 1 | 125 | 41,99 | 10 | 1,85 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 5,77 | 2,10 | 21,67 | 3,39 | 4,82 | 0,59 |
| Francja | 222 | 61 | liczba funduszy na administratora | 3,64 | 1 | 21 | 3,98 | 2 | 1,09 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 11,83 | 1,05 | 48,79 | 8,23 | 10,42 | 0,70 |
| Hiszpania | 8 | 5 | liczba funduszy na administratora | 1,60 | 1 | 3 | 0,89 | 1 | 0,56 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 10,48 | 0,74 | 22,68 | 7,14 | 10,32 | 0,68 |
| Holandia | 40 | 8 | liczba funduszy na administratora | 5,00 | 1 | 25 | 8,26 | 1,5 | 1,65 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 10,35 | 0,87 | 23,24 | 6,23 | 11,20 | 0,60 |
| Niemcy | 48 | 22 | liczba funduszy na administratora | 2,18 | 1 | 9 | 1,94 | 1,5 | 0,89 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 9,73 | 1,01 | 41,69 | 7,30 | 7,49 | 0,75 |
| Polska | 7 | 3 | liczba funduszy na administratora | 2,33 | 1 | 5 | 2,31 | 1 | 0,99 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 5,54 | 3,37 | 8,46 | 1,77 | 5,93 | 0,32 |
| Szwecja | 37 | 11 | liczba funduszy na zarządzającego | 3,36 | 1 | 11 | 3,14 | 2 | 0,93 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 17,10 | 8,36 | 33,86 | 5,74 | 14,92 | 0,34 |
| Wielka Brytania | 74 | 38 | liczba funduszy na administratora | 1,95 | 1 | 10 | 1,84 | 1 | 0,95 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 12,69 | 0,00 | 29,61 | 7,79 | 12,87 | 0,61 |
| Włochy | 10 | 5 | liczba funduszy na administratora | 2,00 | 1 | 4 | 1,41 | 1 | 0,71 |
| | | | czas istnienia funduszu (w latach) | 12,14 | 7,00 | 16,59 | 3,43 | 10,87 | 0,28 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Vigeo.

wartości aktywów zarządzanych przez fundusze etyczne przekraczał 36%. Najmniejszy był udział funduszy mieszanych, wynoszący 12,82%. Taka struktura wyróżniała segment funduszy etycznych na tle całego rynku otwartych funduszy inwestycyjnych. Na rynku tym bowiem dominującą rolę odgrywały fundusze stałego dochodu (tab. 6).

Tabela 6. Struktura rodzajowa funduszy etycznych w badanych krajach na tle całego rynku otwartych funduszy inwestycyjnych (stan na koniec 2013 r.)

| | Wartość aktywów funduszy (miliardy euro) | | | | Udział aktywów etycznych UE-10 w ogóle europejskich |
|-----------------|--|----------------|-----------------|----------------|---|
| | wszystkie europejskie | | etyczne w UE-10 | | |
| Akcyjne | 2 222 | 34,25% | 37,99 | 47,12% | 1,71% |
| Stalego dochodu | 2 861 | 44,10% | 29,33 | 36,37% | 1,03% |
| Mieszane | 1 047 | 16,14% | 10,33 | 12,82% | 0,99% |
| Inne | 358 | 5,52% | 2,97 | 3,69% | 0,83% |
| Razem | 6 488 | 100,00% | 80,62 | 100,00% | 1,24% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Vigeo i [EFAMA 2013].

Fundusze akcyjne, które w segmencie funduszy etycznych zajmowały najsilniejszą pozycję, miały w aktywach zarządzanych przez wszystkie otwarte fundusze inwestycyjne mniejszy udział. Pozycja funduszy mieszanych, zarówno na całym rynku, jak i w segmencie funduszy etycznych, była najsłabsza.

Zaobserwowana na podstawie danych zagregowanych struktura segmentu funduszy etycznych uwzględniająca ich podział na fundusze akcyjne, stałego dochodu i mieszane nie odzwierciedla w pełni sytuacji panującej w poszczególnych krajach. Dlatego bardziej szczegółowej analizie poddano pozycję każdego z rodzajów funduszy etycznych w każdym z 10 badanych krajów (tab. 7).

Zjawiskiem występującym w większości krajów była dominacja pod względem liczebnym funduszy akcji – przewagi funduszy akcyjnych nie zaobserwowano jedynie w Niemczech, Hiszpanii i we Włoszech, w których najwięcej było funduszy mieszanych, oraz w Belgii, w której najliczniejsza była grupa funduszy należących do kategorii „inne”. Jednocześnie jednak typowy fundusz akcyjny w żadnym z badanych krajów z wyjątkiem Szwecji nie dysponował większymi aktywami niż pozostałe rodzaje funduszy etycznych. W 8 z 10 badanych krajów największa wartość aktywów znajdowała się pod zarządem przeciętnego funduszu stałego dochodu. Chociaż niektóre z analizowanych krajów miały swoją specyfikę, nie zaobserwowano występowania systematycznych różnic w strukturze rodzajowej funduszy etycznych między krajami o odmiennym poziomie rozwoju segmentu tych funduszy czy stopniu jego homogeniczności. Należy więc przyjąć, że struktura rodzajowa nie jest uwarunkowana żadnym z tych czynników.

Wyniki przeprowadzonych badań obejmujących 10 krajów Unii Europejskiej dowodzą, że nie istnieje uniwersalny standard określający strukturę rynku SRI. Sto-

Tabela 7. Struktura funduszy etycznych w podziale na rodzaje w poszczególnych krajach

| Kraj | Rodzaj funduszu | Liczba funduszy | Fundusze danej kategorii jako odsetek ogółu funduszy etycznych | Suma | Minimum | Maksimum | Średnia | Odchylenie standardowe | Współczynnik zmienności | Mediana |
|-----------|-----------------|-----------------|--|----------|---------|----------|---------|------------------------|-------------------------|---------|
| Austria | Mieszane | 9 | 22,50% | 420,4 | 3,5 | 127,4 | 46,7 | 55,362 | 1,19 | 14,0 |
| | Akcyjne | 18 | 45,00% | 610,9 | 3,0 | 218,7 | 33,9 | 51,008 | 1,50 | 12,7 |
| | Stalego dochodu | 13 | 32,50% | 2 432,0 | 12,1 | 705,5 | 187,1 | 203,369 | 1,09 | 124,0 |
| | Ogółem | 40 | 100,00% | 3 463,3 | 3,0 | 705,5 | 86,6 | 139,646 | 1,61 | 34,7 |
| Belgia | Mieszane | 6 | 3,30% | 428,2 | 5,0 | 173,9 | 71,4 | 61,801 | 0,87 | 51,5 |
| | Akcyjne | 14 | 7,70% | 1 002,8 | 0,0 | 179,9 | 71,6 | 68,969 | 0,96 | 40,3 |
| | Stalego dochodu | 6 | 3,30% | 1 381,6 | 9,6 | 928,8 | 230,3 | 350,009 | 1,52 | 115,1 |
| | Inne | 156 | 85,70% | 1 922,5 | 0,0 | 82,9 | 12,3 | 12,799 | 1,04 | 8,5 |
| Francja | Ogółem | 182 | 100,00% | 4 735,1 | 0,0 | 928,8 | 26,0 | 75,797 | 2,91 | 9,8 |
| | Mieszane | 27 | 12,20% | 979,5 | 1,0 | 186,6 | 36,3 | 42,374 | 1,17 | 17,1 |
| | Akcyjne | 108 | 48,60% | 15 895,7 | 0,0 | 2233,4 | 147,2 | 319,985 | 2,17 | 37,0 |
| | Stalego dochodu | 76 | 34,20% | 19 438,6 | 0,0 | 3933,3 | 255,8 | 572,115 | 2,24 | 51,8 |
| Hiszpania | Inne | 11 | 5,00% | 604,2 | 10,4 | 262,0 | 54,9 | 71,005 | 1,29 | 34,5 |
| | Ogółem | 222 | 100,00% | 36 918,0 | 0,0 | 3933,3 | 166,3 | 408,298 | 2,46 | 35,1 |
| | Mieszane | 5 | 62,50% | 117,3 | 5,6 | 61,3 | 23,5 | 22,772 | 0,97 | 19,1 |
| | Akcyjne | 2 | 25,00% | 13,1 | 0,6 | 12,5 | 6,6 | 8,415 | 1,28 | 6,6 |
| Holandia | Inne | 1 | 12,50% | 4,8 | 4,8 | 4,8 | 4,8 | . | . | 4,8 |
| | Ogółem | 8 | 100,00% | 135,2 | 0,6 | 61,3 | 16,9 | 19,715 | 1,17 | 9,3 |
| | Mieszane | 11 | 27,50% | 2 899,9 | 0,7 | 1818,4 | 263,6 | 532,544 | 2,02 | 84,5 |
| | Akcyjne | 23 | 57,50% | 3 896,8 | 0,1 | 478,7 | 169,4 | 150,637 | 0,89 | 127,7 |
| Ogółem | Stalego dochodu | 5 | 12,50% | 1 952,9 | 115,4 | 888,4 | 390,6 | 317,951 | 0,81 | 317,7 |
| | Inne | 1 | 2,50% | 35,0 | 35,0 | 35,0 | 35,0 | . | . | 35,0 |
| | Ogółem | 40 | 100,00% | 8 784,6 | 0,1 | 1818,4 | 219,6 | 320,220 | 1,46 | 128,5 |

| | | | | | | | | | | |
|--------------------|-----------------|----|---------|----------|-------|--------|-------|---------|------|-------|
| Niemcy | Mieszane | 21 | 43,80% | 2 563,9 | 0,0 | 1041,1 | 122,1 | 233,249 | 1,91 | 31,1 |
| | Akcyjne | 16 | 33,30% | 817,5 | 4,2 | 131,0 | 51,1 | 41,357 | 0,81 | 39,6 |
| | Stalego dochodu | 10 | 20,80% | 1 199,4 | 9,5 | 422,0 | 119,9 | 142,353 | 1,19 | 61,8 |
| | Inne | 1 | 2,10% | 278,7 | 278,7 | 278,7 | 278,7 | . | . | 278,7 |
| Polska | Ogółem | 48 | 100,00% | 4 859,5 | 0,0 | 1041,1 | 101,2 | 171,383 | 1,69 | 34,9 |
| | Mieszane | 1 | 14,29% | 7,3 | 7,3 | 7,3 | 7,3 | . | . | 7,3 |
| | Akcyjne | 4 | 57,14% | 4,9 | 0,3 | 103,8 | 27,5 | 50,930 | 1,86 | 2,8 |
| | Stalego dochodu | 2 | 28,57% | 42,6 | 2,2 | 40,4 | 21,3 | 27,020 | 1,27 | 21,3 |
| Szwecja | Ogółem | 7 | 100,00% | 159,7 | 0,3 | 103,8 | 22,8 | 38,390 | 1,68 | 4,9 |
| | Mieszane | 4 | 10,80% | 665,0 | 82,2 | 398,0 | 166,3 | 154,782 | 0,93 | 92,4 |
| | Akcyjne | 30 | 81,10% | 4 322,7 | 6,8 | 575,7 | 144,1 | 146,300 | 1,02 | 103,9 |
| | Stalego dochodu | 3 | 8,10% | 277,3 | 49,5 | 132,8 | 92,4 | 41,709 | 0,45 | 95,0 |
| Włochy | Ogółem | 37 | 100,00% | 5 265,0 | 6,8 | 575,7 | 142,3 | 140,031 | 0,98 | 102,2 |
| | Mieszane | 4 | 40,00% | 483,1 | 8,8 | 234,7 | 120,8 | 95,386 | 0,79 | 119,8 |
| | Akcyjne | 3 | 30,00% | 150,5 | 11,4 | 83,0 | 50,2 | 36,167 | 0,72 | 56,1 |
| | Stalego dochodu | 3 | 30,00% | 654,2 | 161,3 | 263,9 | 218,1 | 52,167 | 0,24 | 229,0 |
| Wielka Brytania | Ogółem | 10 | 100,00% | 1 287,8 | 8,8 | 263,9 | 128,8 | 93,135 | 0,72 | 119,8 |
| | Mieszane | 10 | 13,51% | 1 769,7 | 0,0 | 505,8 | 177,0 | 177,700 | 1,00 | 107,7 |
| | Akcyjne | 52 | 70,27% | 11 170,9 | 0,0 | 1369,1 | 214,8 | 227,274 | 1,06 | 133,2 |
| | Stalego dochodu | 9 | 12,16% | 1 947,7 | 29,0 | 468,2 | 216,4 | 134,178 | 0,62 | 201,5 |
| Ogółem | Inne | 3 | 4,05% | 127,0 | 0,0 | 93,6 | 42,3 | 47,435 | 1,12 | 33,4 |
| | Ogółem | 74 | 100,00% | 15 015,3 | 0,0 | 1369,1 | 202,9 | 208,062 | 1,03 | 133,2 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Vigeo i [EFAMA 2013].

sowane podejście do inwestowania etycznego i pozycja funduszy etycznych, ich liczba i wartość aktywów znajdujących się w ich dyspozycji, a także stopień zróżnicowania funduszy pod względem rozmiarów i klas aktywów znajdujących się w ich portfelach różnią się w zależności od kraju. Wskazuje to na istotne znaczenie lokalnych uwarunkowań instytucjonalnych i rynkowych. Jednocześnie jednak mimo występującego zróżnicowania da się wyodrębnić grupy krajów, w których istniejące segmenty funduszy etycznych wykazują pewne podobieństwa. Grupy te mogą być traktowane jako reprezentujące odmienne rozwiązania modelowe stanowiące alternatywne wzorce dla krajów, w których segment funduszy etycznych znajduje się *in statu nascendi*.

Pod względem stopnia rozwoju segmentu funduszy etycznych, dających szerokiej rzeszy inwestorów możliwość lokowania wolnych środków w sposób odpowiadający ich systemowi wartości, Polska znajduje się na poziomie Hiszpanii. Obydwa te kraje dzieli jednak duży dystans od pozostałych badanych państw członkowskich Unii Europejskiej, szczególnie tych, zajmujących wiodącą pozycję w dziedzinie SRI.

4. Zakończenie

Dotychczasowa ewolucja inwestowania etycznego doprowadziła do jego przekształcenia z innowacji na rynku finansowym w zjawisko stanowiące trwały element tego rynku. W krajach Unii Europejskiej popularność tego typu inwestowania wzrasta, chociaż tempo, w jakim się to odbywa, nie jest we wszystkich krajach jednakowe. Przeprowadzone badania wykazały, że między krajami UE występują istotne różnice w podejściu do zarządzania aktywami w ramach SRI, dostępności inwestycji etycznych dla szerokiego grona inwestorów indywidualnych uwarunkowanej poziomem rozwoju segmentu otwartych etycznych funduszy inwestycyjnych, strukturze tego segmentu czy konstrukcji portfeli funduszy pod względem znajdujących się w nich klas aktywów. Polska na tle pozostałych krajów wyróżnia się bardzo niewielką wartością aktywów zarządzanych w ramach inwestycji etycznych, ale jednocześnie najwyższym tempem przyrostu tych aktywów. Ponadto cechuje ją słabo rozwinięty segment otwartych etycznych funduszy inwestycyjnych, który charakteryzuje się umiarkowanym stopniem heterogeniczności w połączeniu z niewielkimi rozmiarami przeciętnego funduszu. W Polsce, podobnie jak w większości innych badanych krajów, dominowały pod względem liczebnym fundusze akcyjne, chociaż największa wartość aktywów znajdowała się pod zarządem funduszy stałego dochodu.

Rodzimy rynek inwestycji etycznych jest na początku drogi swojego rozwoju. Polska, będąc krajem o największym rynku finansowym wśród nowych członków Unii Europejskiej, ma jednak duży potencjał. Potencjał ten może pozostać niewykorzystany – jak dowodzi przykład Hiszpanii, nawet znacznie większe rozmiary rynku finansowego nie gwarantują rozwoju rynku SRI. W Unii Europejskiej inwestowanie etyczne cieszy się największym zainteresowaniem w tych krajach, w których wystę-

pują najbardziej sprzyjające warunki instytucjonalne. Istniejące w nich rozwiązania stanowią dobry punkt odniesienia dla wypracowania rodzimych mechanizmów służących zwiększeniu popularności SRI w Polsce.

Literatura

- Amable B., 2003, *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford University Press, Oxford.
- Baza danych Vigeo, zawierająca informacje o funduszach etycznych, pozyskana bezpośrednio od firmy w 2014 r.
- Boyer R., 1997, *French Statism at the Crossroads*, [w:] C. Crouch, W. Streeck (eds.), *Political Economy of Modern Capitalism*, Sage, Londyn.
- Czerwotka M., Staniszevska A., 2013, *Inwestowanie etyczne w religiach świata*, Nauki o Finansach, nr 1(14), s. 131-143.
- Deloitte, 2011, *Decyzje inwestycyjne a społeczna odpowiedzialność firm*, <http://www2.deloitte.com>.
- Deloitte, 2012, *Decyzje inwestycyjne a odpowiedzialny biznes*, <http://www2.deloitte.com>.
- Dziawgo L., 2010, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa.
- EFAMA, 2013, *Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Trends in the Second Quarter 2013*, www.efama.org.
- Eurosif, 2014, *European SRI Study 2014*, www.eurosif.org.
- Hall P., Soskice D. (eds.), 2001, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- IZFiA, 2013, *Aktywa funduszy inwestycyjnych 30.06.2013*, <http://www.izfa.pl>.
- Kreander N., McPhail K., Molyneaux D., 2004, *God's fund managers. A Critical Study of Stock Market Investment Practices of The Church of England and UK Methodists*, *Accounting Auditing & Accountability Journal*, vol. 17, no. 3, s. 408-441.
- Louche C., Arenas D., van Cranenburgh K.C., 2012, *From preaching to investing: attitudes of religious organizations towards responsible investment*, *Journal of Business Ethics*, vol. 110, no. 3, s. 301-320.
- Rogowski W., Ulianiuk A., 2011, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część I: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI)*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, nr 112.
- Schmidt V., 2002, *The Futures of European Capitalism*, Oxford University Press, Oxford.
- Vigeo, 2013, Green, *Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market*, www.vigeo.com.