

TERESA CZERWIŃSKA

## Spółeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych

*Formułując politykę inwestycyjną fundusze emerytalne – jako organizacje o charakterze społeczno-gospodarczym, mające akumulować i pomnażać powierzony przez klientów kapitał o charakterze wieloletnim nie mogą ignorować oczekiwań otoczenia społecznego. Efekty realizacji polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych wpływają bowiem explicite lub implicite na poziom i jakość życia społeczeństwa, które w długim horyzoncie czasowym jest właścicielem, partycypującym w ryzyku, powierzonego kapitału. Zatem, fundusze emerytalne powinny uwzględnić w działalności inwestycyjnej, obok kryteriów mierzalnych: ryzyko-dochód, również kryteria jakościowe: etyczne, ekologiczne i społeczne. W pracy podjęto problematykę społecznie odpowiedzialnego inwestowania funduszy emerytalnych oraz jej perspektyw i kluczowych problemów implementacji na gruncie polskiego rynku emerytalnego.*

### Wprowadzenie

Fundusze emerytalne, jako instytucje pośrednictwa finansowego, spełniają z jednej strony funkcje związane z zarządzaniem kapitałem swoich klientów w ich ekonomicznym interesie, z drugiej zaś jako prywatne podmioty rynkowe – zabezpieczają interesy swoich właścicieli zgodnie z preferencjami w zakresie akceptowanego poziomu ryzyka i dochodu. Obydwie te funkcje są powiązane ze sobą, co więcej – w długim okresie spełnienie drugiej funkcji jest warunkowane umiejętnością i możliwością pełnienia służebnej funkcji na rzecz swoich klientów<sup>1</sup>. Formułując politykę inwestycyjną fundusze emerytalne jako organizacje o charakterze społeczno-gospodarczym, mające akumulować i pomnażać powierzony przez klientów kapitał o charakterze wieloletnim nie mogą ignorować oczekiwań otoczenia społecznego. W tym kontekście coraz częściej przy formułowaniu założeń polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych pojawia się idea odpowiedzialności społecznej biznesu, nazywana „brakującym ogniwem kapitalizmu”<sup>2</sup>, której wyrazem jest filozofia

---

1. Por. D. Korenik, S. Korenik, *Podstawy finansów*, PWN, Warszawa 2004, s. 23.

2. E. R. Freeman, J. Liedtka, *Corporate Social Responsibility: A Critical Approach. Business Horizons*, July-August, 1991, s. 92.

społecznie odpowiedzialnego inwestowania<sup>3</sup> (*Social Responsible Investment (SRI)*). Celem publikacji jest przedstawienie koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania oraz wskazanie perspektyw i kluczowych problemów jej implementacji na gruncie polskiego rynku emerytalnego.

## 1. Istota koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania<sup>4</sup> jest elementem szerszej koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsible – CSR*)<sup>5</sup>. Studia literatury przedmiotu wykazują, że większość spotykanych ujęć istoty koncepcji SRI odwołuje się do konieczności wkomponowania w proces inwestycyjny, oprócz kryteriów czysto ekonomicznych, również wartości etycznych, interesów społecznych, ekologicznych oraz budowania dialogu z interesariuszami<sup>6</sup>. SRI polega na posługiwaniu się, obok relacji ryzyko – dochód, etycznymi i społecznymi kryteriami w procesie alokacji kapitału i zarządzania portfelem inwestycji. Istotną różnicą w relacji do „standardowego” procesu inwestycyjnego jest uwzględnienie szerszego kontekstu podejmowania decyzji inwestycyjnych, poszukiwanie konsensusu rachunku ekonomicznego opłacalności inwestycji i odpowiedzialności inwestora lokującego kapitał za długoterminowe skutki inwestycji. Należy zaznaczyć, że koncepcja SRI, ze względu na różnice natury światopoglądowej i religijnej, odwołuje się z reguły do uniwersalnych wartości etycznych i społecznych, tj. przestrzeganie przez korporacje praw człowieka, bojkotowanie produkcji broni, respektowanie szeroko pojętej zgodności działalności człowieka ze środowiskiem naturalnym, np. nietestowanie produktów na zwierzętach, korzysta-

3. nazywana też „zrównoważonym” lub „etycznym” inwestowaniem

4. Nie jest to koncepcja zupełnie nowa, bowiem już w latach 20-tych XX wieku Kościół Metodystów w Wielkiej Brytanii podejmował decyzje inwestycyjne w oparciu o kryteria etyczne, tj. wykluczenie z obszaru możliwości inwestycyjnych akcji przedsiębiorstw z branż: alkoholowej, tytoniowej, zbrojeniowej oraz prowadzących gry hazardowe. Następnie idea ta rozszerzała się na fali wzrostu świadomości ekologicznej i społecznej oraz aktywizacji drobnego akcjonariatu.

5. CSR jest koncepcją, zgodnie z którą przedsiębiorstwa dobrowolnie w swoich działaniach i interakcjach z interesariuszami łączą troskę o społeczność i środowisko w jedność z prowadzonym biznesem. Przedstawia się społeczną odpowiedzialność biznesu jako integralną część zarządzania strategicznego, co wymaga wprowadzenia nowych metod zarządzania przedsiębiorstwem oraz edukacji, zwłaszcza kadry menedżerskiej (zob. szerzej w: *Corporate Social Responsibility. Partners for Progress*, OECD 2001; B. Rok, *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii W Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004; A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 37-42; T. Gasiński, G. Piekalski, *Zrównoważony biznes: podręcznik dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Ministerstwo Gospodarki 2009).

6. Zob.: R. Sparkes, *Socially Responsible investment: a global revolution*, J. Willey& Sons, Ontario – Canada 2002, s. 22-26; *Principles for Responsible Investment*, UN Global Compact 2008; A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, D. Siegel, *The Oxford Handbook of corporate social responsibility*, Oxford University Press, Oxford 2008; *Socially Responsible Investment by Pension Funds – a state of the Knowledge Report*, Ellipson, Basel 2000; S. Kekäläinen, *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the Department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004; *How Responsible is Socially Responsible Investment?* OECD Workshop on Issues in Pension Reform, Australia, March 2002.

nie z surowców wtórnych i energii alternatywnej. Inwestorzy stosujący koncepcję SRI z reguły koncentrują się na obszarach związanych z:<sup>7</sup>

- warunkami pracy – przestrzegania praw człowieka, norm BHP, niewykorzystywania dzieci, partycypacja pracownicza, rozwój i doskonalenie kwalifikacji, sprawiedliwe płace;
- dobrem społecznym – zaangażowanie w działalność na rzecz społeczności lokalnych, współpraca z organizacjami pozarządowymi, wolontariat;
- wartościami kulturowymi i religijnymi – bojkotowanie przedsięwzięć związanych z: produkcją i dystrybucją broni, pornografią, hazardem, przeciwdziałanie korupcji;
- ochroną środowiska naturalnego – wspieranie przedsięwzięć dotyczących nowych technologii związanych z redukcją zużycia zasobów nieodnawialnych, zagospodarowaniem odpadów, zmniejszeniem efektu cieplarnianego;
- etyką działalności gospodarczej – przestrzeganie zasad uczciwego handlu, monitoring jakości, inwestowanie w kapitał intelektualny, dialog z klientami i innymi partnerami w biznesie, dostarczanie na rynek produktów i usług bezpiecznych dla ludzi i środowiska.

W praktyce większość inwestorów stosuje własny zbiór kryteriów SRI, stanowiący pewną kombinację wymienionych powyżej zagadnień. Badania wykazują, że w krajach anglosaskich SRI koncentruje się bardziej na kryteriach z zakresu wartości religijnych, kulturowych oraz społecznych, natomiast w Europie bardziej skupia się na zagadnieniach ochrony środowiska, warunków pracy oraz etyki biznesu<sup>8</sup>. Studia literatury przedmiotu oraz obserwacja praktyki gospodarczej pozwalają wyróżnić w ramach nurtu SRI następujące strategie inwestycyjne:<sup>9</sup>

- wykluczenia etyczne (*ethical exclusions*) – polega na stosowaniu listy kryteriów natury etycznej (tzw. filtry) eliminujących niektóre aktywa, podmioty lub branże w procesie tworzenia portfela inwestycji, np. spółki z branży tytoniowej, zbrojeniowej;
- selekcja pozytywna (*positive screening*) – polega na poszukiwaniu podmiotów, które przejawiają zaangażowanie w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu (lub np. oferujące ekologiczne produkty, usługi) oraz włączanie emitowanych przez nie instrumentów finansowych do portfela inwestycji;
- rangowanie aktywów inwestycyjnych (*best-in-class*) – klasyfikowanie dostępnych aktywów inwestycyjnych ze względu na zaangażowanie ich emitentów w społeczną odpowiedzialność biznesu i włączanie do portfela inwestycji wiodących w swojej branży czy też klasie aktywów inwestycyjnych;
- selekcja sektorowa (*pioneer screening/ thematic investment propositions*) – polega na doborze do portfela inwestycji instrumentów emitowanych przez podmioty funkcjonujące zgodnie z koncepcją CSR należące do wybranego sektora (portfele tema-

7. Por.: *Socially Responsible Investment by Pension Funds – a state of the Knowledge Report*, Ellipson, Basel 2000; *Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies. A Manual for Investors*, CFA Institute 2008; B. Rok, *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii W Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004, s. 20-21.

8. *European SRI Study 2006*, www.eurosif.

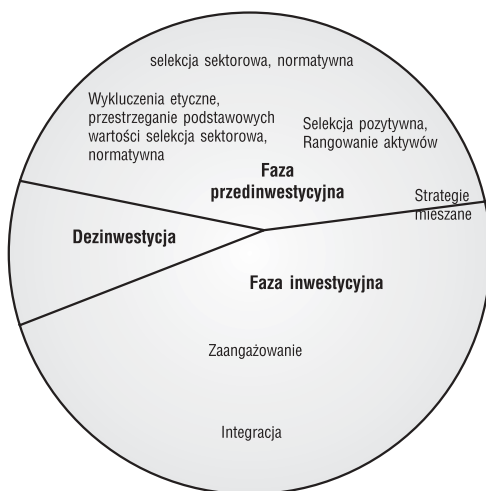
9. *European SRI Study 2006*, www.eurosif.

tyczne) lub tworzenie portfela z instrumentów emitowanych przez podmioty poszukujące rozwiązań w zakresie globalnych problemów cywilizacyjnych, np. zmiany klimatyczne, technologie zmniejszające zużycie zasobów nieodnawialnych;

- selekcja normatywna (*norms-based screening*) – eliminowanie w procesie inwestycyjnym instrumentów emitowanych przez podmioty, które nie respektują regulacji normatywnych i standardów wypracowanych przez instytucje międzynarodowe, tj. np.: OECD, ILO, ONZ, UNICEF;
- przestrzeganie podstawowych wartości (*simple screens/simple exclusions*) – podejście, które wyklucza z inwestycji wybrane sektory, np.: produkcja broni, artykuły testowane na zwierzętach, jak również wykluczenie krajów, podmiotów nierespektujących podstawowych praw człowieka;
- zaangażowanie (*engagement*) – polega na wywieraniu przez zarządzających portfelem inwestycji wpływu, głównie za pośrednictwem dialogu oraz polityki nadzoru właścicielskiego, na przedsiębiorstwa w celu zachęcenia ich do angażowania się w praktyki odpowiedzialnego biznesu;
- integracja (*integration*) – trwałe włączenie przez zarządzających portfelem inwestycji kryteriów dotyczących praktyk odpowiedzialnego biznesu do analizy finansowej i oceny inwestycji.

Należy zaznaczyć, że wymienione strategie SRI w praktyce postrzegane są jako komplementarne względem siebie i adresowane do innych faz procesu inwestycyjnego funduszu emerytalnego. Selekcja pozytywna oraz różnego typu wykluczenia stosowane są na etapie tworzenia portfela inwestycyjnego przy doborze aktywów, natomiast strategia zaangażowania i integracji – podczas bieżącego zarządzania portfelem inwestycji (Schemat 1).

**Schemat 1. Implementacja strategii SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych**

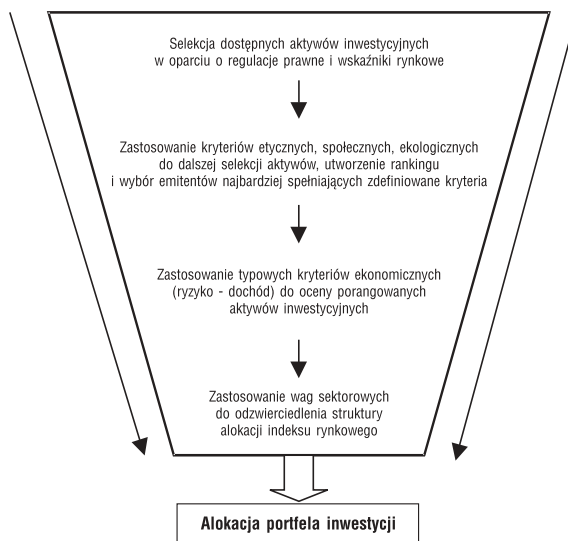


Źródło: opracowanie własne na podstawie: „Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005”, Eurocif

Strategie wykluczania są historycznie najstarsze wśród praktyk SRI. Są one wykorzystywane przez zarządzających z reguły w celu złożenia otoczeniu czytelnej deklaracji dotyczącej postawy funduszu emerytalnego w zakresie wartości etycznych, co przyczynia się do nawiązania bardziej efektywnej komunikacji z członkami funduszu i opinią publiczną<sup>10</sup>. Najbardziej popularne są one w krajach skandynawskich, gdzie selekcja w zakresie przestrzegania standardów i regulacji oraz wykluczenia etyczne, stanowią pewien standard minimum w procesie tworzenia portfela inwestycji funduszy emerytalnych. Aplikacja strategii SRI polegającej na różnego rodzaju wykluczeniach z obszaru inwestycji, może przyczynić się do wzrostu ryzyka portfela inwestycji funduszu, poprzez zaburzenie racjonalnej struktury alokacji geograficznej i sektorowej w ramach dostępnych aktywów inwestycyjnych, co z kolei negatywnie wpłynie na wyniki zarządzania portfelem inwestycji w relacji do rynkowego *benchmarku*. Niemniej jednak, jak wykazują badania, fundusze emerytalne stosujące strategie polegające na wykluczeniu wykazują jedynie nieznaczne zmiany poziomu ryzyka portfela inwestycji<sup>11</sup>.

Strategie selekcji pozytywnej oraz rangowania aktywów mają wielu zwolenników głównie z powodu transparentności oraz kompleksowego podejścia do problemu doboru spółek do portfela (Schemat 2).

**Schemat 2. Aplikacja strategii rangowania aktywów inwestycyjnych w procesie alokacji portfela inwestycji funduszu emerytalnego**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: „Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005”, Eurocif

10. Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005, Eurocif.

11. zob.: Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors, UNEP Finance Initiative and Mercer 2007; Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005, Eurocif.

Jednakże, podobnie jak w przypadku strategii wykluczania, należy zwrócić uwagę na to, że strategię te redukują możliwości dywersyfikacji portfela inwestycji oraz mogą okazać się w sprzeczności z limitami określonymi w regulacjach prawnych i ostrożnościowych, np. powszechnie stosowane limity koncentracji aktywów funduszu emerytalnego w instrumentach jednego emitenta. Warto również wspomnieć o problemie aplikacji wspomnianych strategii na małych, skoncentrowanych rynkach giełdowych, gdzie np. wykluczenie kilku dużych spółek wiąże się ze znacznym ryzykiem. Badania wykazują, że rozmiar rynku inwestycyjnego w sposób kluczowy determinuje wpływ aplikacji strategii rangowania na wyniki zarządzania portfelem inwestycji w relacji do *benchmarku*<sup>12</sup>.

Strategia zaangażowania jest najbardziej otwartą strategią SRI, bowiem zgodnie z tą strategią fundusz emerytalny może nabywać aktywa w każdej branży bez kreowania specyficznych obszarów zainteresowania bądź odrzucenia. Z reguły w praktyce strategia ta koncentruje się na zagadnieniach *corporate governance*, zwłaszcza na respektowaniu prawa inwestorów do współdecydowania o spółce. Często wymienianą zaletą strategii zaangażowania jest możliwość wykorzystywania szerokiego instrumentarium w celu wpływu na spółkę emitenta, m.in.: spotkania z kierownictwem spółki, rezolucje wyrażające stanowisko inwestora, realizacja polityki głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, a w ostateczności wyjście z inwestycji<sup>13</sup>. Wadą zaś, jest konieczność ciągłego monitorowania aktywności spółek wchodzących w skład portfela inwestycji, co generuje dodatkowe koszty dla zarządzających funduszem emerytalnym.

Podsumowując, według danych statystycznych, w Europie *gros* rynku SRI stanowią inwestycje realizowane zgodnie ze strategiami: zaangażowania, selekcji normatywnej oraz integracji (zaliczanymi do tzw. *broad SRI*) – 81 proc. wszystkich inwestycji społecznie odpowiedzialnych w 2007 roku<sup>14</sup>. Strategie zaliczane do *broad SRI* implementowane są przede wszystkim: we Włoszech, Belgii i w Wielkiej Brytanii – ponad 93 proc. całego rynku SRI. Natomiast, strategie: wykluczeń etycznych oraz selekcji pozytywnej i rangowania aktywów, (zaliczane do tzw. *core SRI*) dominują w: Niemczech, Austrii i Szwajcarii<sup>15</sup>.

## 2. Determinanty społecznej odpowiedzialności inwestycji funduszy emerytalnych

Mając na uwadze, iż poruszana problematyka społecznej odpowiedzialności inwestycji jest niezwykle złożona i wielowątkowa, wśród uwarunkowań implementacji koncepcji SRI w działalności funduszy emerytalnych można wyodrębnić determinanty:

- społeczne – czynniki związane ze zmianą paradygmatu postrzegania roli instytucji finansowych w społeczeństwie,
- prawne – regulacje normatywne dotyczące aplikacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych,

---

12. Zob.: *Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005*, Eurocif.

13. zob. *Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005*, Eurocif.

14. *European SRI Study 2008*, Eurocif ([www.eurocif.org](http://www.eurocif.org)).

15. *European SRI Study 2008*, Eurocif ([www.eurocif.org](http://www.eurocif.org)).

- ekonomiczne – czynniki związane z poszukiwaniem nowych możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz umocnieniem pozycji konkurencyjnej na rynku oszczędności emerytalnych.

Studia literatury przedmiotu skłaniają do wniosku, że u podłoża implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych leżą przede wszystkim uwarunkowania społeczne<sup>16</sup>. Skalę zainteresowania społecznego koncepcją SRI ilustrują badania, które wykazały, że na wysoko rozwiniętych rynkach kapitałowych ok. 50 proc. inwestorów indywidualnych bierze pod uwagę kryteria SRI przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych<sup>17</sup>. Obecnie obserwuje się pewną ewolucję paradygmatu roli organizacji gospodarczych w społeczeństwie: od biznesu, którego jedynym rodzajem społecznej odpowiedzialności jest dążenie do maksymalizacji majątku właścicieli na tyle, na ile pozostaje to w zgodzie z regułami konkurencyjnego rynku<sup>18</sup>, do przedsiębiorstwa, które ma wiele zobowiązań w stosunku do swojego otoczenia, a właściciele nie są jedynym i najważniejszym podmiotem, któremu powinna być podporządkowana jego działalność<sup>19</sup>. Przedsiębiorstwa zaczynają być postrzegane jako integralny element społeczeństwa, wchodzący w interakcje nie tylko z otoczeniem gospodarczym, co powoduje, że ich decyzje rodzą również krótko- i długofalowe, istotne skutki społeczne. Zatem jak stwierdza J. Penc, powstaje „(...) nowa ekonomika, nowa teoria racjonalności gospodarowania syntetyzująca kryteria sprawności ekonomicznej, jej przesłanki etyczne oraz konsekwencje społeczne”<sup>20</sup>. Wzrost świadomości społecznej oraz rozwój tzw. kapitalizmu powierniczego powodują, że nasila się presja społeczna również na instytucje pośrednictwa finansowego uwzględniania kryteriów pozaekonomicznych w realizowanej działalności gospodarczej. Jest to szczególnie istotne dla funduszy emerytalnych, bowiem, ich pozycja rynkowa – jako instytucji powierniczej – w znacznie większym stopniu zależy od zaufania i dobrych relacji z podstawowymi grupami interesariuszy niż w przypadku „tradycyjnych” przedsiębiorstw<sup>21</sup>.

16. Zob.: S. Kekäläinen, *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the Department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004; M. Mansley, *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Funds and Institutional Investors*, UK Monitor Press 2000; J. Solomon, A. Solomon, S. Norton, *Socially Responsible Investment in the UK: Drivers and Current Issues*, „Journal of General Management” 2002, vol. 27 nr 3, s.1-13.
17. Badania przeprowadzono w Stanach Zjednoczonych przez Investment Company Institute (zob.: S. K. Hayes, *Socially Responsible Mutual Funds: Issues to Consider When Investing with Your Conscience*, „Journal of Financial Service Professionals” September 2005, s. 59-63).
18. M. Friedman, *Kapitalizm i wolność*, Centrum im. A. Smitha i Rzeczpospolita, Warszawa 1993, s. 127-128 (za: P. Kulawczuk, *Determinanty społecznej odpowiedzialności instytucji finansowych w Polsce*, w: M. Bąk, P. Kulawczuk (red.), *Spółeczna odpowiedzialność instytucji finansowych*, Instytut Badań na Demokrację i Przedsiębiorstwem Prywatnym, Warszawa 2009, s. 22).
19. Zob. K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Wyd. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 40.
20. J. Penc, *Zarządzanie w warunkach globalizacji*, Difin, Warszawa 2003, s. 88. zob. też: A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 39.
21. Por.: A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 33. Relacje funduszu emerytalnego z członkami cechuje pewna „kruchosc” uwarunkowana niematerialnym charakterem usług finansowych, wynikająca z charakteru relacji



Kolejną istotną grupą determinantów implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych są uwarunkowania prawne. Wzrost świadomości w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu oraz presja społeczna spowodowały, że w 2001 roku Komisja Europejska zajęła wyraźne stanowisko w tej sprawie publikując: *Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*. Dokument ten zaleca krajom członkowskim wypracowanie odpowiednich narodowych rozwiązań legislacyjnych w celu zapewnienia podstaw do rozwoju praktyk CSR. Obecnie w Europie co najmniej osiem państw wprowadziło już krajowe regulacje legislacyjne dotyczące aplikacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych. Do krajów tych należą: Wielka Brytania – od 2000 roku, Francja, Niemcy i Szwecja – od 2001 roku; Belgia, Norwegia i Włochy – od 2004 roku oraz Austria – od 2005 roku<sup>22</sup>. Ponadto, ustawodawstwo w dziedzinie SRI zainicjowały również: Holandia, Dania, Szwajcaria i Hiszpania. Najbardziej restrykcyjne regulacje dotyczące SRI dla rynku emerytalnego wprowadzono w Szwecji i Norwegii, gdzie kwestie SRI dla funduszy emerytalnych ujęte są w formie obligatoryjnych wytycznych<sup>23</sup> i propozycji rozwiązań w zakresie aplikacji. Od stycznia 2001 roku regulacje prawne nakładają na pięć największych państwowych funduszy emerytalnych<sup>24</sup> prowadzących działalność w Szwecji obowiązek uwzględnienia w polityce inwestycyjnej, poza kryteriami ryzyko – dochód, kryteriów społecznych, etycznych i ekologicznych oraz rocznego raportowania o respektowaniu tych kryteriów. Wdrożone przez fundusze emerytalne strategie SRI są zróżnicowane, aczkolwiek opierają się one w głównej mierze na wykluczeniach etycznych, selekcji normatywnej (głównie fundusze: AP:1, AP:3 i AP:7), rangowaniu aktywów inwestycyjnych oraz zaangażowania (koncentrują się przede wszystkim na zagadnieniach *corporate governance*) (głównie fundusze: AP:2, AP:4).

W Wielkiej Brytanii, która jako pierwsza zainicjowała ustawodawstwo w dziedzinie SRI, regulacje prawne nakładają na zarządzającego funduszem (powiernika) obowiązek

---

między stronami kontraktu: właściciel kapitału – instytucja powiernictwa, co implikuje, że zaufanie dla funkcjonowania funduszy emerytalnych jest sprawą kluczową. (Zob.: Z. Polański, *Struktura systemu finansowego*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2003, s. 23; T. T. Czerwińska, *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych istota, uwarunkowania, instrumenty*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009, s. 25-26). Utrata zaufania do instytucji ubezpieczeniowych jest jedną z głównych przyczyn powstania kryzysu na rynku ubezpieczeń (na problem ten zwracają uwagę: R. W. Cooper, G. L. Frank, A. P. Williams, *The Life Insurance Industry's Ethical Environment: has it improved in the New Millennium?* „Journal of Financial Service Professionals” November 2003, s. 38-50; R. Holly, *Polski rynek ubezpieczeń na życie - czas prawdy, czas próby*, w: *Zjawisko rezygnacji z polis życiowych*, „Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych” 2004, KNUiFE, Warszawa 2004, s. 88 i nast.). Jak wykazują badania przeprowadzone w USA, zaufanie jest kluczowym czynnikiem przy zawieraniu transakcji ubezpieczeniowych, bowiem 75 proc. badanych, którzy deklarują zaufanie do reprezentantów firm ubezpieczeniowych kupuje polisy ubezpieczeniowe. Natomiast, ponad 96 proc. badanych wskazuje reputację firmy ubezpieczeniowej jako jeden z najważniejszych czynników decydujących o zawarciu polisy ubezpieczeniowej. (zob. B. K. Atchinson, *Ethics after Enron: The Next 10 Years in the Financial Services Profession*, „Journal of Financial Service Professionals” January 2005, s.56-60).

22. Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005, Eurocif.

23. The Norwegian Government Pension Fund-Global's Ethical Guidelines

24. Swedish National Pension Funds (AP Fund: AP:1, AP:2, AP:3, AP:4 i AP:7).



raportowania uwzględnienia (lub pominięcia) kryteriów społecznych, ekologicznych i etycznych w procesie inwestycyjnym oraz polityki w zakresie wykonywania praw związanych z aktywami wchodzącymi w skład portfela inwestycji (np. wykonywania prawa głosu)<sup>25</sup>. Bardzo podobne w swojej istocie, zainspirowane modelem brytyjskim, rozwiązania prawne zostały wprowadzone we Włoszech, Francji, Niemczech i Belgii. Nie wdając się w szerszą prezentację rozwiązań prawnych w zakresie SRI na rynku emerytalnym w poszczególnych krajach europejskich, warto wskazać, iż ich cechą wspólną, jest wymóg jedynie raportowania zakresu aplikacji (bądź pominięcia) kryteriów SRI w procesie inwestycyjnym. Wprowadzone regulacje nie nakładają wymagań szczegółowych ani co do rozmiarów alokacji portfela funduszy emerytalnych zgodnie z kryteriami SRI, ani nie uszczegółwiają samych kryteriów i strategii SRI, brak również mechanizmów kontrolnych oraz wytycznych co do sposobu raportowania aplikacji SRI w procesie inwestycyjnym. Ponadto, wprowadzone regulacje nie przewidują w zasadzie sankcji dla funduszy emerytalnych w przypadku zaniedbania obowiązku raportowania aplikacji SRI w realizowanej polityce inwestycyjnej, co rodzi trudności z ich egzekwowaniem. W niektórych krajach, jak np. w Belgii, prace legislacyjne idą w kierunku wypracowania norm minimum dla definiowania produktów SRI, bazujących na tzw. czarnej liście spółek i krajów, inwestowanie w które jest niezgodne z koncepcją SRI. Na czarnej liście znajdują się przede wszystkim spółki produkujące i handlujące bronią, zanieczyszczające środowisko naturalne (tzw. truciele), prowadzące gospodarkę rabunkową w niektórych rejonach świata, kraje niespektujące konwencji międzynarodowych<sup>26</sup>.

Swoistą „wartość dodaną” wprowadzonych na rynku emerytalnym regulacji prawnych w zakresie SRI, należy dostrzegać raczej w zalegalizowaniu praktyk SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych, co oznacza, że są one obecnie traktowane jako wartościowe i równorzędne do „klasycznych” strategii tworzenia i zarządzania portfelem inwestycji oraz zwrócenie uwagi zarządzających funduszami na konieczność zajęcia stanowiska w kwestii społecznej odpowiedzialności inwestycji<sup>27</sup>. Wprowadzenie w części krajów europejskich regulacji w zakresie raportowania implementacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych zapoczątkowało pewien proces ukierunkowany na demokratyzację i zwiększenie transparentności zarządzania oszczędnościami emerytalnymi. Według badań The European Social Investment Forum, 20,7 proc. aktywów funduszy emerytalnych w Europie i 11,3 proc. – w Stanach Zjednoczonych inwestowane jest z uwzględnieniem kryteriów SRI<sup>28</sup>. W Danii fundusze emerytalne należą do dominujących inwestorów instytucjonalnych na rynku SRI – ich udział w tym rynku szacowany jest na 75 proc.<sup>29</sup>. Ponadto, dane statystyczne wykazują, że w 2006 roku w Wielkiej Brytanii ponad 45 proc., w Belgii ok. 25 proc. portfela akcji funduszy

25. *Statutory Instrument 1999 No. 1849; Amendment Regulations 1999; zob. szerzej: How Responsible is Socially Responsible Investment? OECD Workshop on Issues in Pension Reform, Australia, March 2002.*

26. Takie normy minimum np. w Belgii definiuje opracowanie: Réseau Financement Alternatif.

27. Por. *How Responsible is Socially Responsible Investment? OECD Workshop on Issues in Pension Reform, Australia, March 2002.*

28. C. Friend White, *SRI Best Practices: Learning from the Europeans*, „The Journal of Investing” Fall 2005, s. 88-93.

29. *European SRI Study 2006*, Eurocif 2006.

emerytalnych zostało zainwestowane z wykorzystaniem strategii zaangażowania<sup>30</sup>. W tym czasie, strategia integracji była zastosowana do alokacji ponad 40 proc. portfela akcji funduszy emerytalnych w Wielkiej Brytanii oraz do ok. 10 proc. portfela akcji funduszy emerytalnych we Francji. Według danych Eurocif 42 proc. aktywów rynku emerytalnego w Holandii jest inwestowana z wykorzystaniem różnych form wykluczenia ze względu na kryteria: etyczne, ekologiczne i standardy międzynarodowe<sup>31</sup>. Warto w tym miejscu przytoczyć również wyniki badań, świadczące o randze koncepcji SRI na wysoko rozwiniętym rynku oszczędności emerytalnych. Badania przeprowadzone na brytyjskim rynku wykazały, że:<sup>32</sup>

- 84 proc. (73 proc. w 2007 roku) badanych funduszy deklaruje aplikacje koncepcji SRI (w tym: 89 proc. (86 proc. w 2007 roku) dużych funduszy – wartość aktywów ponad 1 mld GBP oraz 79 proc. (63 proc. w 2007 roku) małych funduszy – wartość aktywów do 1 mld GBP);
- kryteria SRI były brane pod uwagę głównie przy inwestowaniu w akcje – przez 92 proc. badanych funduszy, w obligacje – 50 proc. badanych funduszy;
- 3/4 instytucji powierniczych badanych funduszy (94 proc. instytucji zarządzających dużymi funduszami i tylko 50 proc. zarządzających małymi funduszami) wyraża przekonanie, że implementacja koncepcji SRI ma istotny wpływ na portfel inwestycji w długim okresie;
- aktywne wykonywanie prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy jest najpopularniejszą metodą aplikacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym badanych funduszy – 89 proc. (75 proc. w 2007 roku) funduszy;
- 4/5 badanych funduszy wypracowały mechanizmy monitorowania wdrażania koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym, a 59 proc. (67 proc. w 2007 roku) badanych funduszy stwierdza, że kryteria SRI były brane pod uwagę przy ocenie wyników i wynagradzaniu zarządzających aktywami funduszu.

Uwarunkowania ekonomiczne implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych związane są przede wszystkim z poszukiwaniem nowych możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz kształtowaniem wizerunku instytucji i jej pozycji konkurencyjnej na rynku oszczędności emerytalnych. Podstawową kwestią dla zarządzania funduszem emerytalnym jest zabezpieczenie wartości nabywczej oraz pomnażanie powierzonych środków. Wyniki zarządzania aktywami funduszu są zasadniczym wyznacznikiem pozycji konkurencyjnej na rynku usług finansowych. Zatem, kluczową kwestią dla wdrożenia kryteriów SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych jest zakres oddziaływania ich na efektywność portfela inwestycji w długim okresie. Jak dotychczas, brakuje bezspornych dowodów na pozytywne oddziaływanie aplikacji strategii SRI na efektywność portfela inwestycji. W literaturze przedmiotu dyskusja zaś

---

30. *Ibidem*.

31. *European SRI Study 2006*, Eurocif 2006.

32. Badania przeprowadzono w styczniu 2009 roku na próbie 238 pracowniczych funduszy emerytalnych prowadzonych przez spółki zaliczane do indeksu FTSE4Good oraz Carbon Disclosure Leadership Index (CDLI) (zwrotność ankiet na poziomie 13%). zob.: *Responsible Business: Sustainable Pension. How the Pension Funds of the UK's Corporate Responsibility Leaders are approaching responsible investment*, Sustainable Pension Project, UKSIF 2009.

koncentruje się głównie wokół dwóch alternatywnych koncepcji: jedna – bazująca na argumentacji teorii portfelowej, druga – oparta na argumentacji teorii zarządzania<sup>33</sup>.

W świetle klasycznej teorii portfelowej oraz hipotezy rynku efektywnego, konstrukcja portfela z uwzględnieniem kryteriów SRI może skutkować obniżeniem efektywności portfela inwestycji w długim okresie. Bowiem w warunkach efektywnego rynku, efektywność portfela rynkowego przewyższa wszystkie inne skonstruowane portfele, w tym również portfele tworzone z wykorzystaniem strategii SRI. Stąd, im bardziej efektywny jest rynek kapitałowy, tym bardziej oczywisty jest wpływ wdrożenia SRI na wyniki zarządzania portfelem. Ponadto, wkomponowanie kryteriów SRI do procesu inwestycyjnego funduszu emerytalnego wiąże się również z problemem jego odpowiedniej dywersyfikacji w celu redukcji ryzyka specyficznego. Wykluczanie pewnych branż lub obszarów geograficznych z portfela inwestycji, może prowadzić do wzrostu ryzyka systematycznego portfela<sup>34</sup>. Implementacja strategii SRI często skutkuje niedoważeniem lub przeważeniem niektórych sektorów w portfelu. Badania wykazują, że portfele SRI są często wrażliwe na wzrosty cen ropy naftowej, ponieważ są one z reguły niedoważone akcjami sektora energetycznego i przeważone akcjami handlu detalicznego, które mają negatywną korelację z ceną ropy naftowej.

Z kolei, biorąc pod uwagę dorobek teorii zarządzania i argumenty przeciwko hipotezie rynku efektywnego, zakładającej pełny powszechny dostęp inwestorów do informacji, można traktować implementację strategii SRI jako jedną z metod wzrostu efektywności portfela. Badacze argumentują, że wskutek asymetrii informacyjnej w zakresie praktyk CSR poszczególnych emitentów, aplikacja kryteriów SRI do konstrukcji portfela inwestycji daje inwestorowi pewną przewagę informacyjną, co może skutkować osiągnięciem przez niego ponadprzeciętnych wyników<sup>35</sup>. W tym ujęciu, pozytywny wpływ aplikacji strategii SRI na efektywność portfela inwestycji związany jest z uzyskiwaniem lepszych wyników na działalności operacyjnej i finansowej w długim okresie przez przedsiębiorstwa działające zgodnie z koncepcją CSR. Dyskusja tocząca się w przedmiotowej sprawie zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wśród zarządzających aktywami, znajduje swój wyraz w poszukiwaniu empirycznych dowodów na występowanie pozytywnej zależności między dochodowością a społeczną odpowiedzialnością biznesu. Przegląd zrealizowanych badań empirycznych wykazuje, że wdrożenia strategii SRI w procesie inwestycyjnym w większości przypadków nie powoduje obniżenia efektywności i wzrostu ryzyka działalności inwestycyjnej w długim okresie<sup>36</sup>. Jednocześnie, należy zaznaczyć, że implementacja koncepcji SRI

33. Zob. dyskusje w: S. Kekäläinen, *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the Department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004.

34. Badania wykazują, że często efektem implementacji strategii SRI polegających na selekcji, są portfele składające się przeważnie z akcji spółek o niższej niż przeciętna kapitalizacji, wyższej relacji cena do wartości księgowej oraz wyższym wskaźniku P/E w porównaniu z portfelami nie wykorzystującymi strategii SRI. (zob. szerzej: S. Kekäläinen, *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the Department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004.

35. Zob.: S. Kekäläinen, *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the Department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004; J. Hudson, *The Social Responsibility of the Investment Profession*, The Research Foundation of CFA Institute 2006.

36. Zob.: *Demystifying Responsible Investment Performance. A review of key academic and broker research on ESG factors*, A joint report by The Asset Management Working Group, UNEP FI and Mercer, October 2007; B. Scholtens, *Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds*, „The Journal of Investing” Spring 2005, s. 63-72).

nie pozwala na automatyczne uzyskiwanie ponadprzeciętnych wyników zarządzania portfelem inwestycji.

Warto wspomnieć również o tym, że istotnym czynnikiem stymulującym implementację koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych jest również kształtowanie pozytywnego wizerunku tych instytucji, dobrych relacji (tzw. aktywny PR) lub też unikanie krytyki, negatywnego nastawienia (tzw. defensywny PR). Nabiera to szczególnego znaczenia w warunkach ogólnego spadku zaufania do instytucji finansowych, zastrzeżenia co do rzetelności i uczciwości realizowanej działalności.

Reasumując, implementacja koncepcji SRI w działalności funduszy emerytalnych jest w dużym stopniu wyrazem dojrzałości społecznej w kwestii odpowiedzialności biznesu. Niemniej jednak, jak wykazują doświadczenia międzynarodowe, wdrożenie koncepcji SRI powinno być poparte odpowiednimi uregulowaniami prawnymi, które zalegalizują i zapewnią jej skuteczność wdrożenia w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych. Badania wykazują, że kluczowymi stymulantami rozwoju rynku SRI w Europie są: popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych, regulacje prawne, presja opinii publicznej i mediów oraz popyt inwestorów indywidualnych na produkty SRI<sup>37</sup>.

### 3. Perspektywy implementacji koncepcji SRI na rynku emerytalnym w Polsce

Otwarte fundusze emerytalne (OFE) prowadzące działalność w Polsce zobligowane są dokonywać alokacji powierzonych kapitału zgodnie z dość restrykcyjnym systemem limitów i ograniczeń zawartych w regulacjach normatywnych<sup>38</sup>. Tymczasem, aplikacja strategii SRI wymaga z reguły dokonywania pewnej selekcji dostępnych na rynku aktywów inwestycyjnych. Mając na uwadze specyfikę polskiego rynku kapitałowego, przede wszystkim: jego płytkość i znaczną koncentrację, oraz fakt, że OFE mogą ulokować poza granicami kraju nie więcej niż 5 proc. zarządzanych aktywów<sup>39</sup>, można wskazać na pewne istotne problemy implementacji SRI w procesie inwestycyjnym OFE, tj.:

- pogodzenie ograniczeń prawnych w zakresie alokacji aktywów z aplikacją wybranej strategii SRI – istnieje duże prawdopodobieństwo, że OFE będą miały trudności z przestrzeganiem limitów alokacji kapitału, np. limitów koncentracji w instrumentach jednego emitenta, bowiem w przypadku np. wykluczenia kilkunastu dużych spółek notowanych na GPW powstaje problem alokacji stale napływającego do OFE kapitału;

---

37. *European SRI Study 2008*, Eurocif 2008.

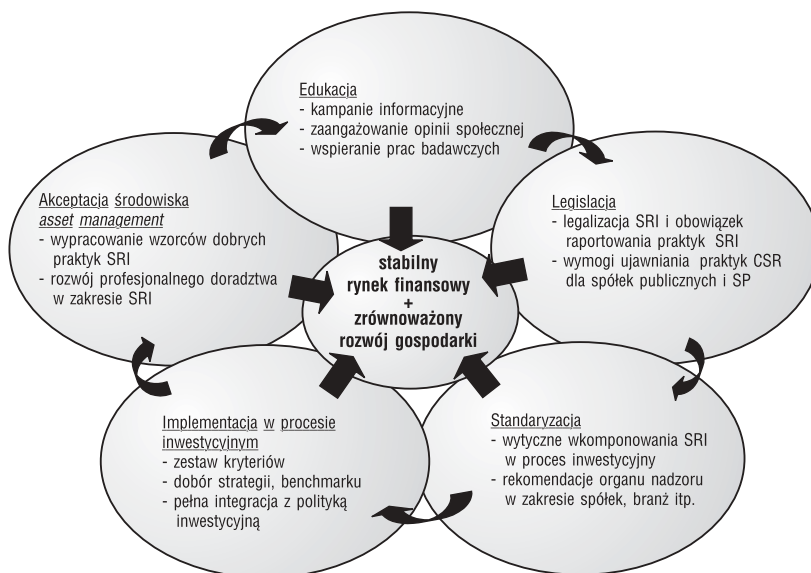
38. *Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych* (tekst jednolity: Dz.U. z 2004 r. Nr 159, poz. 1667 z późn. zm.); *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 lipca 2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne* (Dz.U. z dnia 10 sierpnia 2004 r.).

39. *Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju* (Dz.U. Nr 15, poz. 182 z późn. zm.).

- dostępność aktywów inwestycyjnych spełniających kryteria SRI – w Polsce kwestie zrównoważonego rozwoju są zaledwie w początkowej fazie rozwoju, zatem OFE będą miały istotne trudności z dostępnością odpowiedniej ilości aktywów inwestycyjnych z jednej strony – spełniających kryteria obranej strategii SRI, a z drugiej – odpowiadających wymogom w zakresie systemu limitów prawnych;
- *benchmarkowanie* portfela inwestycji – obecnie w Polsce brak indeksu rynkowego skonstruowanego w oparciu o kryteria SRI, jednocześnie nie ma możliwości zastosowania (z powodu 5-procentowego limitu inwestycji zagranicznych) indeksów światowych, tj. np.: *Dow Jones Sustainability Index, FTSE4Good, Domini400 SocialSM Index*, do *benchmarkowania* portfela inwestycji OFE;
- dostępności informacji co do praktyk CSR poszczególnych emitentów – obecnie w Polsce nie ma standardów w zakresie raportowania o realizacji praktyk CSR, co prawda wybrane przedsiębiorstwa (głównie należące do dużych koncernów międzynarodowych) przedstawiają w raportach rocznych i mediach swoją aktywność w tym zakresie, jednak ma to wymiar przede wszystkim marketingowy, co za tym idzie trudno jest, na tej podstawie, ocenić rzeczywiste zaangażowanie przedsiębiorstwa w zakresie CSR.

Badania teoriopoznawcze i empiryczne wykazują, że w Polsce problematyka SRI nie znajduje należytego miejsca w głównym nurcie badań dotyczącym ekonomiki inwestycji, a już tym bardziej w praktyce instytucji finansowych. Wdrożenie koncepcji SRI wymaga nie tylko zaangażowania OFE i zarządzających nimi PTE, lecz szerszego współdziałania szeroko pojętego środowiska rynku kapitałowego, organów nadzorczych oraz beneficjentów systemu emerytalnego. Możliwy ramowy scenariusz wdrożenia koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych w Polsce przedstawia Schemat 3.

Schemat 3. Schemat ideowy implementacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych w Polsce



Źródło: opracowanie własne

Mając na uwadze, że podstawowym bodźcem do ruchu na rzecz SRI jest pewna dojrzałość społeczeństwa w kwestii zrównoważonego rozwoju, pierwszym etapem procesu wdrażania SRI, swoistym kołem zamachowym, jest – zdaniem autorki – edukacja zarówno członków funduszy emerytalnych, jak i menadżerów zarządzających aktywami. Zdając sobie sprawę, że edukacja jest procesem czasochłonnym, oraz jak znaczny dystans dzieli polski rynek kapitałowy w kwestiach zrównoważonego rozwoju od wysoko rozwiniętych krajów Unii Europejskiej, należy rozważyć przyspieszenie tego procesu poprzez wprowadzenie rozwiązań legislacyjnych w zakresie implementacji SRI w instytucjach profesjonalnie zajmujących się długoterminowym inwestowaniem powierzonego kapitału, przede wszystkim: funduszach emerytalnych, zakładach ubezpieczeń na życie, które zarządzają pracowniczymi programami emerytalnymi, instytucjach prowadzących IKE. Należy zaznaczyć, że regulacje prawne w zakresie ujawniania praktyk CSR, np. w raportach rocznych, powinny obejmować szersze środowisko emitentów instrumentów finansowych oraz spółki Skarbu Państwa. Umożliwi to efektywną implementację strategii SRI, która wymaga transparentności. Istotną rolę powinna odgrywać proaktywna postawa organu nadzoru, do którego należy interpretacja norm legislacyjnych i doprecyzowanie ram aplikacji koncepcji SRI w konkretnych realiach rynkowych oraz efektywne egzekwowanie. Wzorem rozwiązań stosowanych w krajach skandynawskich, organ nadzoru może pełnić również pewne funkcje doradcze w zakresie implementacji koncepcji SRI, np. wydawać rekomendacje dotyczące społecznej odpowiedzialności biznesu poszczególnych branż lub spółek<sup>40</sup>. Mając na uwadze, że SRI to nie tylko zestaw wymogów, które można narzucić funduszom emerytalnym, lecz przede wszystkim – koncepcja postrzegania ich roli w społeczeństwie, regulacje prawne – w przekonaniu autorki – powinny koncentrować się na wytyczeniu i egzekwowaniu standardów na poziomie minimum. Natomiast, szczegółowe kwestie implementacji SRI powinny być, jak wydaje się, wypracowywane na zasadzie konsensusu w drodze dialogu funduszy emerytalnych z interesariuszami.

Implementacja koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych wymaga poszukiwania rozwiązań umożliwiających łączenie celów typowo biznesowych funduszu z celami społecznymi, na gruncie praktyki. Wymaga to odpowiedzi na zasadnicze pytania dotyczące:

- stopnia demokratyzacji zarządzania aktywami funduszy emerytalnych: w jakim zakresie o kryteriach SRI powinni decydować członkowie funduszy, zarządzający funduszem, organ nadzorczy?
- wypracowania kryteriów SRI i stosownej modyfikacji polityki inwestycyjnej – czy definiowanie zestawu kryteriów powinno nawiązywać do uniwersalnych wartości, do norm i ratyfikowanych konwencji, standardów organizacji międzynarodowych, czy raczej do kodeksów etycznych i wytycznych stosowanych np. przez UN Global Compact, Sustainable Investment Research Analyst Network (SIRAN), Social Accountability International (SAI)?
- aplikacji odpowiedniej do realiów rynkowych strategii SRI – biorąc pod uwagę ograniczenia w zakresie inwestowania aktywów funduszy emerytalnych oraz znaczną

---

40 Por. rozwiązania dla funduszy emerytalnych stosowane w Norwegii: *The Norwegian Government Pension Fund-Global's Ethical Guidelines*.



asymetrię informacyjną, które strategie SRI mogą być brane pod uwagę przez zarządzających funduszem?

- *benchmarkowania* portfela inwestycji – w świetle teorii rynku efektywnego *benchmark* dla funduszy emerytalnych powinien odzwierciedlać możliwy do akceptacji z punktu widzenia wymogów normatywnych portfel rynkowy, zatem, jaki portfel wzorcowy jest odpowiedni dla alokacji i oceny efektywności inwestycji funduszu w krajowych realiach rynkowych?
- monitoringu aplikacji kryteriów SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych – jaki system raportowania przyjąć żeby był on efektywny, transparentny, a jednocześnie nie obciążał nadmiernie zarządzających funduszem?

Powodzenie zaś całego procesu wdrożenia koncepcji SRI zależy w dużym stopniu od wykształcenia się pewnych nieformalnych paradygmatów w środowisku zarządzających aktywami oraz proaktywnej postawy beneficjentów funduszy emerytalnych.

## Podsumowanie

Zagadnienie społecznej odpowiedzialności w inwestowaniu zyskuje na znaczeniu na wysoko rozwiniętych rynkach kapitałowych, tym bardziej, że tendencje związane z globalizacją i integracją oraz występujący kryzys gospodarczy powodują, że coraz silniej akcentuje się znaczenie „miękkich” czynników konkurencyjności, tj. jakość, partnerstwo, troska o środowisko naturalne, kapitał ludzki, na poziomie tak przedsiębiorstw, jak i całej gospodarki. Jednocześnie, koncepcja SRI, choć ciekawa i przekonująca w swojej istocie, obecnie nie znajduje należytego zainteresowania na polskim rynku emerytalnym. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest fakt, że fundusze emerytalne nie odczuwają presji zarówno ze strony członków funduszy, co jest związane z relatywnie niskim poziomem świadomości społecznej w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu, jak również ze strony organów nadzorczych i legislacyjnych – brak odpowiednich regulacji prawnych stymulujących uwzględnianie kryteriów SRI w procesie inwestycyjnym oraz obowiązków informacyjnych co do praktyk społecznej odpowiedzialności biznesu.

*Dr TERESA CZERWIŃSKA jest pracownikiem naukowym Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.*

*Recenzenci: prof. dr hab. Wanda Ronka-Chmielowiec, prof. dr hab. Tadeusz Szumlicz.*

## Wykaz źródeł

Atchinson B. K., *Ethics after Enron: The Next 10 Years in the Financial Services Profession*, „Journal of Financial Service Professionals” January 2005

Bauer, Koedijk, Otten, *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, November 2002

- Crane A., A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, D. Siegel, *The Oxford Handbook of corporate social responsibility*, Oxford University Press, Oxford 2008
- Cooper R. W., G. L. Frank, A. P. Williams, *The Life Insurance Industry's Ethical Environment: has it improved in the New Millennium?* „Journal of Financial Service Professionals“ November 2003
- Corporate Social Responsibility. Partners for Progress*, OECD 2001
- Czerwińska T. T., *Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych istota, uwarunkowania, instrumenty*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009
- Demystifying Responsible Investment Performance. A review of key academic and broker research on ESG factors, A joint report by The Asset Management Working Group*, UNEP FI and Mercer, October 2007
- Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies. A Manual for Investors*, CFA Institute 2008
- European SRI Study 2006*, Eurocif ([www.eurosif.com](http://www.eurosif.com))
- European SRI Study 2008*, Eurocif ([www.eurosif.com](http://www.eurosif.com))
- Freeman E. R., J. Liedtka, *Corporate Social Responsibility: A Critical Approach. Business Horizons*, July-August, 1991
- Friend White C., *SRI Best Practices: Learning from the Europeans*, „The Journal of Investing“ Fall 2005
- Friedman M., *Kapitalizm i wolność*, Centrum im. A. Smitha i Rzeczpospolita, Warszawa 1993
- Gasiński T., G. Piekalski, *Zrównoważony biznes: podręcznik dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Ministerstwo Gospodarki 2009
- Hayes S. K., *Socially Responsible Mutual Funds: Issues to Consider When Investing with Your Conscience*, „Journal of Financial Service Professionals“ September 2005
- Holly R., *Polski rynek ubezpieczeń na życie – czas prawdy, czas próby*, w: *Zjawisko rezygnacji z polis życiowych*, „Forum dyskusyjne ubezpieczeń i funduszy emerytalnych“ 2004, KNUiFE, Warszawa
- How Responsible is Socially Responsible Investment?* OECD Workshop on Issues in Pension Reform, Australia, March 2002
- Hudson J., *The Social Responsibility of the Investment Profession*, The Research Foundation of CFA Institute 2006
- Kekäläinen S., *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the Department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004
- Korenik D., S. Korenik, *Podstawy finansów*, PWN, Warszawa 2004
- Kulawczuk P., *Determinanty społecznej odpowiedzialności instytucji finansowych w Polsce*, w: M. Bąk, P. Kulawczuk (red.), *Spółeczna odpowiedzialność instytucji finansowych*, Instytut Badań na Demokracją i Przedsiębiorstwem Prywatnym, Warszawa 2009
- Lis K. A., H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Wyd. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005
- Mansley M., *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Funds and Institutional Investors*, UK Monitor Press 2000
- Penc J., *Zarządzanie w warunkach globalizacji*, Difin, Warszawa 2003
- Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005*, Eurocif
- Polański Z., *Struktura systemu finansowego*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2003

Responsible Business: *Sustainable Pension. How the Pension Funds of the UK's Corporate Responsibility Leaders are approaching responsible investment*, Sustainable Pension Project, UKSIF 2009

Rok B., *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004

Scholtens B., *Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds*, „The Journal of Investing” Spring 2005

Solomon J., A. Solomon, S. Norton, *Socially Responsible Investment in the UK: Drivers and Current Issues*, „Journal of General Management” 2002, vol. 27 nr 3

*Socially Responsible Investment by Pension Funds – a state of the Knowledge Report*, Ellipson, Basel 2000

Sparkes R., *Socially Responsible investment: a global revolution*, J. Willey& Sons, Ontario-Canada 2002

*Statutory Instrument 1999 No. 1849; Amendment Regulations 1999*

Szablewski A., *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004

*The Norwegian Government Pension Fund-Global's Ethical Guidelines*

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jednolity: Dz.U. z 2004 r. Nr 159, poz. 1667 z późn. zm.)

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 lipca 2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. z dnia 10 sierpnia 2004 r.)

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (Dz.U. Nr 15, poz. 182 z późn. zm.)

## **Social responsibility of pension fund investment policy – Summary**

*The question of the social responsibility investing (SRI) gains on the meaning on high developed capital markets, the more, that the meaning of the „soft” factors of competitiveness is stressed at present more and more strongly on the level the whole economy in financial crisis. The pension funds should take into account in their investment activity, beside risk and return, also ethical and environmental criteria. The paper presents SRI conception and the crucial problems of her implementation on the Polish pension market.*