

# Wytyczne dla inwestorów w zakresie odpowiedzialnego inwestowania

Redakcja: Robert Sroka



Guidelines for investors  
in the scope of responsible  
investing



**Wydawca:**

Pracodawcy Rzeczypospolitej Polskiej  
ul. Brukselska 7  
03-973 Warszawa  
[www.pracodawcyrp.pl](http://www.pracodawcyrp.pl)

**Na okładce:**

Wojciech Sternak, Latarnia – Glass Bottom Boat,  
z cyklu Światowidy, fotografia barwna, 70x100cm

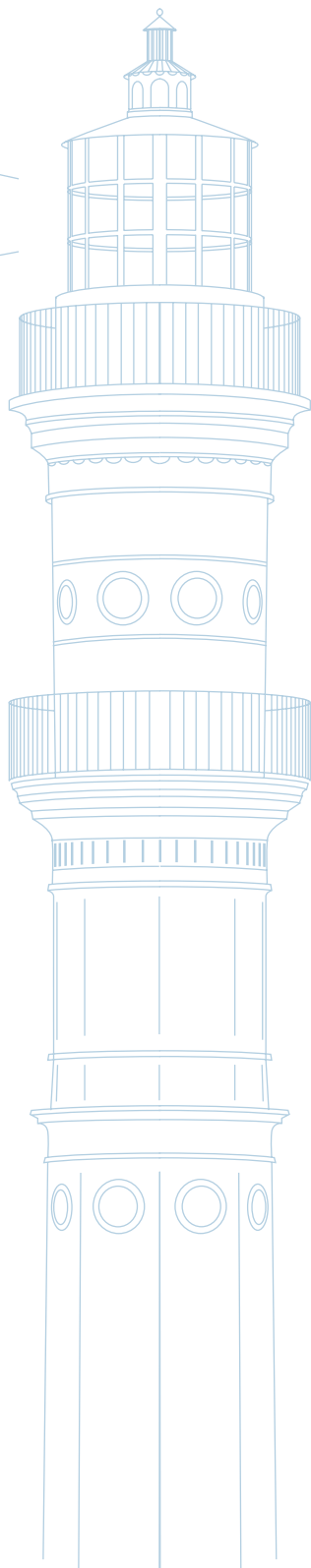
**Skład i druk:**

Wadwicz sp. z o.o. S.K.A.

Warszawa 2012

**ISBN: 978-83-932962-4-8**

Wszelkie prawa, włącznie z prawem do reprodukcji tekstów w całości lub części w jakiegokolwiek formie - zastrzeżone  
© Copyright by Pracodawcy Rzeczypospolitej Polskiej



# Wytyczne dla inwestorów **w zakresie odpowiedzialnego inwestowania**

Redakcja: Robert Sroka



**Pracodawcy RP**  
Rok założenia 1989



ZESPÓŁ DO SPRAW  
SPOŁECZNEJ  
ODPOWIEDZIALNOŚCI  
PRZEDSIĘBIORSTW



**dr Andrzej Malinowski**

Prezydent Pracodawców Rzeczypospolitej Polskiej

---

Szanowni Państwo,

Mam przyjemność zaprezentować Państwu publikację zawierającą Wytyczne dla inwestorów w zakresie odpowiedzialnego inwestowania. Tekst ten powstał w ramach prowadzonej przez Pracodawców RP Grupy Roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji, która jest częścią powołanego przez Prezesa Rady Ministrów Zespołu ds. Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw.

To już kolejne wydawnictwo przygotowane przez Pracodawców RP prezentujące zależność pomiędzy strategicznym podejściem spółek do CSR a wartością rynkową i opłacalnością inwestycyjną. W 2011 r., z okazji konferencji CSR zorganizowanej przez polski rząd w ramach przewodnictwa w Radzie Unii Europejskiej, wydaliśmy pierwszą w naszym kraju publikację książkową *Odpowiedzialne Inwestycje Kapitałowe*. W kompleksowy sposób przybliżyła ona zagadnienie odpowiedzialnego inwestowania polskiemu biznesowi, a zwłaszcza rynkowi finansowemu.

Prezentowana publikacja idzie o krok dalej. Proponujemy w niej Wytyczne związane z uwzględnianiem czynników pozafinansowych w działalności inwestycyjnej. Zostały one wypracowane w ramach prac Grupy Roboczej przez przedstawicieli świata finansów, administracji oraz innych podmiotów zainteresowanych promowaniem za pomocą decyzji inwestycyjnych tych firm, które działają zgodnie z zasadami CSR.

Jak dowodzą zamieszczone w publikacji, a przygotowane przez praktyków z rynku finansowego komentarze do Wytycznych, inwestowanie w spółki odpowiedzialne społecznie opłaca się wszystkim. Inwestorom, gdyż zmniejsza ryzyko inwestycyjne oraz podnosi wartość marketingową. Odpowiedzialnym spółkom, które są nagradzane finansowo za wysiłek w zakresie wdrażania najwyższych standardów biznesowych, społecznych oraz środowiskowych. I wreszcie opłaca się społeczeństwu, czyli nam wszystkim, chociażby poprzez świadomość, że nasze odkładane na emeryturę pieniądze są inwestowane w spółki odznaczające się wysokim poziomem działań CSR.

**Jestem pewien, że publikacja ta będzie swoistym przewodnikiem dla tych wszystkich, którzy rozważają odpowiedzialne inwestowanie.**



**dr Iwona Sroka**

Prezes Zarządu

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych/KDPW\_CCP

Szanowni Państwo,

Joseph Stiglitz, laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, powiedział, że *„społecznie odpowiedzialne inwestowanie to prawdopodobnie najważniejszy i najbardziej pomyślny kierunek rozwoju nowoczesnego zarządzania aktywami”*. Słowa te mogą służyć jako motto dla firm i instytucji działających na rynku finansowym, dla których bliska jest idea społecznie odpowiedzialnego biznesu. Współczesny świat finansów, którego dobre imię nadszarpnął kryzys ostatnich lat, w idei CSR odnaleźć może receptę na odbudowanie jednej z fundamentalnych dla tego sektora wartości – zaufania.

W społecznie odpowiedzialnym podejściu do swoich interesariuszy branża finansowa ma szansę na budowanie trwałej wartości przedsiębiorstw i instytucji, realizację celów biznesowych, świadczenie wysokiej jakości usług, jak również budowanie trwałych relacji i wzajemnego zaufania.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, jako instytucja pełniąca istotną rolę na rynku finansowym, czuje się odpowiedzialny za tych, na rzecz których świadczy usługi. Zależy nam, aby inwestorzy z pełną świadomością ryzyka, z jakim wiąże się różne formy pomnażania kapitału, podejmowali swoje decyzje. Dlatego właśnie staramy się angażować w przedsięwzięcia mające na celu szeroko pojętą edukację ekonomiczną. Wspieramy zarówno fundacje edukujące przyszłych aktywnych uczestników rynku kapitałowego, czyli młodzież, jak i wytrawnych inwestorów, skupionych w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych. Aktywnie współpracujemy z wyższymi uczelniami, kołami studenckimi, przekazując m.in. unikalną wiedzę i doświadczenie pracowników Krajowego Depozytu i naszej izby rozliczeniowej KDPW\_CCP. Staramy się także udzielać wsparcia innym wartościowym inicjatywom w zakresie CSR czy też SRI. Za takie przedsięwzięcie można niewątpliwie uznać projekt przygotowania i wydania **„Wytycznych dla inwestorów w zakresie odpowiedzialnego inwestowania”**. Poprzez świadome kształtowanie postaw w zakresie ekonomii i finansów jesteśmy w stanie budować odpowiedzialne społeczeństwo i wykształcić kadry instytucji finansowych wrażliwe na aspekty CSR.

Wierzę, że niniejsza publikacja zawierająca cenny materiał analityczny przygotowany w przystępnej formie przez ekspertów i praktyków zajmujących się zagadnieniami inwestycyjnymi, przyczyni się do dalszej popularyzacji CSR oraz znaczenia czynników ESG. Chciałabym także, aby praktyczna realizacja tych wytycznych przyniosła zauważalną oraz wymierną korzyść całemu środowisku, a w szczególności najbardziej zainteresowanym uczestnikom rynku - inwestorom.

# Spis treści:

## O WYTYCZNYCH

---

|                                                                                  |   |
|----------------------------------------------------------------------------------|---|
| Robert Sroka Przewodniczący Grupy Roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji ..... | 8 |
|----------------------------------------------------------------------------------|---|

## KOMENTARZE DO WYTYCZNYCH:

---

|          |                                                                                                                                                                |           |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>Zaleca się, aby inwestorzy przejrzysto informowali o znaczeniu czynników ESG w polityce inwestycyjnej .....</b>                                             | <b>20</b> |
|          | Leszek Dudzin TFI SKOK .....                                                                                                                                   | 21        |
|          | Adam Grzymisławski Taxand Polska .....                                                                                                                         | 23        |
| <b>2</b> | <b>Zaleca się, aby inwestorzy uwzględniali czynniki ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych .....</b>                                               | <b>34</b> |
|          | prof. nadzw. dr hab. Teresa Czerwińska Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego .....                                                                    | 35        |
|          | Piotr Kaźmierkiewicz CDM Pekao S.A. ....                                                                                                                       | 40        |
| <b>3</b> | <b>Zaleca się, aby inwestorzy zwiększali horyzont czasowy inwestycji .....</b>                                                                                 | <b>46</b> |
|          | Tomasz Wiśniewski Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie .....                                                                                              | 47        |
|          | Artur Kulesza Bank Millennium .....                                                                                                                            | 49        |
|          | prof. nadzw. dr hab. Teresa Czerwińska Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego .....                                                                    | 51        |
| <b>4</b> | <b>Zaleca się, aby inwestorzy angażowali się w rozwój strategicznego podejścia do CSR w spółkach, w które inwestują .....</b>                                  | <b>54</b> |
|          | Jacek Dymowski Abadon Consulting .....                                                                                                                         | 55        |
|          | Tomasz Gasiński DNV Business Assurance .....                                                                                                                   | 59        |
|          | Magdalena Raczek Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych .....                                                                                                     | 61        |
| <b>5</b> | <b>Zaleca się, aby inwestorzy podejmowali działania na rzecz popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG .....</b>                      | <b>64</b> |
|          | Paweł Pelc Agencji Ratingu Społecznego, radca prawny .....                                                                                                     | 65        |
|          | Robert Sroka Grupa Robocza ds. Odpowiedzialnych Inwestycji .....                                                                                               | 67        |
| <b>6</b> | <b>Zaleca się, aby inwestorzy edukowali swoich klientów, jak i innych inwestorów w zakresie wpływu czynników ESG na atrakcyjność i ryzyko inwestycji .....</b> | <b>72</b> |
|          | Anna Miernicka-Szulc Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych .....                                                                                              | 73        |

## DODATEK:

---

|                                                                                                                                                         |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Jak opracować politykę inwestycyjną w zakresie odpowiedzialnego inwestowania. Przewodnik dla właścicieli aktywów i zarządzających aktywami .....</b> | <b>76</b> |
| <b>Principles for Responsible Investment. Tłumaczenie: Adam Grzymisławski Taxand Polska .....</b>                                                       | <b>77</b> |



## O WYTYCZNYCH / ON THE GUIDELINES



**Robert Sroka**

Przewodniczący  
Grupy Roboczej  
ds. Odpowiedzialnych  
Inwestycji

Jeśli dokładnie przyrzeć się tym spektakularnym i tym mniejszym upadłościom spółek w ostatnich kilkunastu latach lub nagłym spadkom wartości akcji, i poszukać źródeł, to okaże się, że podstawowa przyczyna leży nie w słabych wynikach finansowych lecz w łamaniu zasad etycznych, źle funkcjonującym ładzie korporacyjnym, nieodpowiednich warunkach pracy czy nieprzestrzeganiu standardów środowiska naturalnego. Ignorowanie przez inwestorów danych z obszarów pozafinansowych w procesie analizy spółek może okazać się niezwykle kosztowne. A jak pokazują liczne przypadki, kłopoty firm w obszarach pozafinansowych często wyprzedzają nadchodzące problemy finansowe.

Wartość uwzględniania danych pozafinansowych w procesie budowania polityk inwestycyjnych oraz wykonywania analiz została dostrzeżona przez wielu globalnych graczy na rynku inwestycyjnym skupionych między innymi w ramach inicjatywy *Principles for Responsible Investment* (PRI) czy wokół organizacji Eurosif. Pod Zasadami Odpowiedzialnego Inwestowania (PRI) podpisało się już ponad 10 000 podmiotów finansowych. Należą do nich globalne instytucje finansowe, również te, które prowadzą swoją działalność w Polsce.

Termin „odpowiedzialne inwestowanie” (SRI ang. *Socially Responsible Investing*) organizacja Eurosif definiuje, jako ogólne pojęcie obejmujące etyczne inwestycje, odpowiedzialne inwestycje, zrównoważone inwestycje i wszelkie inne formy inwestowania, podczas których inwestorzy łączą swoje cele finansowe z kwestiami związanymi ze środowiskiem, społeczeństwem i ładem korporacyjnym (ESG ang. *Environment, Social, Governance*). Podmioty inwestujące w zgodzie z ideą odpowiedzialnego inwestowania posiadają spisana politykę w zakresie stosowania kryteriów ESG.

Zagadnienie odpowiedzialnego inwestowania znajduje się w ścisłym spektrum tematów, którymi zajmuje się powołany w 2009 roku przez Prezesa Rady Ministrów rządowy Zespół ds. Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw. Wśród cze-

If we look closer at both spectacular and minor bankruptcies in the last several years or at the sudden depreciations of shares and seek for the roots of these situations, we will see that the main reason is not to be found in low financial results but in violating ethical principles, badly functioning corporate governance, inappropriate working conditions or non-conformance with standards on the environment. Ignoring data from non-financial areas by investors while analysing companies, may turn out to be very expensive. And as numerous cases show, the companies' troubles in the non-financial areas very often precede the financial problems.

Many global investment market actors, gathered by the initiative *Principles for Responsible Investment* (PRI) or around Eurosif have noticed how significant it is to consider the non-financial data while developing investment policies and conducting analyses. Over 10,000 financial entities have already signed the PRI. Among them there are global financial institutions, also those conducting their business in Poland.

The term „*Socially Responsible Investing*” (SRI) is defined by Eurosif as generally including ethical investments, responsible investments, sustainable investments, as well as any other form of investing when investors combine their financial objectives with matters related to environment and corporate governance (ESG for *Environment, Social, Governance*). The entities who make investments observing the idea of responsible investing have written policies regarding the application of ESG criteria.

Responsible investing is counted among the main topics handled by the governmental Corporate Social Responsibility Group appointed in 2009 by the Polish Prime Minister. One of the four working groups providing substantive support to the works of the Group is designated to work on

rech grup roboczych mających wspierać merytorycznie prace Zespołu jedna została dedykowana zagadnieniu odpowiedzialnych inwestycji. I to właśnie członkowie Grupy Roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji wypracowali **Wytyczne dla inwestorów w zakresie odpowiedzialnego inwestowania**. Należy podkreślić, że członkami Grupy są przedstawiciele rynku finansowego, spółek, regulatorów, administracji państwowej, organizacji branżowych oraz niezależni eksperci. Współpraca z reprezentantami tak różnych środowisk pozwoliła na dogłębną analizę możliwości implementacji **Wytycznych** w codziennej praktyce inwestycyjnej w Polsce.

Celem opracowania **Wytycznych** jest zwrócenie uwagi na wpływ wskaźników ESG w realizacji celów finansowych inwestorów oraz przyczynienie się do podnoszenia standardów środowiskowych, społecznych i miejsca pracy w codziennej praktyce biznesowej spółek.

the problem of responsible investment. It is the members of the Social Investment Working Group who developed the **Guidelines for investors in the scope of responsible investing**. It needs to be emphasised that the Group members are the representatives of the financial market, companies, regulatory authorities, state administration, trade organisations, as well as independent experts. The co-operation with the representatives of such diverse environments allowed an in-depth analysis of possibilities to implement the Guidelines in the daily investing practice in Poland.

The purpose of developing Guidelines is to highlight the influence ESG indicators exert in realising financial goals, as well as to contribute to raising environmental, social and working standards in the daily business practice of companies.

## Wytyczne zalecają, aby inwestorzy:

### In accordance with the guidelines investors should:

- 1** **Przejrzyście informowali o znaczeniu czynników ESG w polityce inwestycyjnej**  
incorporate in a transparent way the importance of the ESG factors into investment policy
- 2** **Uwzględniali czynniki ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych**  
incorporate ESG factors into the process of investment decision-making
- 3** **Zwiększali horyzont czasowy inwestycji**  
increase the time horizon of investments;
- 4** **Angażowali się w rozwój strategicznego podejścia do CSR w spółkach, w które inwestują**  
commit themselves to the development of strategic attitudes to CSR in companies in which they invest
- 5** **Podejmowali działania na rzecz popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG**  
undertake initiatives to promote publishing standardized reports including ESG data
- 6** **Edukowali swoich klientów, jak i innych inwestorów, w zakresie wpływu czynników ESG na atrakcyjność i ryzyko inwestycji**  
educate their clients and other investors in the scope of the influence of ESG factors on the attractiveness and risk of investments.

Adresatami **Wytycznych** są osoby i instytucje inwestujące własne lub powierzone środki finansowe m.in. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki, ubezpieczyciele, fundusze private equity, podmioty zarządzające czy inwestorzy indywidualni.

Owoce zaangażowania członków Grupy Roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji jest niniejsza publikacja zawierająca komentarze, wyjaśnienia oraz analizy dotyczące każdej **Wytycznej**. Prezentowane teksty zostały opracowane przez praktyków, a bazują na doświadczeniach międzynarodowych oraz krajowych w zakresie odpowiedzialnego inwestowania.

W komentarzu do **Wytycznej nr 1** zalecającej, aby inwestorzy przejrzysto informowali o znaczeniu czynników ESG w polityce inwestycyjnej, Leszek Dudzin, wiceprezes TFI SKOK rekomenduje zgromadzenie przez inwestorów zasad odpowiedzialnego inwestowania w jednym miejscu np. na stronie internetowej lub w specjalnym raporcie. Obecnie takie informacje zazwyczaj są rozproszone w aktach normatywnych określających zasady prowadzonej polityki inwestycyjnej, takich jak statuty, regulaminy, uchwały czy procedury. Autor komentarza zwraca uwagę na to, aby przy opracowywaniu tego typu informacji uwypuklać przede wszystkim te elementy polityki inwestycyjnej, które mają największe znaczenie przy określaniu tzw. spektrum inwestycyjnego. Spektrum inwestycyjne to podzbiór rynków, emitentów i instrumentów finansowych wydzielony z ogólnego zbioru dostępnych inwestorom możliwości inwestycyjnych przez zastosowanie określonych czynników ESG jako kryteriów doboru. Prezentowane informacje powinny być jasne i zrozumiałe a przede wszystkim kompletne. Leszek Dudzin podkreśla, że pomijanie niektórych informacji samo w sobie stanowi naruszenie reguł CSR oraz odpowiedzialnego inwestowania.

Natomiast Adam Grzymisławski komentując **Wytyczną nr 1**, odwołał się do wniosku rozporządzenia Komisji Europejskiej z 3 lipca 2012 r., w którym Komisja proponuje wprowadzenie obowiązku publikowania przez dostawców detalicznych produktów inwestycyjnych dokumentów zawierających kluczowe informacje obejmujące m.in. dane na temat uwzględniania kwestii środowiskowych,

The **Guidelines** recipients are persons and institutions who invest their own or entrusted funds, among others investment funds, pension funds, banks, insurance agencies, private equity funds, managing entities or individual investors.

The result of the work of the Responsible Investments Working Group is this paper with comments, clarifications and analyses regarding every **Guideline**. The presented texts have been prepared by practitioners and founded upon international and inland experience in the scope of responsible investment.

In his comment to **Guideline no. 1** recommending that investors should inform in a transparent way on the ESG factors importance in the investment policy, Leszek Dudzin, Vice-President of TFI SKOK suggests that investors should gather the principles on responsible investing in one place, e.g. on the internet site or in a special report. Currently such information tends to be distributed in various normative acts specifying principles of binding investment policy, such as statutes, regulations, and resolutions of procedures. The author of the comment emphasizes that the investment policy elements having the greatest importance to specifying the investment universe must be highlighted first of all while formulating such information. Investment universe is a sub-group of markets, issuers and financial instruments sectioned off from the general group of investment possibilities available to investors through application of particular ESG factors as selection criteria. The presented information should be clear and understandable and above all compete. Leszek Dudzin underlines that excluding any information as such is already a violation of the CSR principles and responsible investing.

Adam Grzymisławski, commenting **Guideline no. 1**, has referred to the proposal-regulation of the European Commission of 3<sup>rd</sup> July 2012 in which the Commission proposes an obligation for the providers of retail investment products to publish documents with key information including among others data on consideration of environmental, social and corporate governance issues. In view of the planned regulation providers of all types of investment funds, investment products based

społecznych i związanych z ładem korporacyjnym. Wobec planowanej regulacji dostawcy wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych, produktów inwestycyjnych opartych na ubezpieczeniach, detalicznych produktów strukturyzowanych, a także indywidualnych produktów emerytalnych będą musieli rozważyć czy i w jaki sposób uwzględniać czynniki ESG w swoim procesie inwestycyjnym. W swoim tekście Adam Grzymisławski analizuje poszczególne czynniki pozafinansowe w kontekście ich wpływu na wartość spółki a przez to i długoterminowy zwrot z inwestycji. W komentarzu znajdują się liczne przykłady polityk inwestycyjnych opracowanych na podstawie omawianych czynników pozafinansowych.

Komentując **Wytyczną nr 2** zalecającą, aby inwestorzy uwzględniali czynniki ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, Profesor Teresa Czerwińska z Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego przytacza słowa laureata Nagrody Nobla Josepha Stiglitz: „społecznie odpowiedzialne inwestowanie to prawdopodobnie najważniejszy i najbardziej pomyślny kierunek rozwoju nowoczesnego zarządzania aktywami”. Zdaniem profesor Czerwińskiej strategię SRI są obecnie traktowane jako wartościowe i równorzędne do „klasycznych” strategii tworzenia i zarządzania portfelem inwestycji. Autorka zauważa, że w Europie co najmniej osiem państw wprowadziło już krajowe regulacje dotyczące aplikacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych. Wprowadzenie tego typu regulacji, w zakresie uwzględniania kryteriów ESG w procesie zarządzania portfelem inwestycji na rynku oszczędności emerytalnych, zapoczątkowało proces ukierunkowany na demokratyzację i zwiększenie transparentności zarządzania powierzonym kapitałem.

Pisząc o uwzględnianiu przez inwestorów czynników ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych Piotr Kaźmierkiewicz z CDM Pekao S.A., przypomina, że inwestowanie samo w sobie jest procesem oceny perspektyw i ryzyk związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia inwestora, pożądaną metodą doboru spółek do portfela będzie ta, która przybliży go do akceptowalnej relacji oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka inwestycji. Z jednej strony istnieje zatem potrzeba oszacowania ryzyka związane go z inwestycją w akcje, z drugiej zaś oceny wro-

on insurance, retail structured products, as well as of individual pension products will have to consider whether and in what manner to take into account ESG factors in their investment process. In his comment Adam Grzymisławski analyses particular non-financial factors in the context of their influence on the company value and therefore on the long-term return in investment. The comment includes numerous examples of investment policies developed based on the discussed non-financial factors.

Commenting **Guideline no. 2** recommending that investors take into account ESG factors in the process of investment decision-making, prof. Teresa Czerwińska from the Faculty of Management of the University of Warsaw quotes the words of the Nobel Prize winner, Joseph Stiglitz: “socially responsible investing is probably the most important and the most favourable development direction for the modern assets management”. According to prof. Czerwińska the SRI strategies are currently perceived as valuable and equal to „classic” strategies of creating and managing the investment portfolio. The author draws attention to the fact that at least eight countries in Europe have already introduced state regulations as regards application of the SRI concept in the pension saving market. Introducing this type of regulations in the scope of ESG criteria in the process of investment portfolio managing in the pension saving market gave beginning to the process directed towards democratization and increasing transparency of managing the trusted capital.

Piotr Kaźmierkiewicz from CDM Pekao S.A., writing about considering ESG factors while making investment decisions by investors, reminds that investing itself is a process of assessing perspectives and risks related to the company's functioning. From the investor's point of view a desirable method of the company selection to the portfolio will be the one, which is closer to the accepted relation between the expected return ratio and investment risk. Thus we can see that there is a need to assess the risk related to the investment in shares; on the other hand there is a need to assess the growth potential of the selected companies.

stowego potencjału wyselekcjonowanych spółek. Kaźmierkiewicz zwraca uwagę na to, że rok 2007, a w szczególności rok 2008, przyniosły weryfikację adekwatności wycen aktywów na całym świecie. Pęknięcie kolejnych baniek spekulacyjnych na rynku surowcowym oraz rynkach akcji doprowadziło do przeceny wielu z nich nierzadko nawet o kilkadziesiąt procent od historycznych maksimumów. O ile znaczna część spadku wartości aktywów może być wytłumaczona światowym kryzysem gospodarczym, o tyle tak diametralne zmiany wyceny wartości doprowadziły wielu teoretyków i praktyków rynku kapitałowego do konieczności zastanowienia się nad pozostałymi przyczynami. Zrodziło się wiele pytań, począwszy od tego, czy błąd leżał w zbyt optymistycznych założeniach modeli przyjętych do wycen aktywów, czy w użyteczności modeli jako takich.

Prezentowana przez Kaźmierkiewicza analiza porównawcza charakterystyk portfeli SRI z portfelem szerokiego rynku daje, zdaniem autora, obiecujące rezultaty. Kaźmierkiewicz podsumowuje komentarz stwierdzeniem, że inwestowanie w spółki prowadzące dialog z interesariuszami jest racjonalne z punktu widzenia inwestorów, którzy powierzając swój kapitał żądają w zamian wzrostu wartości dla akcjonariuszy oraz stabilności wynikającej z ograniczenia ryzyka funkcjonowania biznesu.

Komentując **Wytyczną nr 3** zalecającą, aby inwestorzy zwiększali horyzont czasowy inwestycji, Tomasz Wiśniewski z Giełdy Papierów Wartościowych zwraca uwagę na fakt, że turbulencje w gospodarce, niepewność krajów strefy euro, wysokie zadłużenie tzw. regionu PIGS, znajdują swoje odzwierciedlenie w wysokiej zmienności kursów instrumentów finansowych, a tym samym utrudniają efektywną alokację inwestycji w instrumenty udziałowe. W tym przypadku przez efektywną alokację należy rozumieć takie postępowanie zarządzającego funduszem inwestycyjnym, które będzie prowadzić do uzyskania możliwie optymalnego wyniku inwestycyjnego. W przypadku gdy zmienność rynku jest wysoka, a jednocześnie możliwość zbywania jednych i nabywania innych papierów udziałowych może być utrudniona i w efekcie tego wynik inwestycyjny funduszu będzie gorszy niż miałoby to miejsce w sytuacji rynku stabilnego. Ostatecznie może to prowadzić do zmiany sposobu alokacji środków przez członków

Kaźmierkiewicz points out that the year 2007, and in particular the year 2008 resulted in verification of the assets valuation adequacy in the whole world. Bursting of subsequent speculative bubbles in the resources and share market led to the overrating of many of them, often by several dozen per cent in relation to historical maximums. As far as a large part of the depreciation of shares may be explained by the world economic crisis, such radical changes in the valuation led many theorists and practitioners of the capital market to think on other reasons. Many questions have arisen, starting with whether the mistake lies in too optimistic assumptions of the models applied to the asset valuation, or in the usefulness of the models as such.

The comparative analysis of the characteristics of SRI portfolios and the extensive market portfolio presented by Kaźmierkiewicz gives, according to the author, promising effects. In his summary Kaźmierkiewicz states that investing in companies being in a dialogue with stakeholders is rational from the investors' point of view. Entrusting their capital they demand in return increase of value for shareholders and stability resulting from the limitation of risks related to business functioning.

Tomasz Wiśniewski from Warsaw Stock Exchange, in his comment on **Guideline no. 3** recommending that investors increase the time horizon of investments, draws attention to the fact that the turbulences in economy, insecurities in the euro zone states, and high indebtedness of the so-called PIGS countries are reflected in the high variability of the financial instruments prices and thus impede the effective allocation of investments in the equity instruments. In such case, under effective allocation such operations of the investment fund manager are understood which will lead to acquiring a possibly optimal investment result. When the market variability is high and at the same time the possibility to dispose and purchase equity securities may be hindered, the effect will be that the fund's investment result will be worse as it would be in the stable market situation. This may eventually lead to the change in the way the funds are allocated by the funds members -

funduszy z aktywów udziałowych na rzecz instrumentów dłużnych. Drugim istotnym czynnikiem, który determinuje wyniki inwestycyjne funduszy jest horyzont inwestycji. Naturalną sytuacją, oczekiwaną przez klientów funduszy, jest zapewnienie relatywnie wysokiego zysku w możliwie krótkim okresie inwestycji. Niestety połączenie obydwu kryteriów jest praktycznie niemożliwe, z wyjątkiem sytuacji kiedy na rynkach finansowych mamy do czynienia z hossą, ale wówczas wynik inwestycyjny funduszu w niewielkim stopniu zależy od strategii zarządzającego. Zdaniem Wiśniewskiego, w tym kontekście istotna jest zmiana w podejściu do inwestycji w instrumenty udziałowe przez zarządzających funduszami oraz upowszechnienie innej świadomości inwestycyjnej wśród klientów funduszy. Na tym tle na pierwszy plan powinny wyjść inwestycje, które mają charakter długookresowy, zapewniając optymalizację ryzyka i zysku. Jedną z takich grup instrumentów udziałowych są lub w najbliższej przyszłości powinny być spółki, które w swojej działalności biznesowej uwzględniają kwestie ESG, czyli spółki działające odpowiedzialnie społecznie.

Autor podkreśla, że najważniejszym kryterium, które powinno być jednak uwzględniane w procesie inwestycji w tego typu podmioty jest szczegółowe śledzenie działań podejmowanych przez nie z perspektywy czasu. Dlatego proces inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie powinien być realizowany w horyzoncie długoterminowym, powinien skutkować po stronie zarządzających rygorystycznym uczestnictwem w procesie analizy działań podejmowanych przez przedsiębiorstwa w obszarach ESG i bieżącą kontrolą płynących ze spółek informacji. Dopiero połączenie wszystkich tych działań może pozwolić na osiągnięcie sukcesu w procesie inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie.

Artur Kulesza, Dyrektor Departamentu Relacji z Inwestorami Banku Millennium, komentując tą samą Wytyczną zauważa, że im dłuży horyzont czasowy inwestycji, tym mniejszy wpływ czynnika bieżących wyników finansowych spółek – przedmiotów inwestycji, czyli większe znaczenie przypisuje się czynnikom pozafinansowym oraz realizacji długoterminowej strategii, która może i powinna zawierać elementy strategii w zakresie czynników ESG. Jako dowód można podać przykład wielu firm,

from active equity instruments to the benefit of debt instruments. The second important factor determining the funds' investment result is the investment horizon. A natural situation expected by the fund's clients is securing a relatively large profit in a possibly short investing term. Unfortunately the combination of both criteria is practically impossible, except for the situation of a financial markets boom. However, the fund's investment result only slightly depends on the manager's strategy then. According to Wiśniewski, what is significant in this context is the change of fund managers' attitude towards investing in equity instruments and dissemination of different investment consciousness among the fund clients. This should be only a background to the investment of long-term nature, which secures the optimization of risk and profit. One of such equity instruments are or in the nearest future should be the companies, which in their business operations include ESG issues, that is socially responsibly acting companies.

The author underlines that the most important criterion to be considered during the investment process in this type of entities is a detailed track of activities undertaken by these companies in the time perspective. That is why the process of investing in the socially responsible companies should be executed in the long-term horizon and result on the managers' side in a strict participation in analysing activities taken by the companies in the area of ESG, as well as in the on-going monitoring of information coming from the companies. Only the combination of all these operations may allow to achieve success in the process of investing in the socially responsible companies.

Artur Kulesza, the Manager of the Investor Relations Department of the Millennium Bank, commenting on the same Guideline, points out that the longer the investment's time horizon, the weaker the influence of the current financial result of the companies being subject to investment. Thus, greater importance is associated to the non-financial factors and implementation of a long-term strategy, which can and should include ESG factors. Let a proof for the above be an example of many firms that during the prosperity period earned

które w czasie *prosperity* przynosiły świetne wyniki finansowe, osiągane często kosztem nadmierne-go ryzyka, które nie było należycie kontrolowane ze względu na brak odpowiedniego ładu korporacyjnego, a w czasie kryzysu stały się pierwszymi jego ofiarami. Autor podkreśla, że wadą skracania horyzontu inwestycji jest m.in. wpływ na zwiększenie chwiejności rynków, co w skrajnym przypadku prowadzić może do wywoływania nagłych i panicznych krachów na giełdzie ze wszystkimi ich negatywnymi skutkami dla inwestorów i społeczeństwa. Artur Kulesza przytacza w swoim komentarzu interesujące wyniki badania Instytutu IRR oraz firmy Mercer, które wskazują na to, że wbrew deklaracji długiego horyzontu inwestycji, wielu zarządzających kieruje się w swych codziennych decyzjach inwestycyjnych krótkim horyzontem, wzmagając tym samym presję na bieżące wyniki spółek oraz zwiększając chwiejność rynków. Dodatkowo, zachowanie takie świadczy o braku dyscypliny zarządzających oraz braku spójności z własną strategią, czyli jest także wprowadzeniem w błąd inwestorów powierzających swoje środki zgodnie z deklarowaną strategią i polityką inwestycyjną. Zdaniem autora, wydłużenie horyzontu inwestycyjnego przez inwestorów wymusi także na firmach zmianę systemów motywacyjnych w kierunku odejścia od wynagrodzenia za krótkoterminowe zyski na rzecz oceny realizacji długoterminowych strategii. Kierunek tych działań, wspierany w ostatnim okresie przez rozwiązania prawne i regulacyjne, szczególnie w obszarze instytucji finansowych, przyczyni się do mniejszej skłonności zarządów firm do podejmowania zbytniego ryzyka oraz pozwoli rozwijać się takim firmom w zgodzie z poszanowaniem zasad CSR.

Profesor Teresa Czerwińska w swoim komentarzu dokonuje swoistego podsumowania wskazując na najistotniejsze zalety oraz ryzyka związane z zagadnieniem zwiększania horyzontu czasowego inwestycji. Zarządzanie ryzykiem długoterminowym portfela wymaga odstąpienia od maksymalizacji wyniku w krótko- i średnioterminowej perspektywie inwestycyjnej. Jednak, jak wskazują przytoczone przez autorkę badania, tylko 18% badanych instytucji finansowych deklaruje, że jest w stanie zaakceptować gorsze wyniki inwestycyjne z racji transformacji gospodarki w kierunku bardziej zrównoważonego modelu rozwoju.

great financial results, often at the expense of excessive risk which hadn't been properly monitored due to the lack of proper corporate governance. When the crisis came, these companies became its first victims. The author points up that the disadvantage of shortening the investment time horizon is among others the influence on increasing the market instability. In extreme cases it may lead to sudden and panic market crashes with all their negative effects for investors and the society. Artur Kulesza quotes in his comment interesting results of research conducted by IRR Institute and Mercer which show that - contrarily to the declarations of long-term investment horizon - many managers are guided in their everyday investing decisions by short-term horizon, which results in greater pressure on the companies' current results and thus in greater market instability. Furthermore, such behaviour is a demonstration of lack of managers' discipline and of lacking integrity with own strategy. Thus it also means misleading the investors who entrust their funds in accordance with the declared strategy and investment policy. The author believes that exceeding the time horizon by the investors will enforce the companies to change the motivational systems - from rewarding for short-term profits to the benefit of the assessment of the long-term strategy implementation. The direction of these actions supported in the latest period by legal and regulatory solutions, and especially in the scope of financial institutions, will contribute to the lesser bias of companies' management to take too much risk and will allow such firms to develop with respect to the CSR principles.

Prof. Teresa Czerwińska makes a specific summary in her comment, pointing out the most significant advantages and risks related to the problems of increasing time horizon of investments. Managing a long-term portfolio requires refraining from the maximization of the result in the short- and middle-term investment perspective. However, as the research quoted by the author show, only 18% of the investigated institutions declare that they are ready to accept worse investment results due to the economic transformation towards a more sustainable development model.

Odnosząc się do **Wytycznej nr 4** zalecającej, aby inwestorzy angażowali się w rozwój strategicznego podejścia do CSR w spółkach, w które inwestują, Jacek Dymowski właściciel firmy Abadon Consulting przekonuje, że inwestorzy dysponują odpowiednimi narzędziami by móc wpływać na decyzje zarządu spółki, chociażby przez wykorzystanie praw przysługujących udziałowcom mniejszościowym. Zdaniem Dymowskiego jest niezwykle istotne aby spółki, np. pod naciskiem inwestorów, identyfikowały i mapowały ryzyka społeczne i środowiskowe, tak jak to czynią z typowym ryzykiem biznesowym. Autor do głównych korzyści płynących z kompleksowego i strategicznego podejścia do społecznej odpowiedzialności biznesu zalicza: odchudzone procesy; nowe rynki i produkty; przyszłościowe inwestycje społeczne czy większą stabilność i przewidywalność. Każdy z tych elementów jest i powinien być ważny z punktu widzenia inwestorów. Autor zwraca uwagę przede wszystkim na to, aby informacje pozwalały stwierdzić, że poszczególne działania nie są przypadkowe, ale wynikają z konkretnych procesów zaimplementowanych w spółce.

W odniesieniu do omawianej Wytycznej Tomasz Gasiński, Prezes Zarządu, DNV Business Assurance, proponuje sposoby zaangażowania w CSR przez spółki. Istotne jest, aby identyfikować i oceniać ryzyko biznesowe wykraczające poza ryzyko finansowe tj. uwzględniając ryzyko reputacyjne, ryzyka dla ludzi, ryzyko dla środowiska i innych interesariuszy.

Natomiast Magdalena Raczek ze Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych pisze, że wśród najważniejszych barier hamujących rozwój idei społecznej odpowiedzialności biznesu na polskim rynku kapitałowym spółki giełdowe wymieniają brak zainteresowania inwestorów tą tematyką. Taka postawa inwestorów wpływa negatywnie na gotowość spółek do wdrażania strategii społecznej odpowiedzialności biznesu i tworzenia raportów społecznych.

Istotną rolę raportowania danych pozafinansowych przez spółki podkreśla **Wytyczna nr 5** zalecająca, aby inwestorzy podejmowali działania na rzecz popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG. Paweł Pelc, Wiceprezes Agencji Ratingu Społecznego, wskazuje na

In reference to **Guideline no. 4** recommending that investors commit themselves to the development of strategic attitude to the CSR in the companies in which they invest, Jacek Dymowski, the owner of Abadon Consulting, writes that investors do have proper tools to make impact on the decisions of the company's board, for instance through exercising rights of minority shareholders. According to Dymowski it is very important that companies, e.g. under pressure of investors, identify and map social and environmental risks as they do with the typical business risk. Among the main benefits of the complex and strategic attitude to the corporate social responsibility the author counts: lean processes, new markets and products, promising social investments and thus greater stability and predictability. Each of these elements is and should be important from the investors' point of view. What the author emphasizes is that information should allow to determine that particular activities are not accidental but are the result of specific processes implemented in the company.

In regard to the discussed Guideline, Tomasz Gasiński, President of the Board of DNV Business Assurance proposes the ways in which the companies may commit themselves to CSR. It is important to identify and assess business risk that goes beyond the financial risk, that is to consider also the reputational risk, risks for people, environment and other stakeholders.

Magdalena Raczek from Polish Association of Listed Companies on the other hand declares that the listed companies name the lack of investors' interest in this problem among the most significant barriers impeding the development of the corporate social responsibility idea in the Polish capital market. Such an attitude of investors influences negatively the readiness of companies to implement the corporate social responsibility strategy and to create CSR reports.

An important role of including non-financial data in the reports is underlined in **Guideline no. 5** recommending that the investors take steps to disseminate the publication of standardized reports with ESG data. Paweł Pelc, Vice-

to, że istotnym elementem relacji z emitentami papierów wartościowych może być kwestia publikowania przez nich raportów przygotowywanych zgodnie ze standardami Global Reporting Initiative. Elementem tych działań może być także kierowanie przez inwestorów pytań do emitentów oraz analityków oceniających tych emitentów, czy dany emitent publikuje informacje zgodnie ze standardami GRI. Zdaniem autora komentarza, inną sferą, którą inwestorzy mogą próbować wykorzystać w celu popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG jest próba wypracowania na takich samych zasadach, jak „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW w Warszawie” regulujące kwestie *corporate governance*, Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW w Warszawie w zakresie publikacji danych ESG. Paweł Pelc proponuje, że zasady te mogłyby być wypracowane z udziałem inwestorów i emitentów papierów wartościowych, pod patronatem GPW SA, z udziałem KNF i następnie przyjęte przez Radę Giełdy do stosowania przez emitentów papierów wartościowych na zasadzie „*comply or explain*”.

Paweł Pelc przekonuje, że działania inwestorów na rzecz popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG sprzyjać będą zwiększeniu przejrzystości polskiego rynku kapitałowego oraz ułatwią dostęp do tego rynku także zagranicznych inwestorów, wykorzystujących w swojej polityce inwestycyjnej także czynniki ESG.

Komentując **Wytyczną nr 5** redaktor niniejszej publikacji zwraca uwagę na nowy trend w zakresie sprawozdawczości określany jako raportowanie zintegrowane. Raportowanie zintegrowane łączy w sobie istotne informacje na temat strategii, zarządzania, wyników i perspektyw na przyszłość organizacji, w sposób, który odzwierciedla ekonomiczny, społeczny i środowiskowy kontekst, w którym ona działa. Przytacza wyniki eksperymentu sprawdzającego czy zaprezentowanie informacji finansowych i pozafinansowych w raporcie zintegrowanym prowadzi do innej wyceny spółki przez użytkowników raportu niż w przypadku publikowania raportów oddzielnych z danymi finansowymi oraz pozafinansowymi. Uczestnikami eksperymentu byli analitycy inwestycyjni. Analiza wykazała, że w przypadku

President of Social Rating Agency, emphasizes that an important element of relationships with the issuers of securities may be the problem of publishing by them reports prepared in compliance with the Global Reporting Initiative standards. A part of these actions may also be asking issuers and analytics assessing these issuers questions by investors, whether a particular issuer publishes information in accordance with the GRI standards. The author of the comment believes that another area which investors may use in order to disseminate the idea of standardized reports with ESG data is the attempt to develop Best Practices of WSE Listed Companies in the scope of publishing ESG data, exactly as Best Practices in the scope of corporate governance have been formulated. Paweł Pelc suggests that these principles could be developed with the participation of investors and issuers of securities, under the wing of WSE with the participation of Polish Financial Supervision Authority and then adopted by the WSE Board to apply by the securities issuers in accordance with the rule „*comply or explain*”.

According to Paweł Pelc investors' actions for the benefit of disseminating standardized report with ESG data will contribute to increasing the transparency of the Polish capital market and will facilitate access to this market also for international investors who take ESG factors into account in their investment policies.

The author hereof, commenting **Guideline no. 5**, points up a new trend in the scope of reporting referred to as integrated reporting. Integrated reporting combines notable information on strategy, managing, results and future perspectives of an organisation in a manner that reflects the economic, social and environmental context in which the organisation acts. The author quotes the results of an experiment trying to find out whether presentation of financial and non-financial information in the integrated report leads to different company valuation by the report readers than in the case of separate reports for financial and non-financial data. The experiment participants were investment analysts. The analysis shows that in the case of a good financial situation and bad non-financial results the participants take into account the

dobrej sytuacji finansowej i złych wyników pozafinansowych, badani uwzględniali dodatkowe informacje pozafinansowe w swoich wycenach i dostosowywali swoje sądy wartościujące na praktycznie tym samym poziomie co badani, którzy dokonywali wyceny na podstawie raportu zintegrowanego. Jednak w przypadku złej kondycji finansowej i dobrych wyników pozafinansowych, informacje pozafinansowe nie miały żadnego wpływu na wycenę dla badanych dysponujących oddzielnymi raportami, w przeciwieństwie do tych, dysponujących raportem zintegrowanym, posiadającym te same dane. Wskazuje to na fakt, że oddzielne prezentowanie danych finansowych i pozafinansowych może prowadzić do niedoszacowania wartości spółki.

**Wytyczna nr 6** zaleca, aby inwestorzy edukowali swoich klientów jak i innych inwestorów w zakresie wpływu czynników ESG na atrakcyjność i ryzyko inwestycji. Anna Miernicka-Szulc z Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych proponuje inwestorom motto, które można zdefiniować stwierdzeniem, iż firma odpowiedzialna, uwzględniająca w swojej działalności czynniki środowiskowe, społeczne oraz ład korporacyjny i inne elementy prawidłowo pojętej etyki biznesu, powinna być postrzegana jako firma o niższym profilu ryzyka, bardziej transparentna i otwarta na inwestorów.

Autorka pisze, że fundusz, jako podmiot profesjonalnie zajmujący się inwestowaniem powierzonych środków może i powinien wykorzystać okazje do promowania wśród swoich klientów pozytywnego wpływu czynników ESG na atrakcyjność inwestycji w tym szczególnie na pożądaną przez klientów obniżony profil ryzyka. Aby jednak takie zadanie wykonać warto zacząć od przygotowania odpowiedniej polityki w zakresie ESG, wyznaczenia zrozumiałych dla wszystkich celów i określenia podstawowych narzędzi. Najlepiej, gdyby wspomniane kwestie zostały zapisane w odrębnym dokumencie przekazanym do wiadomości wszystkich pracowników funduszu, którzy są odpowiedzialni zarówno za bezpośrednie jak i pośrednie kontakty z klientami czy też partnerami środowiskowymi (w ramach stowarzyszeń, spotkań branżowych). W miarę możliwości warto dedykować i przeszkolić pracownika (lub grupę pracowników) w zakresie pogłębionej wiedzy dotyczącej CSR, czynników ESG i nawet ogólnie etyki biznesu.

additional non-financial information in their valuations and adjust their value judgements practically at the same level as the participants who make the valuation based on an integrated report. However in the case of a bad financial situation and good non-financial results, the non-financial information have no impact on the valuation for the participants reading two separate reports in contrast to the ones reading an integrated report with the same data. This shows that separate publication of financial and non-financial data may lead to underestimation of the company's value.

**Guideline no. 6** recommends that the investors educate their clients and other investors as regards the influence of ESG factors on the attractiveness and risk of investment. Anna Miernicka-Szulc from National Depository for Securities suggests a motto for investors that a responsible company, considering environmental, social and corporate governance factors in its operations, as well as other elements of properly understood business ethics should be perceived as a company with a lower risk profile, a more transparent and open to investors company.

The author suggests that a fund, as an entity professionally handling with investing entrusted funds, may and should take an advantage from the opportunities to promote positive influence of ESG factors on the investment attractiveness, including in particular the lower risk profile expected by the clients. In order to accomplish such a task, it is worthy to start with developing an appropriate ESG policy, determining goals understandable for everyone and determining basic tools. The best option is to include the said problems in a separate document made accessible to all fund employees, who are responsible both for direct and indirect contact with clients or milieu partners (within associations, trade meetings etc.). As far as possible it is worth designating and training an employee (or a group of employees) in the scope of deeper knowledge on CSR, ESG factors and business ethics in general.

Anna Miernicka-Szulc podkreśla, że ważną grupą odbiorców działań edukacyjnych w zakresie odpowiedzialnego inwestowania są podmioty branżowe. Działania skierowane do tej grupy powinny nie tylko koncentrować się na wynikach portfeli inwestycyjnych, ale także na analizie efektów działań promocyjnych wśród klientów funduszu i zaprezentowaniu pozytywnych przykładów wpływu powyższych działań na wyniki sprzedaży w wybranych grupach inwestorów.

Anna Miernicka-Szulc underlines that an important group of educational activities recipients in the scope of responsible investing are trade entities. The activities directed to this group should focus not only on investment portfolios results, but also on analysing the effects of promotional operations among fund clients and presenting positive examples of the influence the above actions have on the sales results in the selected investor groups.

## PODSUMOWANIE

W komentarzach przeważa język korzyści biznesowych wynikających z faktu pozytywnego wpływu czynników ESG w procesie inwestycyjnym. Warto jednak pamiętać o jeszcze jednej grupie inwestorów zainteresowanych stosowaniem standardów pozafinansowych w politykach inwestycyjnych. Są to inwestorzy, którzy zdecydowali się przestrzegać i realizować własne standardy etyczne również w swojej działalności inwestycyjnej. Tacy inwestorzy chcą mieć pewność, że ich pieniądze nie będą inwestowane np. w podmioty, które bezpośrednio lub pośrednio łamią prawa człowieka, wspierają produkcję broni, osiągają większe zyski kosztem zanieczyszczenia środowiska naturalnego i tym podobne. Warunki i kryteria moralne stawiane przez tą grupę inwestorów można mnożyć. Natomiast zarządzający funduszami również powinni pamiętać o tych inwestorach i zaoferować im odpowiednie produkty inwestycyjne. Niestety tego rodzaju produktów inwestycyjnych, zwanych funduszami etycznymi, brakuje na rynku polskim.

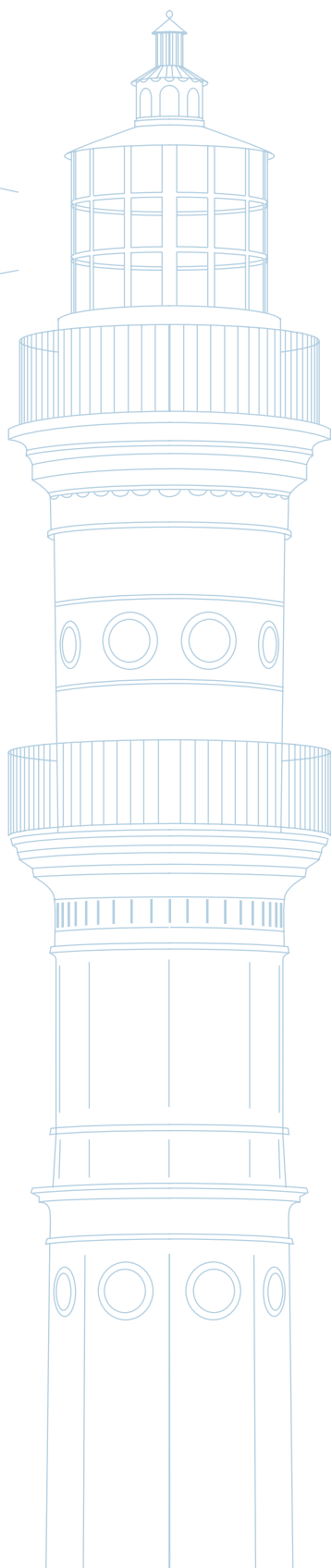
Zagadnienie odpowiedzialnego inwestowania jest nowością dla polskiego rynku finansowego. Mam jednak nadzieję, że kończący publikację rozdział *Jak opracować politykę inwestycyjną w zakresie odpowiedzialnego inwestowania. Przewodnik dla zarządzających aktywami*, okaże się użytecznym narzędziem dla tych podmiotów, które zdecydują się na podjęcie działań w zakresie odpowiedzialnego inwestowania. Przewodnik został opracowany w ramach inicjatywy Principles for Responsible Investment i za zgodą autorów przetłumaczony na potrzeby niniejszej publikacji.

## SUMMARY

The above comments are mostly full of the language of business profits which result from the positive influence of ESG factors in the investment process. We should remember however about one more investor group interested in applying non-financial standards in investment policies. They are investors who decided to comply with and implement own ethical standards also in their investing activities. They want to know that their money will not be invested e.g. in the entities that directly or indirectly violate human rights, support weapon production, achieve greater profits at the expense of the environment etc. There are countless conditions and moral criteria set by this group. And the fund managers should also remember these investors and offer them proper investment products. Unfortunately the Polish market still lacks this kind of products, called ethical funds.

The problem of responsible investing is still a novelty to the Polish financial market. I do hope however that the last part of this publication „How to develop investment policy in the scope of responsible investing. A guide for assets managers.” will prove to be a useful tool for these entities who decide to take steps in the field of responsible investing. The Guide has been prepared within the Principles for Responsible Investment initiative and translated for the need of this publication with the consent of its authors.





1

**Zaleca się, aby inwestorzy  
przejrzysto informowali  
o znaczeniu czynników ESG  
w polityce inwestycyjnej**



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Rosnące znaczenie CSR w odbiorze opinii publicznej sprawia, że uczestnicy rynku finansowego zaczynają zwracać baczniejszą uwagę na firmy akcentujące respektowanie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu w swojej działalności. Coraz częściej ten aspekt zaczyna ważyć na ich decyzjach finansowych – w tym również inwestycyjnych. Z tego względu niezwykle istotne jest, aby klienci instytucji finansowych, które zajmują się inwestowaniem powierzonych im środków (np. banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, firmy zajmujące się zarządzaniem aktywami) byli przez nie rzetelnie informowani o znaczeniu czynników ESG w realizowanej przez te firmy polityce inwestycyjnej. Oprócz umieszczania stosownych zapisów w odpowiednich aktach normatywnych określających zasady prowadzonej polityki inwestycyjnej (statuty, regulaminy, uchwały, procedury itp.) wskazane byłoby zgromadzenie stosowanych zasad w jednym miejscu oraz ich publikacja np. na stronie internetowej lub w specjalnym raporcie.

Z uwagi na rozległość tematyki CSR, a co za tym idzie – mnogość zagadnień z zakresu ESG oraz czynników wpływających na sposób doboru instrumentów do portfela inwestycyjnego, trudno jest sporządzić jeden, możliwy do powszechnego zastosowania, wzorec takiej publikacji. Dlatego przy opracowywaniu tego typu informacji należy uwypuklić przede wszystkim te elementy polityki inwestycyjnej, które mają największe znaczenie przy określaniu tzw. spektrum inwestycyjnego. Spektrum inwestycyjne to podzbiór rynków, emitentów i instrumentów finansowych wydzielony z ogólnego zbioru dostępnych inwestorom możliwości inwestycyjnych przez zastosowanie określonych czynników ESG jako kryteriów doboru.

Najłatwiejszym do zastosowania kryterium doboru instrumentów do portfela inwestycyjnego zarządzanego zgodnie z zasadami SRI są wykluczenia. Określając katalog zachowań emitentów papierów wartościowych, które inwestor uzna za rozbieżne z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu można ograniczyć swoje spektrum inwestycyjne wykluczając z niego pewne kraje, branże przemysłu lub poszczególne firmy.

Powodem wykluczenia może być fakt, że emitenci nie realizują zasad wymienionych w aktach prawnych, deklaracjach lub innych powszechnie znanych dokumentach. Za przykład mogą tu posłużyć *Powszechna Deklaracja Praw Człowieka*, *Protokół z Kioto*, konwencje Międzynarodowej Organizacji Pracy czy różnego rodzaju kodeksy dobrych praktyk opracowywane i publikowane przez różne środowiska. Dość jaskrawym przykładem jest również wykluczanie papierów skarbowych emitowanych przez kraje, w których stosowana jest kara śmierci. Innego rodzaju wykluczeniem jest eliminowanie z portfela określonych rodzajów działalności firm uznawanych za niezgodne z szeroko rozumianym interesem społecznym. Wyklucza się w ten sposób np. producentów alkoholu, wyrobów tytoniowych, energii wykorzystujących paliwo nuklearne, firmy z branży hazardowej czy pornograficznej, bądź wprowadzające do środowiska organizmy modyfikowane genetycznie lub dokonujące testów na zwierzętach. W procesie wykluczania należy uwzględnić fakt, że większość firm prowadzi swoją działalność w wielu obszarach, z których tylko niektóre inwestor może uznać za niezgodne z określonymi przez niego kryteriami. W takim przypadku pomocne okazuje się wskazanie dodatkowego kryterium (np. udziału wpływów z wykluczonej działalności w przychodach firmy) i dokonywanie wykluczeń dopiero po spełnieniu obu warunków. Zwykle przyjmuje się, że wpływ z wątpliwego, z punktu widzenia CSR, biznesu nie powinny stanowić większości przychodów danej firmy, choć można ten parametr ustalić na dowolnie wyższym lub niższym poziomie, a w skrajnym wypadku eliminować tych z emitentów, którzy naruszają zasady CSR nawet w marginalnym stopniu. Przy ustalaniu katalogu kryteriów wykluczających niezwykle istotne jest, by był on precyzyjny i przejrzysty, tak aby klienci instytucji finansowych powierzający im swoje środki mieli pełną jasność na co nie zostaną one spożytkowane.

Oprócz selekcji negatywnej można proces doboru instrumentów finansowych do portfela inwestycyjnego oprzeć na tzw. metodzie tematycznej. Jest ona często stosowana w inwestycjach o charakterze proekologicznym. Tworzone są np. fundusze inwestycyjne lokujące swoje środki wy-

**Leszek Dudzin**  
TFI SKOK

łącznie w przedsięwzięcia związane z pozyskiwaniem energii ze źródeł odnawialnych. Podobnie jak w opisanym wcześniej przypadku wykluczeń tak i tutaj stosuje się kryteria pomocnicze, takie jak udział popieranych przez inwestorów przedsięwzięć w całości działalności firmy.

Bardziej skomplikowanym sposobem określania spektrum inwestycyjnego jest definiowanie kryteriów odpowiedzialności społecznej w poszczególnych branżach przemysłu lub usług i określanie ich rangi dla każdej z branż, a następnie ocena sposobu włączenia czynników odpowiedzialności społecznej w działalność poszczególnych firm i tworzenie na tej podstawie rankingu dla danej branży. Dokonując tego typu oceny analizuje się relacje firmy z jej otoczeniem społeczno-ekonomicznym, na które składa się środowisko naturalne oraz lokalna społeczność żyjąca w bezpośrednim sąsiedztwie, a także pracownicy, klienci, dostawcy oraz inwestorzy. W zależności od charakteru działalności danego przedsiębiorstwa poszczególne czynniki odpowiedzialności społecznej mogą w różny sposób oddziaływać na jego otoczenie. Jako przykład niech posłużą dość oczywiste kryteria zużycia wody lub emisji gazów, które mają fundamentalne znaczenie w procesie oddziaływania na otoczenie przez hutę aluminium, a zupełnie marginalne w przypadku firmy informatycznej.

Podobną metodę można przyjąć oceniając poszczególne kraje emitujące papiery skarbowe. Analizuje się wówczas zaangażowanie danego państwa w ochronę środowiska (regulacje dotyczące zanieczyszczenia powietrza czy rolnictwa), relacje społeczne (swobody obywatelskie, prawa polityczne itp.) oraz warunki określające ład gospodarczy (swoboda działalności gospodarczej, wolna konkurencja, zagrożenie korupcją).

Tak głęboko prowadzona analiza daje zdecydowanie najlepsze efekty w procesie tworzenia polityki inwestycyjnej zgodnej z regułami inwestowania odpowiedzialnego społecznie. Jest ona jednak niezwykle złożona, a przez to trudna

do prostego przedstawienia szerszemu ogółowi w sposób jasny i zrozumiały. Dlatego należy dołożyć szczególnej staranności w procesie opisywania zasad polityki inwestycyjnej, aby zachować przejrzystość przekazu.

Wiele firm inwestycyjnych lub instytucji zbiorowego inwestowania realizuje politykę inwestowania odpowiedzialnego społecznie jedynie w niektórych spośród oferowanych produktów (np. kilka spośród kilkudziesięciu funduszy inwestycyjnych). Z tego względu często nie posiada wyspecjalizowanych zespołów analitycznych oceniających emitentów papierów pod kątem stosowania reguł CSR w ich działalności. W takich przypadkach z pomocą przychodzą im wyspecjalizowane firmy oferujące stosowne opracowania na zasadach komercyjnych. Z punktu widzenia samego uwzględniania czynników ESG w polityce inwestycyjnej nie stanowi to różnicy, ale należy mieć na uwadze sposób przedstawienia tego procesu w sposób zrozumiały dla inwestorów. Nie wystarczy tu jedynie informacja, że spektrum inwestycyjne wyznaczane jest w wyniku wskazania przez konkretną firmę analityczną niezależnie od tego czy jest to bezpośrednia rekomendacja, czy wynik selekcji negatywnej w postaci wykluczeń. Należy przedstawić zasady doboru oraz wymienić czynniki ESG uwzględniane podczas analizy, tak aby informacja była kompletna i jednocześnie przejrzysta.

Informowanie o znaczeniu czynników ESG w polityce inwestycyjnej nie jest zagadnieniem prostym i dlatego nie da się (przynajmniej na razie) określić uniwersalnego sposobu postępowania w tym zakresie, zwłaszcza że sama lista tych czynników ulega ciągłym modyfikacjom. Warto jednak opracować sposób prezentacji dbając przede wszystkim o jej jasność i zrozumiałość, a nade wszystko o kompletność. Wszak pomijanie niektórych informacji samo w sobie stanowi naruszenie reguł CSR, a firma oceniająca ich stosowanie przez innych powinna przede wszystkim przestrzegać ich sama.



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

3 lipca 2012 r. Komisja Europejska (KE) opublikowała wniosek rozporządzenia (COM(2012) 352/3), w którym proponuje wprowadzenie obowiązku publikowania przez dostawców detalicznych produktów inwestycyjnych dokumentów zawierających kluczowe informacje (ang. *Key Information Document* - KID), obejmujących m.in. dane na temat uwzględniania kwestii środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (ang. *Environmental, Social and Governance* - ESG). Wobec planowanej regulacji dostawcy wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych, produktów inwestycyjnych opartych na ubezpieczeniach, detalicznych produktów strukturyzowanych, a także indywidualnych produktów emerytalnych będą musieli rozważyć czy i w jaki sposób uwzględniać czynniki ESG w swoim procesie inwestycyjnym. Warto przyrzeć się głębiej tym czynnikom i zastanowić się jak wpływają one na wartość firmy i długoterminowy zwrot z inwestycji. Poniższe opracowanie powstało na podstawie kategorii wyszczególnionych na platformie ASSET4 agencji Thomson Reuters<sup>1</sup> oraz wytycznych do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju GRI G3<sup>2</sup>.

## Czynniki związane z zarządzaniem środowiskowym

Adam Grzymisławski  
Taxand Polska

### Redukcja zużycia zasobów

W kategorii redukcja zużycia zasobów mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie efektywnego wykorzystania zasobów naturalnych w procesie tworzenia wartości. Odzwierciedla to zdolność przedsiębiorstwa do zmniejszenia zużycia materiałów, energii lub wody, poprzez wdrożenie bardziej ekologicznych rozwiązań i technologii.

**Materiałochłonność** to ilość materiałów potrzebna do wyprodukowania sztuki produktu. Zmniejszenie materiałochłonności oraz wprowadzanie do procesu produkcyjnego **materiałów pochodzących z recyklingu** może się przyczynić do obniżenia łącznych kosztów działalności gospodarczej, więc z punktu widzenia inwestorów zwiększa efektywność finansową firmy.

Umiejętność efektywnego wykorzystania energii przez firmę znajduje swoje odbicie w **efektywności energetycznej**, czyli we wskaźniku przychodu

#### Czynniki środowiskowe

- ▶ Redukcja zużycia zasobów
- ▶ Redukcja emisji
- ▶ Innowacje produktowe

#### Czynniki odpowiedzialności społecznej

- ▶ Jakość zatrudnienia
- ▶ Bezpieczeństwo i higiena pracy
- ▶ Szkolenia i rozwój
- ▶ Różnorodność i równość szans
- ▶ Prawa człowieka
- ▶ Społeczność
- ▶ Odpowiedzialność za produkt

#### Czynniki ładu korporacyjnego

- ▶ Struktura zarządu
- ▶ Polityka wynagrodzeń zarządu
- ▶ Prawa akcjonariuszy
- ▶ Funkcje zarządu
- ▶ Wizja i strategia

<sup>1</sup> Cheng Beiting, Ioannou Ioannis, Serafeim George; Corporate Social Responsibility and Access to Finance; Working Paper; 05.2012.

<sup>2</sup> Global Reporting Initiative; Wytyczne do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju + Zestawy Wskaźników Wersja 3.0; 2006.

ze sprzedaży na jednostkę energii. Zużycie energii przekłada się bezpośrednio na koszty operacyjne, a więc zwiększanie efektywności energetycznej wywiera długoterminowy pozytywny wpływ na wynik finansowy, zmniejsza przyszłą zależność organizacji raportującej od nieodnawialnych źródeł energii i obniża ryzyko wynikające ze zmian w dostawach oraz cenach energii. W procesie inwestycyjnym inwestor powinien więc zwrócić uwagę na usprawnienia techniczne procesów i infrastruktury, implementowane przez firmę oraz inne inicjatywy oszczędzania energii.

Informacje na temat całkowitej objętości **pobranej wody** przyczyniają się do zrozumienia skali potencjalnych wpływów oraz ryzyka związanego ze zużyciem wody przez organizację raportującą. Inwestor powinien zwrócić uwagę na to, w jakim stopniu procesy produkcyjne wymagają czystej wody, która staje się coraz częściej dobrem rzadkim. Dla wielu firm łączny pobór wody może bowiem wskazywać na wielkość ryzyka wywołanego przez przerwy w dostawach wody lub wzrost jej kosztu, a w regionach, gdzie źródła wody są reglamentowane, również wpływać na relacje z interesariuszami. Podejmowanie przez firmę systematycznych działań na rzecz monitorowania i poprawy efektywności wykorzystania wody, np. poprzez wzrost stopnia ponownego wykorzystania i recyklingu może prowadzić do zmniejszenia jej zużycia, utylizacji i kosztów usuwania, co przekłada się na efektywność finansową całej firmy.

Dane dotyczące wyników w zakresie redukcji zużycia zasobów powinny być zawsze analizowane w odniesieniu do wydatków na inwestycje organizacyjne lub technologiczne. Inwestorzy powinni domagać się od firm raportowania tych danych, gdyż pozwoli to im ocenić, jak skutecznie firma wykorzystuje zasoby do poprawy wyników. Prześledzenie i przeanalizowanie w kompleksowy sposób w dłuższym okresie tych danych pozwala inwestorom ocenić wartość inwestycji środowiskowych z punktu widzenia poprawy wyników organizacji<sup>3</sup>.

Dostrzegając te trendy wiele globalnych instytucji zarządzających aktywami wprowadziło do swojej oferty fundusze, które skupiają się na spółkach wdrażających bardziej ekologiczne rozwiązania. Tak jest w przypadku np. HSBC Global Asset Management, którego jeden z subfunduszy, dostępnych także w Polsce - HSBC GIF CLIMATE CHANGE, ma określone w swojej polityce inwestycyjnej: *Subfundusz dąży do uzyskania długookresowego wzrostu kapitału poprzez inwestowanie głównie w mocno zdywersyfikowany portfel zawierający akcje i papiery wartościowe równoważne z akcjami spółek prowadzących działalność w dziedzinach mających związek ze zmianami klimatycznymi, takich jak produkcja energii ze źródeł alternatywnych, oszczędzanie wody i energii, minimalizacja ilości odpadów i ścieków, produkcja emitująca małe ilości związków węgla i modernizacja zakładów przemysłowych*<sup>4</sup>.

### Redukcja emisji

W kategorii redukcja emisji mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie zmniejszenia emisji do środowiska przy produkcji i procesach operacyjnych. Odzwierciedla to zdolność przedsiębiorstwa do redukcji emisji powietrznych (gazy cieplarniane, substancje zubożające warstwę ozonową, NOx i SOx, itp.), ilości odpadów zwykłych i niebezpiecznych, zrzutów wody, wycieków lub wpływu na bioróżnorodność oraz zdolność do partnerstwa z organizacjami, zajmującymi się ochroną środowiska, w celu zmniejszenia wpływu środowiskowego spółki w lokalnym lub szerszym kontekście.

**Emisje powietrzne** mogą być przyczyną zmian klimatycznych. Wielkość emisji reguluje Konwencja ONZ w sprawie zmian klimatycznych (United Nations Framework Convention on Climate Change – UNFCCC) oraz *Protokół z Kioto*. Na jego podstawie powstały różne krajowe i międzynarodowe regulacje oraz systemy zachęt (np. obrót pozwoleniami na emisję), których celem jest kontrola skali emisji oraz nagradzanie za ograniczanie emisji.

<sup>3</sup> PRI Association, UNEP Finance Initiative Universal Ownership; Why environmental externalities matter to institutional investors; 10.2010.

<sup>4</sup> HSBC Global Asset Management; HSBC GIF CLIMATE CHANGE Sierpień 2012; [http://www.assetmanagement.hsbc.com/pl/attachments/dystrybutorzy/funds/factsheet/hsbc\\_gif\\_climate\\_change\\_pl.pdf](http://www.assetmanagement.hsbc.com/pl/attachments/dystrybutorzy/funds/factsheet/hsbc_gif_climate_change_pl.pdf); dostęp: 10.09.2012.

W miarę tego, jak rządy starają się regulować działalność powodującą zmiany klimatyczne, firmy, które są bezpośrednio lub pośrednio odpowiedzialne za emisje stoją przed wynikającym z regulacji ryzykiem zwiększonych kosztów lub ryzykiem wystąpienia innych czynników mających wpływ na ich konkurencyjność. Koszty redukcji są zwykle niższe niż koszty wynikające z odszkodowań za zanieczyszczenia<sup>5</sup>. Inwestorzy powinni zwrócić uwagę, na ile firma dostosowuje się i antycypuje przepisy lub systemy obrotu na szczeblu międzynarodowym lub krajowym, podejmując działania na rzecz ograniczania emisji, np. poprzez staranny dobór niskoemisyjnych maszyn, usług czy obiektów produkcyjnych lub zwiększenie wykorzystania energii odnawialnych.

Jednak limity nałożone na emisje gazów cieplarnianych mogą również stwarzać szanse ze względu na powstawanie nowych technologii i rynków. Dotyczy to szczególnie organizacji, które mogą w bardziej efektywny sposób wykorzystywać lub produkować energię i produkty energetyczne. Wyniki przewyższające normy mogą przyczynić się do poprawy relacji ze społecznościami lokalnymi i pracownikami, a także dać możliwość utrzymania lub poszerzenia skali działalności.

W The Co-operative Asset Management (TCAM), brytyjskiej firmie, zajmującej się zarządzaniem aktywami, w procesie wyceny spółek uczestniczą 2 zespoły – analityków finansowych i ESG. Na potrzeby procesu inwestycyjnego wydają oni wspólną wycenę spółki, zawierającą opis i wpływ kwestii finansowych i pozafinansowych. I tak np. w roku 2011 w ten sposób jako atrakcyjna inwestycja została zidentyfikowana amerykańska spółka Cummins. Zespoły przewidziały wzrost przychodów firmy z racji silnej pozycji na rynku urządzeń generujących niskowęglową energię, w związku z planowanymi zmianami w standardach dotyczących emisji. Podobne rekomendacje i dyskonta lub bonusy w wycenie związane z kwestiami ESG miały miejsce w analizie ponad 200 spółek, znajdujących się w zasięgu zainteresowania inwestycyjnego firmy<sup>6</sup>.

Ilość i jakość **zrzucanych ścieków** przekłada się bezpośrednio na skutki ekologiczne i koszty operacyjne. Dzięki stopniowej poprawie jakości zrzucanych ścieków i/lub ograniczeniu ich objętości firma ma możliwość ograniczenia wpływu, jaki wywiera na otaczające środowisko oraz ryzyka związanego z nieprzestrzeganiem obecnych lub przyszłych przepisów środowiskowych. Zwiększa to tzw. „licencję na działanie”, czyli przyzwolenie społeczne na działalność firmy.

Dane dotyczące **ilości odpadów** mogą rozszerzyć wgląd w to, czy organizacja czyni postępy w zakresie poprawiania wydajności procesów i produktywności. Z finansowego punktu widzenia ograniczenie ilości odpadów i zwiększenie udziału recyklingu przekłada się bezpośrednio na obniżenie kosztów materiałów, przetwarzania i utylizacji.

**Wycieki chemikaliów, olejów i paliw** mogą mieć istotny ujemny wpływ na otaczające środowisko, w tym na grunty, wodę, powietrze, bioróżnorodność i zdrowie ludzkie. Ważne dla inwestora powinno być więc czy firma, narażona na takie ryzyko, systematycznie monitoruje swoje działania i zapobiega wyciekom, gdyż brak określonych polityk wiąże się bezpośrednio z ryzykiem nieprzestrzegania przepisów i interwencji organów nadzoru, ryzykiem finansowym z tytułu utraty surowców, kosztami rekultywacji oraz szkodami dla reputacji.

**Strategia ochrony bioróżnorodności** obejmuje zespół elementów związanych z zapobieganiem, zarządzaniem i naprawą szkód wyrządzonych siedliskom naturalnym w wyniku działalności organizacji. Z punktu widzenia inwestora, jeżeli firma może mieć wpływ na grunty położone na obszarach prawnie chronionych lub obszarach o dużej wartości pod względem bioróżnorodności, posiadanie takiej strategii jest niezbędne w celu unikania nieprawidłowości w zarządzaniu oraz obniżenia ryzyka pogorszenia reputacji, opóźnień w uzyskiwaniu pozwolenia na budowę i utraty „licencji na działanie”. Z drugiej strony, zapewnienie integralności siedlisk naturalnych

<sup>5</sup> Rayment M. et al (2009); The economic benefits of environmental policy; GHK, Sustainable Europe Research Institute (SERI), Transport & Mobility Leuven, VU University Amsterdam, Institute for Environmental Studies (IVM); 2009.

<sup>6</sup> The Co-operative Asset Management; Responsible Investment Annual Review 2011/2012; 2012.

może poprawić reputację organizacji, stabilność otaczającego środowiska i zasobów naturalnych oraz akceptację przez lokalne społeczności. Posiadanie programów oraz ich odpowiednia struktura są szczególnie ważne, gdy regulacje krajowe nie dają jasnych punktów odniesienia dla firmy do planowania zarządzania bioróżnorodnością.

Aby minimalizować omawiane ryzyka The Zürcher Kantonalbank (ZKB), trzeci największy bank w Szwajcarii, ma określone w swojej polityce wykluczenie ze spektrum inwestycyjnego m.in. spółek, które produkują trwałe zanieczyszczenia organiczne, prowadzą niezrównoważoną wyćinkę lasów i niezrównoważone rybołówstwo<sup>7</sup>. W procesie identyfikowania ryzykownych inwestycji, bank wspomagany jest przez ekologiczną organizację pozarządową WWF Switzerland, która otrzymała prawo do comiesięcznego przeglądu spektrum inwestycyjnego banku i zawetowania inwestycji w spółki szkodzące środowisku oraz doradza bankowi w kwestiach zrównoważonego rozwoju.

### Innowacje produktowe

W kategorii innowacji produktowych mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie wspierania badań i rozwoju ekologicznych produktów lub usług. Odzwierciedla to zdolność przedsiębiorstwa do obniżenia kosztów i obciążeń środowiskowych dla swoich klientów, a tym samym tworzenia nowych możliwości rynkowych przez nowe, przyjazne środowisku technologie i procesy lub zaprojektowane w sposób ekologiczny produkty o niższym koszcie użytkowania.

Inwestor powinien zwrócić uwagę na działania firmy w zakresie dostarczania efektywnych energetycznie produktów i usług, gdyż tzw. „projektowanie dla środowiska” może pomóc w określeniu nowych możliwości gospodarczych, zróżnicować produkty i usługi, stymulować innowacje technologiczne oraz zmniejszać koszt użytkowania towarów konsumpcyjnych dla klientów, a każdy z tych elementów może przełożyć się na budowanie przewagi konkurencyjnej. Uwzględnienie

kwestii ochrony środowiska na etapie projektowania produktu lub usługi może również zmniejszyć ryzyko niezgodności z przyszłym prawodawstwem w zakresie ochrony środowiska.

Równie ważnym aspektem jest to, że w niektórych branżach wpływ produktów i usług na środowisko na etapie użytkowania (np. zużycie wody przez pralkę, emisja dwutlenku węgla przez samochód) oraz na koniec okresu ich użytkowania może być równy lub wyższy niż na etapie produkcji. Znaczenie takiego wpływu zależy zarówno od zachowania klientów, jak i sposobu zaprojektowania produktu/usługi. Aktywne podejścia do oceny i zwiększenia pozytywnego wpływu produktów i usług firmy na środowisko w całym cyklu życia przyczynia się do budowania dobrej reputacji, powinno być więc również analizowane przez inwestorów.

## Czynniki związane z odpowiedzialnością społeczną

### Jakość zatrudnienia

W kategorii jakość zatrudnienia mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie zapewnienia wysokiej jakości zatrudnienia i warunków pracy. Odzwierciedla to zdolność przedsiębiorstwa do zwiększenia lojalności i produktywności pracowników poprzez dystrybucję satysfakcjonującego i sprawiedliwego wynagrodzenia, koncentrowanie się na długoterminowym podnoszeniu zatrudnienia i stabilności poprzez unikanie zwolnień oraz utrzymywanie dobrych kontaktów ze związkami zawodowymi.

Wskaźniki **rotacji pracowników** dostarczają informacji na temat dwóch ważnych aspektów organizacji. Z jednej strony zdolność danej firmy do zatrzymywania wysokiego procentu swojej siły roboczej jest **atutem** - wraz z pracownikami zostają w firmie ich umiejętności, wiedza itp., co jest kluczowe dla ciągłości i przyszłego rozwoju. Wysoka fluktuacja natomiast może wskazywać na występowanie niepewności i niezadowolenia wśród pracowników oraz zazwyczaj stawia

<sup>7</sup> ZKB Sustainability Research; A short description of our approach September 2009; [http://www.zkb.ch/etc/ml/repository/textdokumente/english/corporate/sustainability\\_research\\_pdf.File.pdf](http://www.zkb.ch/etc/ml/repository/textdokumente/english/corporate/sustainability_research_pdf.File.pdf); dostęp: 10.09.2012.

organizację w sytuacji napięcia. Nierównomierne rozkład rotacji według kategorii wiekowych lub płci może wskazywać na niedostosowanie oraz ewentualne nierówne traktowanie w pracy. Rotacja kadr prowadzi do zmiany kapitału ludzkiego i intelektualnego organizacji i może wpływać na wydajność. Obciążeniem dla organizacji są również wysiłki i koszty związane z rekrutacją, wdrożeniem i wyszkoleniem nowych pracowników. Jednak wysoki wskaźnik utrzymania pracowników może być również **wadą**, jeżeli organizacja nie zapewnia równocześnie przyjmowania na pokład nowych osób, szczególnie młodych, w celu zrównoważenia dojrzałości pracowników, tak aby ciągłość działania nie była zagrożona. Powstanie nowych stanowisk pracy można oszacować netto, korzystając z danych dotyczących wielkości zatrudnienia.

**Wielkość zatrudnienia** daje obraz skali wpływu zagadnień związanych z pracą. Zestawienie łącznej liczby pracowników według rodzaju zatrudnienia, typu umowy o pracę i regionu („region” oznacza kraj lub obszar geograficzny) pokazuje, jak organizacja kształtuje swoje zasoby ludzkie w celu realizacji ogólnej strategii. Daje też obraz modelu działalności biznesowej organizacji i stanowi wskazówkę odnośnie stabilności pracy i poziomu świadczeń dodatkowych oferowanych przez organizację. Wielkość zatrudnienia jest standardowym czynnikiem normalizacji dla wielu wskaźników zintegrowanych, jest też wykorzystywana jako podstawa obliczania wielu innych wskaźników. Wzrost lub spadek zatrudnienia netto udokumentowane w danych wykazywanych przez okres trzech lub więcej lat stanowią ważny element wkładu danej organizacji w ogólny rozwój gospodarczy i zrównoważony rozwój zasobów ludzkich.

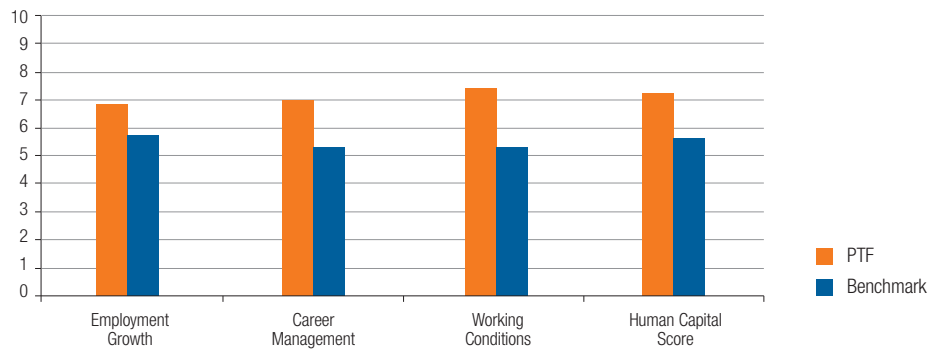
Powinno się również badać na ile organizacja jest w stanie przeprowadzać istotne zmiany w działalności bez szkody dla dobrego środowiska pracy oraz zadowolenia i motywacji pracowników. Takie wskaźniki jak **minimalny okres wypowiedzenia**, czy **minimalne wyprowadzenie, z jakim informuje się o istotnych zmianach operacyjnych** pomagają określić czy firma stara się zminimalizować niekorzystne wpływy zmian operacyjnych na pracowników i społeczność lokalną.

W tym kontekście istotne jest również zapewnienie przez firmę swobody zrzeszania się, która należy do praw człowieka określonych w międzynarodowych deklaracjach i konwencjach, w szczególności w *Fundamentalnych Konwencjach MOP nr 87 i 98*. Zbiorowe układy pracy (**umowy zbiorowe**) to element ogólnego systemu odpowiedzialnego zarządzania, z jednej strony stabilizujący zatrudnienie, a z drugiej stanowiący doskonałą formę angażowania interesariuszy.

Dla inwestora istotne mogą być również dane na temat wysokości **wynagrodzenia pracowników** najniższego szczebla w stosunku do płacy minimalnej na danym rynku. Oferowanie wynagrodzeń powyżej minimum może stanowić czynnik budowy silnych więzów w poszczególnych społecznościach, lojalności pracowników oraz wzmocnienia “licencji na działanie”. Gdy organizacja zapewnia dodatkowo swoim pracownikom **program emerytalny**, jest to rodzaj zobowiązania, na podstawie którego pracownicy planują własny dobrobyt w dłuższym okresie. Właściwie finansowany program emerytalny może pomóc w przyciągnięciu i utrzymaniu stabilnej załogi oraz wspieraniu planowania finansowego i strategicznego przez pracodawcę.

Na ile skuteczne są programy zapewnienia jakości zatrudnienia, inwestor może sprawdzić za pośrednictwem wskaźnika absencji który jest stosunkowo skutecznym wskaźnikiem odzwierciedlającym morale pracowników, szczególnie w przemyśle.

Globalny dostarczyciel funduszy inwestycyjnych AXA, ma w swojej ofercie fundusz AXA WF Framlington Human Capital, który skupia się na inwestowaniu w spółki, które osiągają lepsze w stosunku do benchmarku wyniki w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi. Na wykresie przedstawiono średni rating spółek należących do portfolio funduszu w stosunku do średniego ratingu spółek wchodzących w skład indeksów DJStoxx Mid i DJStoxx Small w kategoriach wzrostu zatrudnienia, zarządzania karierą, warunków pracy i ogólnego wyniku zarządzania zasobami ludzkimi.

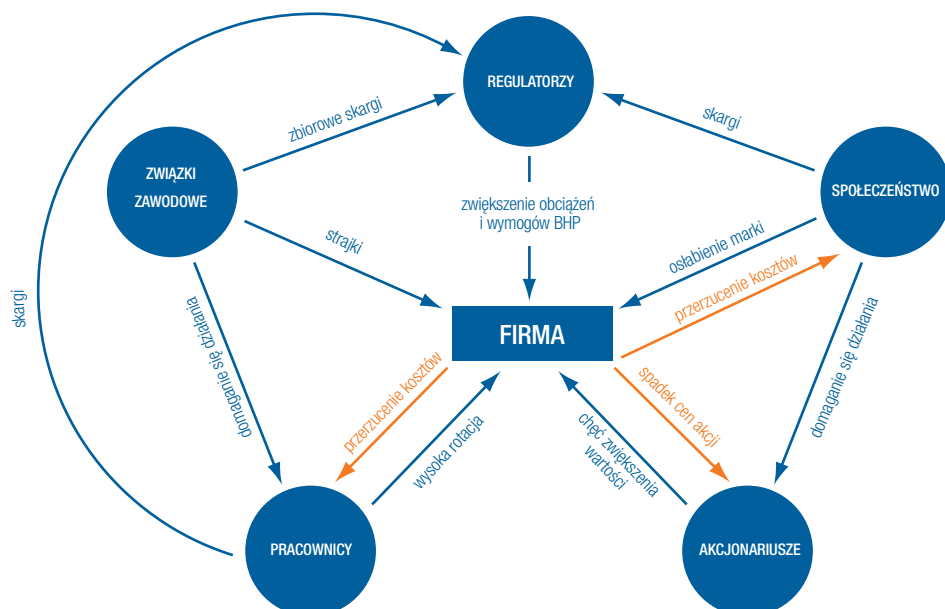
**Wykres 1. Porównanie ratingów funduszu AXA WF Framlington Human Capital i benchmarku**

Źródło: AXA Investing Managers; Responsible Investment Reporting; June 2012.

### Bezpieczeństwo i higiena pracy

W kategorii bezpieczeństwo i higiena pracy mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie zapewnienia zdrowego i bezpiecznego miejsca pracy. Odzwierciedla to zdolność spółki do zwiększenia lojalności i produktywności pracowników poprzez włączenie do jej codziennej działalności operacyjnej problemów zdrowia fizycznego i psychicznego, dobrego samopoczucia i poziomu stresu wszystkich pracowników.

Dla inwestora ważne będzie czy firma podchodzi do kwestii BHP w sposób systematyczny, mając określoną strategię profilaktyki oraz dbałości o bezpieczeństwo i higienę pracy pracowników, w skład której mogą wchodzić edukacja, szkolenia, doradztwo, programy prewencyjne oraz programy kontroli ryzyka. Pomocna może być również informacja o istnieniu komisji ds. bhp z udziałem zarówno kierownictwa, jak i pracowników szeregowych, będącej dobrym narzędziem do zaangażowania pracowników w doskonalenie warunków bhp w miejscu

**Rysunek 1. Następstwa słabego zarządzania kwestiami BHP**

Źródło: AMP Capital Sustainable Funds.

pracy lub też zakresie kwestii BHP uwzględnionych w formalnych porozumieniach zawartych ze związkami zawodowymi. Odnosi się to szczególnie do firm działających w krajach o wysokim ryzyku wystąpienia chorób zakaźnych oraz w zawodach, w których występuje wysokie ryzyko wypadków oraz wysoki współczynnik określonych chorób.

Analizowane powinno być również to, w jaki sposób przyjęta strategia przekłada się na określone wskaźniki – wypadkowości, ciężkich zachorowań i dni nieobecności w pracy, w odniesieniu do średnich wyników branży i najbliższych konkurentów. Utrzymanie niskiego poziomu tych wskaźników przekłada się na zdrowie, morale, wydajność, satysfakcję i retencję pracowników, a także pomaga utrzymać poparcie społeczne dla działalności organizacji w danej społeczności lokalnej lub regionie.

Australijski fundusz AMP Capital w swoich analizach zwraca uwagę na ryzyka finansowe związane z kwestiami BHP – wysokość kosztów związanych z wypadkami w pracy, do których można zaliczyć m.in. odszkodowania i koszty nieobecności w pracy, dla australijskich przedsiębiorstw wynosi średnio 6% ich dochodów. Na obrazowym grafie fundusz przedstawia w jaki sposób słabe zarządzanie kwestiami BHP prowadzi do spadku cen akcji<sup>8</sup>.

### Szkolenia i rozwój

W kategorii szkolenia i rozwój mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie zapewniania szkoleń i rozwoju (edukacji) dla swoich pracowników. Odpowiedziala to zdolność przedsiębiorstwa do zwiększenia kapitału intelektualnego i podniesienia innowacyjności i konkurencyjności na rynku.

Szkolenia i edukacja stanowią ważny aspekt zobowiązania organizacji do utrzymania doskonałości poprzez inwestowanie w umiejętności i know-how pracowników. Porównanie wskaźnika średniej liczby godzin szkoleniowych w roku przypadających na pracownika, w odniesieniu do innych przedsiębiorstw z branży, pomaga zrozumieć gotowość organizacji do ulepszania procesów lub jakości produktów.

Dla inwestora szczególne znaczenie powinno mieć to, że ustrukturyzowane programy podnoszenia kwalifikacji pozwalają pracownikom efektywniej realizować cele strategiczne w zmieniającym się środowisku pracy oraz stanowią jeden z czynników motywujących do doskonalenia się na poziomie osobistym i organizacji, co nie pozostaje bez wpływu na osiągnięcie satysfakcji i zwiększenie wydajności pracowników.

Proces indywidualnego rozwoju pracowników byłby niekompletny bez oceny jakości pracy pracownika w odniesieniu do wspólnych celów organizacji. Przy analizowaniu jakości zarządzania zasobami ludzkimi, inwestor powinien więc wziąć pod uwagę, jaki odsetek pracowników podlega regularnym ocenom jakości pracy i przeglądowi rozwoju kariery zawodowej.

### Różnorodność i równość szans

W kategorii różnorodność i równość szans mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie utrzymania różnorodności i równości szans wśród swoich pracowników. Odpowiedziala to zdolność przedsiębiorstwa do zwiększania efektywności i innowacyjności kadry, poprzez pozyskanie, zatrzymanie i motywowanie różnorodnych pracowników (kobiety i mężczyźni, ludzi z wielu pokoleń, ludzi z etnicznie i rasowo różnych środowisk itp.) oraz zapewnienie równości szans bez względu na płeć, wiek, pochodzenie etniczne, wyznanie czy orientację seksualną.

**Zarządzanie różnorodnością** polega na zidentyfikowaniu poszczególnych wymiarów różnorodności istotnych dla danej organizacji oraz na stworzeniu takiego środowiska pracy, w którym pracownicy mieliby możliwość w pełni wykorzystać swoje różnorodne umiejętności na rzecz realizacji misji firmy. To, czy firma zarządza różnorodnością, jest ważne z punktu widzenia inwestora, ponieważ pracownicy z różnorodnym doświadczeniem, zarówno zawodowym jak i życiowym, różnorodnymi umiejętnościami czy poglądami, wnoszą do organizacji odmienny punkt widzenia, kreatywność i innowacyjność. Umożliwia to dotarcie firmy do szerszej grupy konsumentów oraz wypracowanie innowa-

<sup>8</sup> Kim Sarah; AMP Capital Sustainable Funds Position Paper; The Investment Reasons for OH&S; AMP Capital Investors; July 2005; <http://www.ampcapital.com.au/about-us/esg-and-responsible-investment/default.asp>

cyjnych rozwiązań produktowych czy usługowych, lepiej odpowiadających ich potrzebom, co następnie przełoży się pozytywnie na rachunek zysków i strat<sup>9</sup>. Szczególnie istotnym elementem jest ocena ryzyka nadmiernego starzenia się kadry, czyli sytuacji, gdy duża część pracowników przechodzi na emeryturę w stosunkowo krótkim okresie. Pożądane jest, aby firma stale zatrudniała nowych pracowników w terminie, który umożliwia przekazywanie wiedzy i doświadczenia dojrzałym pracownikom. Doświadczenia pokazują jednak, że często podejmowanie takich przezornych działań jest dalekie od standardowej praktyki wielu przedsiębiorstw, przez co zaburzona zostaje ich działalność operacyjna. W ocenie różnorodności mogą pomóc wskaźniki dotyczące składu ciał nadzorczych i kadry pracowniczej w podziale na kategorie według płci, wieku, przynależności do mniejszości itp.

Porównanie między zróżnicowaniem ogółu pracowników, a zróżnicowaniem kadry kierowniczej stanowi również informację o **równości szans**. Polityka zabraniająca dyskryminacji stanowi główny wymóg konwencji międzynarodowych oraz przepisów i wytycznych o charakterze społecznym. Podobnie jest z kwestią wynagrodzenia dla pracujących mężczyzn i kobiet za pracę jednakowej wartości. Istnienie skutecznego systemu monitorowania, w celu zapewnienia przestrzegania równości szans i wynagradzania na wszystkich szczeblach działalności organizacji, jest dla inwestora informacją pozwalającą minimalizować ryzyko finansowe związane z utratą reputacji czy też ewentualnymi kosztami procesów o dyskryminację.

### Prawa człowieka

W kategorii prawa człowieka mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie poszanowania podstawowych praw człowieka i konwencji międzynarodowych. Odzwierciedla to zdolność firmy do utrzymania dobrej reputacji oraz „licencji na działanie” poprzez zagwarantowanie wolności zrzeszania się, wykluczenia pracy dzieci czy też pracy przymusowej.

Prawa człowieka mocno zakorzeniły się w międzynarodowych standardach i prawach, w związku z tym istotna będzie informacja czy firmy zapewniają specjalistyczne szkolenia, umożliwiające pracownikom, szczególnie personelowi odpowiadającemu za zapewnienie bezpieczeństwa wobec osób trzecich, mającemu w swojej pracy możliwość użycia siły, respektowanie praw człowieka w toku ich bieżącej pracy. Informacja o procencie przeszkolonych pracowników i ilości szkoleń, z wyszczególnieniem pracowników ochrony, ułatwiają ocenę stopnia pogłębienia wiedzy danej organizacji na temat praw człowieka oraz ryzyka naruszenia reputacji i kosztownych procesów sądowych.

Tworzenie rozległych sieci dostawców i podwykonawców dostarczających produkty i usługi spowodował wzrost zainteresowania kwestią stosowania zasad ochrony praw człowieka w łańcuchu dostaw. Procesy kontroli i monitorowania wyników w zakresie ochrony praw człowieka w łańcuchu dostaw mogą stanowić dowód pozytywnego wpływu organizacji na szerszą społeczność biznesową. Dla inwestora informacja o tym może być istotna, gdyż poprzez **zawieranie w umowach z istotnymi dostawcami i podwykonawcami klauzul dotyczących praw człowieka** (płaca minimalna dla pracowników, normy bezpieczeństwa, poszanowanie praw ludności rdzennej, wykluczenie pracy dzieci i pracy przymusowej itp.), firma może minimalizować ryzyko problemów z przestrzeganiem praw człowieka po ich stronie. Problemy mogą zaszkodzić reputacji i zagrozić stabilności działalności danego dostawcy, co w niektórych przypadkach może zagrozić działalności operacyjnej firmy, a poprzez nagłośnienie sprawy przez media lub organizacje pozarządowe, także jej reputacji.

Aby skłonić firmy do minimalizowania tych ryzyk, inwestorzy angażują się w dialog z firmami. Przykładowo, 75% towarów firmy odzieżowej Reitmans (Canada) Limited pochodzi z krajów, gdzie są powszechnie łamane prawa człowieka. Spółka nie potwierdzała jednakże tych zagrożeń ani nie wyjaśniała akcjonariuszom w jaki sposób te ryzyka mogą zostać zminimalizowane. Wobec powyższego, akcjonariusz – firma Ethical Funds, po wielu nieudanych próbach podjęcia rozmów z zarządem, w czerwcu 2009 zgłosiła pro-

<sup>9</sup> Roszkowska-Śliż Maria; Różnorodność źródło efektywności i innowacji; <http://www.kartaroznorodnosci.pl/pl/roznorodnosc/zarzadzanie-roznorodnoscia---artykuly.html?id=11>; dostęp: 10.09.2012.

projekt uchwały pod głosowanie na WZA, obejmujący zobowiązanie do przedstawienia przez spółkę kodeksu postępowania dla wszystkich dostawców spółki oraz raportu odnośnie zgodności praktyk z międzynarodowymi wytycznymi konwencji. W następstwie zgłoszenia projektu uchwały zarząd wyraził zgodę na spotkanie oraz podjął działania w kierunku większej transparentności swojego łańcucha dostaw.

Inwestowanie bez brania pod uwagę kwestii praw człowieka, niesie ze sobą znaczne ryzyko również dla reputacji samego inwestora, poprzez nagłośnienie wątpliwych z punktu widzenia praw człowieka inwestycji przez organizacje pozarządowe. Głośnym przykładem ostatnich lat jest kampania na rzecz wycofania się przez instytucje finansowe na świecie z inwestowania w producentów zabójczych dla cywilów nawet wiele lat po konflikcie bomb kasetowych, zorganizowana przez Koalicję Kasetowej Amunicji (Cluster Munition Coalition; CMC), zrzeszającą setki NGO. W 2008 roku 111 państw poparło zakaz używania bomb kasetowych, jako zabójczych dla cywilów nawet dekady po konflikcie. Raport członków CMC - IKV Pax Christi (Holandia) i FairFin (Belgia) - z 2012 roku pokazuje że, 137 instytucji finansowych z całego świata wciąż ma zainwestowane 43 mld \$ w producentów tych bomb. Dzięki kampanii, szereg państw zakazało jednak inwestowania w takie spółki, a instytucje finansowe, w trosce o swoją reputację, stopniowo wycofują się z inwestycji<sup>10</sup>.

Wykluczenie współpracy z firmami związanymi z określoną bronią znajduje się w polityce inwestycyjnej polskiego Kredyt Banku: *Nie dokonujemy żadnych inwestycji w spółki, których działalność związana jest z rozwojem, produkcją lub handlem bronią, uznaną przez społeczność międzynarodową za niehumanitarną. A zatem nie wspieramy i nie współpracujemy z firmami produkującymi czy też sprzedającymi broń biologiczną, miny przeciwpiechotne, bomby i amunicję kasetową oraz broń zawierającą zubożony uran*<sup>11</sup>.

## Społeczność

W kategorii społeczność mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie utrzymania reputacji firmy w społecz-

ności (lokalnej, krajowej i globalnej). Odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do utrzymania „licencji na działanie” poprzez wykazywanie się pozytywnym bezpośrednim i pośrednim wpływem ekonomicznym na lokalne gospodarki czy też poszanowanie etyki biznesu.

Wpływ, jaki dana firma ma na lokalną gospodarkę, może sięgać dalej niż jedynie zatrudnienie i płatność wynagrodzeń i podatków. Informacja o tym, jak firma zarządza tym wpływem, jest informacją o potencjale do wzmocnienia reputacji marki danej firmy jako potencjalnego partnera, wzmacniając jednocześnie jej zdolność do kontynuowania dotychczasowych działań oraz inicjowania i rozwoju nowych.

Dla inwestorów istotne będą więc wskaźniki takie jak procedury w zakresie zatrudniania pracowników z rynku lokalnego, polityka, praktyki oraz udział wydatków przeznaczonych na usługi lokalnych dostawców czy też wkład w rozwój infrastruktury oraz świadczenie usług na rzecz społeczeństwa poprzez działania komercyjne, przekazywanie towarów oraz działania pro-bono. Świadczą one o stopniu, w jakim firma inwestuje w rozwój lokalnej gospodarki, zwiększając tym samym własne możliwości rozwoju. Ważne jest przy tym wzięcie pod uwagę nie tylko bezpośrednich wpływów ekonomicznych, koncentrujących się zazwyczaj na bezpośrednich konsekwencjach przepływów pieniężnych do interesariuszy, ale również wpływów pośrednich, obejmujących dodatkowe wpływy generowane w miarę obiegu pieniądza w gospodarce.

W tej kategorii istotne jest również przeanalizowanie, czy firma minimalizuje ryzyko wystąpienia praktyk korupcyjnych. Zjawisko to przyczynia się do zwiększania ubóstwa w gospodarkach przechodzących transformację, zwiększania szkód w środowisku naturalnym, łamania praw człowieka, niewłaściwego lokowania środków inwestycyjnych oraz podważania praworządności. Interesariusze oraz rynek, w tym normy międzynarodowe, w coraz większym stopniu wymagają od organizacji uczciwości, procedur nadzoru oraz dobrych praktyk gospodarczych. Korupcja może stanowić poważne zagrożenie dla reputacji, działalności i wyni-

<sup>10</sup> IKV Pax Christi, FairFin; Worldwide investments in CLUSTER MUNITIONS a shared responsibility; 06.2012.

<sup>11</sup> Kredyt Bank; Polityki CSR; [http://www.kredytbank.pl/o\\_banku/spoleczna\\_odpowiedzialnosc/polityki\\_csr.html](http://www.kredytbank.pl/o_banku/spoleczna_odpowiedzialnosc/polityki_csr.html); dostęp: 12.09.2012.

ków organizacji, a w konsekwencji także dla zwrotu z inwestycji. Przykładowo, skandal korupcyjny, który wyszedł na jaw w 2006 roku kosztował firmę Siemens 2,5 mld EUR, z czego 2 mld EUR stanowiły kary finansowe<sup>12</sup>. Firmie zabroniono także dalszych kontaktów z pewnymi klientami. Koszty wstydu i niedogodności pracowników, związanych z wrogim nastawieniem opinii publicznej, są trudne do oszacowania. Inwestorzy powinni więc wymagać od firm raportowania twardych polityk i procedur antykorupcyjnych oraz przeszkolenia w tym zakresie kadry pracowniczej, a w przypadku wystąpienia korupcji, wykazania podjętych w odpowiedzi na to działań.

### Odpowiedzialność za produkt

W kategorii odpowiedzialność za produkt mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie tworzenia wartości dodanej produktów i usług, z zachowaniem bezpieczeństwa dla klienta. Odzwierciedla to zdolność przedsiębiorstwa do utrzymania „licencji na działanie” poprzez produkcję wysokiej jakości towarów i usług, integrujących zdrowie, bezpieczeństwo i zachowanie prywatności klienta.

Klienci oczekują, że produkty i usługi będą spełniać swoją funkcję w zadowalający sposób i nie będą zagrożać zdrowiu ani bezpieczeństwu. Odpowiedzialność ta wynika nie tylko z prawa i regulacji, ale jest też określana w dobrowolnych kodeksach, takich jak Wytyczne OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych. Działania zmierzające do ochrony zdrowia i zapewnienia bezpieczeństwa osób, które korzystają z produktów lub usług są więc ważne dla inwestora, ponieważ mają bezpośredni wpływ na reputację organizacji oraz ponoszone przez nią ryzyko prawne i finansowe związane z koniecznością ewentualnego wycofania produktu/usługi, wypłacenia odszkodowań i ograniczenia sprzedaży. Z drugiej strony, firmy mogą osiągnąć dodatkową marżę na produktach, wyróżniających się pod względem najwyższych standardów bezpieczeństwa, na które wciąż rośnie popyt. O jakości i skuteczności wewnętrznych mechanizmów kontrolnych może świadczyć taki wskaźnik, jak całkowita liczba przypadków niezgodności z regulacjami i dobrowolnymi kodeksami w zakresie wpływu produktów i usług na zdrowie i bezpieczeństwo na każdym etapie cyklu życia.

Równie ważnym aspektem jest także przestrzeganie przez firmę prawa i najwyższych standardów w zakresie oznakowania produktów i usług, komunikacji marketingowej oraz ochrony prywatności klienta. Działania w powyższych obszarach, postrzegane jako niewłaściwe, stanowią ryzyko dla organizacji obejmujące zniechęcanie do siebie klientów i innych interesariuszy, utratę reputacji, koszty finansowe i postępowania prawne. Ponownie więc, inwestor powinien wymagać wykazania konkretnych polityk i procedur, mających na celu zapobieżenie wszelkim naruszeniom.

Jednak w obszarze produktów nie powinno skupiać się na samych ryzykach. Zasadne będzie zbadanie potencjału wzrostu zysków w przyszłości, a to znajdzie swoje odzwierciedlenie np. we wskaźniku satysfakcji klienta, będącym jedną z miar wrażliwości firmy na potrzeby jej klientów, która z perspektywy organizacji jest niezbędna do osiągnięcia długoterminowego sukcesu, a także wskaźniku nakładów na R&D, określającym ilość zasobów, jaką organizacja gotowa jest przeznaczyć na produkty, które będą zbywalne w odległej przyszłości.

### Czynniki związane z łańcem korporacyjnym

#### Struktura zarządu

W kategorii struktura zarządu mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie najlepszych praktyk ładu korporacyjnego, związanych z wyważonym składem zarządu. Odzwierciedla zdolność spółki do zapewnienia niezbędnej wymiany pomysłów i niezależnego procesu decyzyjnego przez doświadczony, różnorodny i niezależny zarząd.

W lipcu 2010 r. 10 inwestorów wysłało listy do 57 firm z USA, Kanady, Brazylii, Szwecji, Wielkiej Brytanii i Włoch, aby zachęcić je do wprowadzenia większej reprezentacji kobiet w zarządach i na wyższych szczeblach zarządzania. Na początku 2012 r. grupa przeanalizowała wyniki 45 firm z listy docelowej i okazało się, że 23 firmy poprawiły wyniki w tej dziedzinie, a w przypad-

<sup>12</sup> Institute of Business Ethics; The Recovery of Trust: Case studies of organisational failures and trust repair; 02.2012.

ku 13 z nich wzrost wyniósł więcej niż 30%<sup>13</sup>. Podobne inicjatywy inwestorów są coraz popularniejsze.

### Polityka wynagrodzeń zarządu

W kategorii polityka wynagrodzeń zarządu mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie najlepszych praktyk ładu korporacyjnego dotyczących konkurencyjnych i proporcjonalnych wynagrodzeń zarządu. Odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do przyciągnięcia i zatrzymania kadry kierowniczej i członków zarządu z koniecznymi umiejętnościami, przez łączenie ich wynagrodzenia z osobistymi, finansowymi lub pozafinansowymi celami.

W drugiej połowie 2011 roku grupa 11 inwestorów - sygnatariuszy zasad odpowiedzialnego inwestowania PRI, zbadała kwestię łączenia wskaźników ESG z wynagrodzeniami kadry wykonawczej i postanowiła opracować prostą publikację, która ma być używana jako narzędzie dialogu między inwestorami i firmami. Grupa przeprowadziła szczegółowe rozmowy z pięcioma spółkami, które wdrożyły już takie systemy: BHP Billiton, Eskom, Intel, National Australia Bank i Stockland. Ostateczna publikacja składa się z trzech głównych filarów z zaleceniami dotyczącymi sposobu identyfikowania wskaźników ESG, oraz łączenia ich z wynagrodzeniami zarządu<sup>14</sup>.

### Funkcje zarządu

W kategorii funkcje zarządu mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie najlepszych praktyk ładu korporacyjnego związanych z działalnością i funkcjami zarządu. Odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do posiadania skutecznego zarządu poprzez ustanowienie przy zarządzie niezbędnych komisji z przydzielonymi zadaniami i obowiązkami, w skład których wchodzi kwestie zrównoważonego rozwoju.

### Prawa akcjonariuszy

W kategorii prawa akcjonariuszy mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie najlepszych praktyk ładu korporacyjnego związanych z polityką wobec akcjo-

nariuszy oraz równego traktowania akcjonariuszy. Odzwierciedla zdolność spółki do bycia atrakcyjnym dla akcjonariuszy mniejszościowych, poprzez zapewnienie im równych praw i przywilejów oraz ograniczenie użycia narzędzi antyprzejściowych.

### Wizja i strategia

W kategorii wizja i strategia mierzy się zaangażowanie i skuteczność systemów zarządzania w firmie w zakresie stworzenia nadrzędnej wizji i strategii integrującej aspekty finansowe i pozafinansowe. Odzwierciedla to zdolność przedsiębiorstwa do przekonującego pokazania i komunikowania, że integruje wymiar ekonomiczny (finansowy), społeczny i środowiskowy w swoich codziennych procesach podejmowania decyzji.

Jako ilustracja tego, że te kwestie są ważne dla inwestorów, może służyć przykład USA, gdzie obserwuje się coraz większą aktywność w zakresie zaangażowania akcjonariuszy w kwestie społeczne i środowiskowe na walnych zgromadzeniach. W 2011 roku tych kwestii dotyczyło 40% przedłożonych wniosków akcjonariuszy, a średnie poparcie dla tego typu wniosków osiągnęło w 2011 poziom 20% w porównaniu do 18,2% w 2010 i 8,7% dekadę temu, co pokazuje, że inwestorzy coraz mocniej dążą do tego, żeby z wizji i strategii firmy płynął jej zrównoważony rozwój<sup>15</sup>.

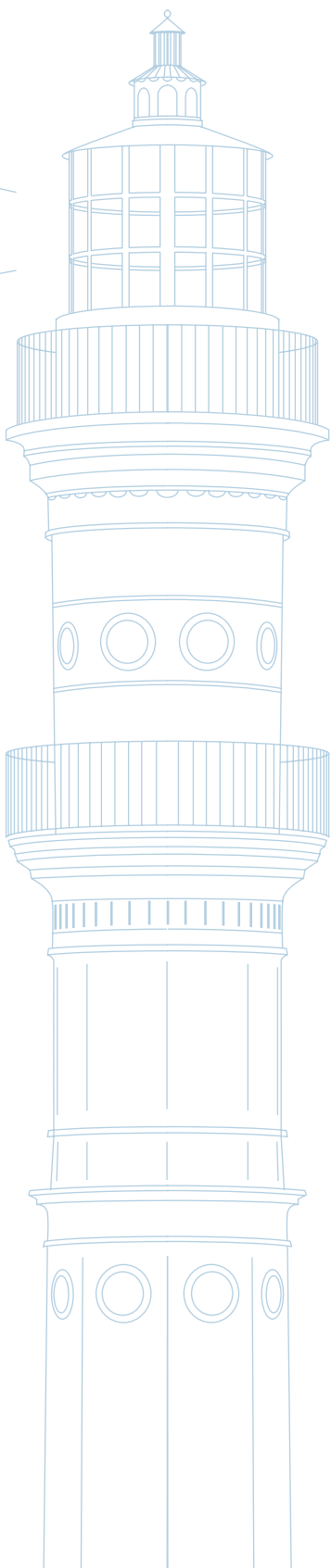
### Podsumowanie

Jak pokazuje powyższa analiza, szereg czynników pozafinansowych z różnych dziedzin może wpływać na wartość inwestycji. O ich znaczeniu najlepiej świadczy coraz większe zaangażowanie inwestorów w poprawianie standardów ESG w spółkach, w które inwestują. Nie ulega wątpliwości, że kwestie zarządzania środowiskowego, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego są nośnikami wartości. Wypracowanie właściwej ich oceny, zintegrowanie ze standardową analizą finansową i przejrzyste o tym informowanie w polityce inwestycyjnej może być dla dostawców usług inwestycyjnych istotnym narzędziem budowania przewagi konkurencyjnej.

<sup>13</sup> Principles for Responsible Investments; Annual Report 2012; 2012.

<sup>14</sup> Principles for Responsible Investments; Integrating ESG issues into executive pay; 06.2012.

<sup>15</sup> Leading corporate sustainability issues in the 2012 proxy season; Ernst&Young; 2012.



## 2

**Zaleca się, aby inwestorzy  
uwzględniali czynniki ESG  
w procesie podejmowania  
decyzji inwestycyjnych**



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie *Social Responsible Investment (SRI)* polega na trwałym wkomponowywaniu w proces inwestycyjny, oprócz kryteriów stricte ekonomicznych, wartości społecznych (*Social*), ekologicznych (*Environment*) oraz budowaniu dialogu z interesariuszami i ładu korporacyjnego (*Corporate Governance*) (tzw. ESG)<sup>16</sup>. Istotną różnicą w relacji do „standardowego” procesu inwestycyjnego jest uwzględnienie szerszego kontekstu podejmowania decyzji inwestycyjnych, poszukiwanie konsensusu rachunku ekonomicznego opłacalności inwestycji i odpowiedzialności inwestora za długoterminowe skutki inwestycji. Jak stwierdza laureat Nagrody Nobla Joseph Stiglitz: „społecznie odpowiedzialne inwestowanie to prawdopodobnie najważniejszy i najbardziej pomyślny kierunek rozwoju nowoczesnego zarządzania aktywami”<sup>17</sup>.

#### Argumenty za uwzględnianiem kryteriów społecznych, środowiskowych i związanych z nadzorem korporacyjnym (ESG) w proces inwestycyjnym:

- wzrost świadomości społecznej w zakresie postrzegania roli instytucji finansowych w społeczeństwie,
- legalizacja wdrażania koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym na szczeblu UE,
- nowe możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz umocnienie pozycji konkurencyjnej na rynku finansowym.

Biorąc pod uwagę, że przedsiębiorstwa obecnie coraz częściej są 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, nasila się presja społeczna na podmioty gospodarcze uwzględniania kryteriów pozaekonomicznych w realizowanej działalności. Jest to szczególnie istotne dla instytucji finansowych, tj.: banki, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne i emerytalne, bowiem, ich pozycja rynkowa – jako instytucji powierniczych – w znacznie większym stopniu zależy od zaufania i dobrych relacji z podstawowymi grupami interesariuszy niż w przypadku „tradycyjnych” przedsiębiorstw<sup>18</sup>. Relacje instytucji finansowej z klientami cechuje pewna „kruchość”<sup>19</sup>, uwarunkowana niematerialnym charakterem usług finansowych, wynikająca z charakteru relacji między stronami kontraktu: właściciel kapitału – instytucja powiernictwa, co powoduje, że zaufanie dla funkcjonowania tych instytucji jest sprawą kluczową<sup>20</sup>. Uwzględnianie kryteriów ESG w procesie inwestycyjnym jest istotnym elementem zarządzania ryzykiem reputacji instytucji finansowej. Przyczynia się do kształtowania: pozytywnego wizerunku instytucji finansowej, wyróżnia ją na rynku (tzw. aktywny PR) lub też unikania krytyki, negatywnego nastawienia (tzw. defensywny PR). Nabiera to szczególnego znaczenia w warunkach ogólnego spadku zaufania do instytucji finansowych, zastrzeżeń co do rzetelności i uczciwości realizowanej działalności.

**prof. nadzw. dr hab.  
Teresa Czerwińska**  
Wydział Zarządzania  
Uniwersytetu  
Warszawskiego

<sup>16</sup> Communication from the Commission to the European Parliament, The Council and the European Economic and Social Committee (2006) – Implementing the Partnership for Growth and Jobs – Making Europe a Pole of Excellence on CSR which cites the Commission Green Paper 2001 “Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility”, COM (2001)366, Brussels COM(2006) 136 final, s. 2; *Corporate Social Responsibility. Partners for Progress*, OECD 2001; *The Principles for Responsible Investment*, UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact 2007; A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, D. Siegel, *The Oxford Handbook of corporate social responsibility*, Oxford University Press, Oxford 2008.

<sup>17</sup> *High Net Worth Individuals and Sustainable Investment*, EUROCIF 2010.

<sup>18</sup> 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; T. T. Czerwińska, *Spółecznie odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 3 2009.

<sup>19</sup> 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.

<sup>20</sup> Jak wykazują badania, zaufanie jest kluczowym czynnikiem przy zawieraniu transakcji ubezpieczeniowych, bowiem 75% badanych, którzy deklarują zaufanie do reprezentantów firm ubezpieczeniowych kupuje polisy ubezpieczeniowe. Natomiast, ponad 96% badanych wskazuje reputację firmy ubezpieczeniowej jako jeden z najważniejszych czynników decydujących o zawarciu polisy ubezpieczeniowej. (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).

Wzrost świadomości w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu oraz presja społeczna spowodowały, że na szczycie Unii Europejskiej w 2001 roku wypracowano *Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility* zalecający krajom członkowskim wypracowanie odpowiednich narodowych rozwiązań legislacyjnych, w celu zapewnienia podstaw do rozwoju praktyk CSR. Natomiast, w marcu 2011r. społeczna odpowiedzialność biznesu stała się jednym z trzech kluczowych priorytetów strategii rozwoju Unii Europejskiej: *EUROPE 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth*<sup>21</sup>. Dokumenty wypracowane przez Komisję Europejską zakończyły toczące się dyskusje co do zgodności zasady dochowania należytej staranności (*Prudent Person Role*) - będącej fundamentem zarządzania powierzonym kapitałem - z uwzględnianiem kryteriów ESG w procesie zarządzania portfelem inwestycyjnym. Zatem, wkomponowanie kryteriów ESG w proces zarządzania portfelem inwestycji nie stoi w sprzeczności ze standardami zachowania instytucji finansowej, polegającymi na zapewnieniu bezpieczeństwa powierzonego kapitału oraz dywersyfikacji portfela inwestycji zawartymi w regulacjach prawnych, jak ma to miejsce w przypadku funduszy emerytalnych, inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń. Strategie SRI są obecnie traktowane jako wartościowe i równorzędne z „klasycznymi” strategiami tworzenia i zarządzania portfelem inwestycji.

Obecnie w Europie co najmniej osiem państw wprowadziło już krajowe regulacje legislacyjne dotyczące aplikacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych: Wielka Brytania (od 2000r.), Francja, Niemcy i Szwecja (od 2001r.); Belgia, Norwegia i Włochy (od 2004r.) oraz Austria (od 2005r.)<sup>22</sup>. Ustawodawstwo w dziedzinie SRI zainicjowały również: Holandia, Dania, Szwaj-

caria i Hiszpania. Wprowadzenie w części krajów europejskich regulacji w zakresie uwzględniania kryteriów ESG w procesie zarządzania portfelem inwestycji na rynku oszczędności emerytalnych zapoczątkowało proces ukierunkowany na demokratyzację i zwiększenie transparentności zarządzania powierzonym kapitałem.

Kluczową kwestią dla wdrożenia kryteriów ESG w procesie inwestycyjnym jest zakres oddziaływania ich na efektywność portfela inwestycji w długim okresie. Biorąc pod uwagę nieefektywność rynku oraz asymetrię informacji w zakresie praktyk CSR poszczególnych emitentów, wdrożenie kryteriów ESG do konstrukcji portfela inwestycji daje inwestorowi pewną przewagę informacyjną, co może skutkować osiąganiem przez niego ponadprzeciętnych wyników<sup>23</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 społecznej odpowiedzialności biznesu. Przegląd zrealizowanych badań empirycznych wskazuje, że wdrożenie strategii SRI w procesie inwestycyjnym w większości przypadków nie powoduje obniżenia efektywności i wzrostu ryzyka działalności inwestycyjnej w długim okresie<sup>24</sup>. Jednocześnie, należy zaznaczyć, że implementacja kryteriów ESG nie pozwala na automatyczne uzyskiwanie ponadprzeciętnych wyników zarządzania portfelem inwestycji.

### **Stosowanie kryteriów ESG w procesie zarządzania portfelem inwestycji**

Inwestorzy stosujący kryteria ESG w procesie zarządzania portfelem z reguły koncentrują się na trzech podstawowych obszarach związanych z<sup>25</sup>:

<sup>21</sup> European Commission, *EUROPE 2020: A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, Brussels, 3.3.2010, COM(2010) 2020.

<sup>22</sup> *Pension Programme Social Responsible Investment Toolkit 2004-2005*, Eurocif.

<sup>23</sup> Zob.: S. Kekäläinen, *Sustainability of privately managed Pension Funds*, Final thesis for the department of Organization and Strategy, University of Tilburg 2004.

<sup>24</sup> Zob.: *Demystifying Responsible Investment Performance. A review of key academic and broker research on ESG factors*, UNEP FI and Mercer, October 2007.

<sup>25</sup> Por.: *Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies. A Manual for Investors*, CFA Institute 2008; M. Jantzi, *Investing in Change- Mission-Based Investing for Foundations, Endowments and NGOs*, Canadian Council for International Co-operation (CCIC), Ottawa, Ontario 2003.

- ochroną środowiska naturalnego – pośredni i bezpośredni wpływ decyzji podejmowanych przez emitentów na środowisko przyrodnicze, ograniczania zużycia surowców i energii, produkcji niebezpiecznych odpadów i zanieczyszczeń, a także ochrona i odbudowywanie unikalnych zasobów i ekosystemów;
- dobrem społecznym - czynniki związane z: (1) prawami człowieka, (2) relacjami z pracownikami, tj.: eliminacja wszelkich form dyskryminacji, zagwarantowanie prawa do swobodnego zrzeszania się w związki zawodowe, godne wynagradzanie, (3) relacje z beneficjentami zawieranych umów, tj.: transparentność w zawieraniu umów, przejrzysty marketing, dostęp do informacji, odpowiedzialność za praktyki biznesowe, klarowne zasady pobierania wynagrodzenia za zarządzanie powierzonymi środkami, oraz (4) zaangażowanie społeczne - działania przyczyniające się do poprawy jakości życia w różnych wymiarach, np. zaangażowanie w działalność na rzecz społeczności lokalnych;
- ładem korporacyjnym – dotyczy procesów zarządzania i podejmowania decyzji, które powinny cechować się transparentnością, etyką oraz otwartością wobec interesariuszy; obejmuje kwestie długofalowej odpowiedzialności za podjęte zobowiązania oraz monitorowanie skutków podejmowanych decyzji, a także uczciwe praktyki rynkowe.

Ze względu na różnice natury światopoglądowej, w praktyce większość instytucji finansowych stosuje własny, odzwierciedlający preferencje konkretnego kręgu inwestorów, zbiór kryteriów ESG, stanowiący pewną kombinację wymienionych powyżej zagadnień. W krajach anglosaskich ESG 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>26</sup>.

Rozwój koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania nie tylko dał początek redefiniowaniu kryteriów selekcji aktywów do portfela inwestycji, ale przyczynił się do wykształcenia się odrębnych

strategii inwestycyjnych do których można zaliczyć:<sup>27</sup>

- **strategie eliminacji – stosowanie swego rodzaju filtrów wykluczających z obszaru inwestycji pewne aktywa, przedsiębiorstwa, branże, czy też całe kraje. Do najczęściej stosowanych filtrów zalicza się: filtry dotyczące wartości etycznych** (value-based exclusions) - eliminujące np. spółki związane z produkcją i dystrybucją broni, artykułów testowanych na zwierzętach, wyrobów tytoniowych, pornografii; filtry o charakterze normatywnym (norms-based exclusions) – eliminujące podmioty, które nie respektują standardów wypracowanych przez organizacje międzynarodowe, np.: ILO, ONZ, UNICEF;
- **strategie selekcji pozytywnej** (*positive screening*) - polegają na poszukiwaniu podmiotów, które przejawiają zaangażowanie w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu oraz włączanie emitowanych przez nie instrumentów do portfela inwestycji. Dobór aktywów do portfela inwestycji przebiega najczęściej z wykorzystaniem rangowania (włączanie do portfela wiodących w swojej branży lub klasie aktywów – tzw. *best-in-class*) lub też tworzenie portfeli tematycznych (*pioneer screening/ thematic investment propositions*) z instrumentów emitowanych przez podmioty funkcjonujące zgodnie z koncepcją CSR i należące do wybranego sektora lub też tworzenie portfela z instrumentów emitowanych przez podmioty poszukujące rozwiązań w zakresie globalnych problemów cywilizacyjnych, np. zmiany klimatyczne, technologie zmniejszające zużycie zasobów nieodnawialnych;
- **zaangażowanie – 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 etycznego biznesu;**
- **integracja** - włączenie przez zarządzających portfelem inwestycji kryteriów dotyczących praktyk odpowiedzialnego biznesu do analizy finansowej i oceny inwestycji.

<sup>26</sup> European SRI Study 2008, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org).

<sup>27</sup> European SRI Study 2010, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org).

Wymienione strategie należy postrzegać jako komplementarne względem siebie i adresowane do innych faz procesu zarządzania portfelem inwestycji. Ponadto, w praktyce występują również strategie hybrydowe, np. połączenie strategii *best in class* i strategii eliminacji (tabela). 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 (rysunek 1). Strategie wykluczania są historycznie najstarsze wśród praktyk SRI. Są one z reguły wykorzystywane przez zarządzających w celu złożenia otoczeniu czytelnej deklaracji dotyczącej postawy instytucji finansowej w zakresie wartości etycznych, co przyczynia się do nawiązania bardziej efektywnej komunikacji z inwestorami i opinią publiczną. 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 np. funduszy emerytalnych.

**Rysunek 1. Strategie społecznej odpowiedzialności inwestycji w procesie zarządzania portfelem inwestycji**



Źródło: T. Czerwińska, Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 3 2009.

**Tabela Charakterystyka wybranych strategii społecznej odpowiedzialności inwestycji**

| Strategia SRI                                                                                     | Profil ryzyko - zwrot portfela inwestycji                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Umiejętności zarządzających                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Benchmarkowanie i ocena wyników zarządzania portfelem                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| strategie eliminacji:<br><i>value-based exclusions, norms-based exclusions, simple exclusions</i> | <ul style="list-style-type: none"> <li>możliwy wzrost ryzyka portfela poprzez zaburzenie racjonalnej struktury alokacji geograficznej i sektorowej w ramach dostępnych aktywów inwestycyjnych</li> <li>relacja ryzyko – zwrot pogarsza się w krótkim okresie z uwagi na redukcję dywersyfikacji</li> </ul>                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>zarządzający portfelem są w stanie kompensować ryzyko w relacji do rynkowego benchmarku poprzez przewagę informacyjną</li> <li>Wzrost kosztów zarządzania portfelem poprzez konieczność bardziej wnikliwego dodatkowego monitoringu spółek pod względem ESG oraz korzystania z usług wyspecjalizowanych podmiotów np. agencji ratingowych.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>w krótkim okresie możliwy jest niekorzystny wpływ na wyniki zarządzania portfelem w relacji do rynkowego benchmarku</li> <li>benchmarkowanie w krótkim okresie w oparciu o specyficzne indeksy, tj. np.: DJ Sustainability Index, FTSE-4Good, Domini400 SocialSM Index</li> <li>inwestorzy są przygotowani na ponoszenie dodatkowych kosztów za uwzględnienie kryteriów poza-ekonomicznych</li> </ul> |
| strategie selekcji:<br><i>positive screening, thematic investment oraz best-in-class</i>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>profil ryzyka zbliżony do funduszy wzrostowych</li> <li>niedoważenie lub przeważenie niektórych sektorów w portfelu - często efektem są portfele składające się przeważnie z akcji spółek o niższej niż przeciętna kapitalizacji, wyższej relacji ceny do wartości księgowej oraz wyższym wskaźniku P/E w porównaniu z „klasycznymi” portfelami</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>aktywna selekcja spółek do portfela - ocena relacji oczekiwanej stopy zwrotu do osiągnięć spółki w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu</li> <li>aktywna dywersyfikacja portfela inwestycji mająca na celu osiągnięcie wyników w długim okresie</li> </ul>                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>w krótkim okresie benchmarkowanie zbliżone do funduszy wzrostowych</li> <li>inwestorzy wykorzystują raczej tradycyjne benchmarki</li> <li>w długim okresie ocena wyników w oparciu o odpowiednio skorygowany o ryzyko model finansowy</li> </ul>                                                                                                                                                      |

|                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| strategie hybrydowe: best in class & eliminacji    | <ul style="list-style-type: none"> <li>portfele te często są 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</li> </ul>                                                                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>aktywna selekcja spółek do portfela</li> <li>poszukiwanie wzrostu wartości przez strategie aktywne co będzie równoważyć koszty redukcji dywersyfikacji spowodowanej eliminacją niektórych spółek lub branż</li> </ul>                                                                                                                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>w krótkim okresie rozmiar rynku inwestycyjnego w sposób kluczowy determinuje wpływ strategii na wyniki zarządzania portfelem inwestycji w relacji do benchmarku - rozbieżność w relacji do rynkowego benchmarku większa zwłaszcza na małych, skoncentrowanych rynkach giełdowych, gdzie wykluczenie kilku dużych spółek wiąże się ze znacznym ograniczeniem dywersyfikacji portfela</li> <li>w długim okresie efektywność ocenia się w oparciu o odpowiednio skorygowany o ryzyko model finansowy</li> </ul> |
| zaangażowanie                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>możliwy wzrost ryzyka koncentracji portfela – wywieranie realnego wpływu na spółkę wymaga odpowiedniego zaangażowania kapitałowego</li> <li>redukcja ryzyka oraz uzyskiwanie oczekiwanej stopy zwrotu z bliskiej relacji między akcjonariuszami a spółką (biorąc pod uwagę że rynek jest nieefektywny w sensie hipotezy silnej)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>powiązanie czynników ESG z wartością przedsiębiorstwa – ocena wartości dodanej z tytułu włączenia kryteriów ESG do zarządzania spółką</li> <li>identyfikacja przedsiębiorstw w których wprowadzenie zmian może prowadzić do wzrostu wartości dla interesariuszy</li> <li>konieczność ciągłego monitorowania aktywności spółek wchodzących w skład portfela inwestycji, co generuje dodatkowe koszty</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>w przypadku wysoko skoncentrowanych portfeli wykorzystanie klasycznych benchmarków może powodować przeszacowanie lub niedoszacowanie ryzyka portfela (ryzyko to jest redukowane przez monitoring, który nie jest odzwierciedlony w benchmarku)</li> <li>w długim okresie efektywność ocenia się w oparciu o odpowiednio skorygowany o ryzyko model finansowy</li> </ul>                                                                                                                                      |
| strategie hybrydowe: best in class & zaangażowanie | <ul style="list-style-type: none"> <li>aktywna dywersyfikacja portfela z koncentracją na niektórych pozycjach, żeby pozwolić akcjonariuszom odpowiednio działać jako właścicielom</li> <li>koszty niższej dywersyfikacji są równoważone przez silny monitoring</li> </ul>                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>powiązanie czynników ESG z wartością przedsiębiorstwa – ocena wartości dodanej z tytułu włączenia kryteriów ESG do zarządzania spółką</li> <li>identyfikacja przedsiębiorstw w których wprowadzenie zmian może prowadzić do wzrostu wartości dla interesariuszy</li> <li>konieczność ciągłego monitorowania aktywności spółek wchodzących w skład portfela inwestycji, co generuje dodatkowe koszty</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>w długim okresie efektywność ocenia się w oparciu o odpowiednio skorygowany o ryzyko model finansowy</li> <li>w krótkim terminie – ocenia się rozbieżność w relacji do rynkowego benchmarku</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Piotr Kaźmierkiewicz  
CDM Pekao S.A.

### **Dlaczego zaleca się, aby uwzględniać czynniki ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych?**

#### **Inwestowanie jako proces**

Inwestowanie samo w sobie jest procesem oceny perspektyw i ryzyk związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia inwestora, pożądaną metodą doboru spółek do portfela będzie ta, która przybliży go do akceptowanej relacji oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka inwestycji. Z jednej strony istnieje zatem potrzeba oszacowania ryzyka związanego z inwestycją w akcje, z drugiej zaś oceny wzrostowego potencjału wyselekcjonowanych spółek.

Niestety rok 2007, a w szczególności rok 2008, przyniosły weryfikację adekwatności wycen aktywów na całym świecie. Pękanie kolejnych baniek spekulacyjnych na rynku surowcowym oraz rynkach akcji doprowadziło do przeceny wielu z nich nierzadko nawet o kilkadziesiąt procent od historycznych maksimów. O ile znaczna część spadku wartości aktywów może być wytłumaczona światowym kryzysem gospodarczym, o tyle tak diametralne zmiany wyceny wartości doprowadziły wielu teoretyków i praktyków rynku kapitałowego do konieczności zastanowienia się nad pozostałymi przyczynami. Zrodziło się wiele pytań, poczynawszy od tego, czy błąd leżał w zbyt optymistycznych założeniach modeli przyjętych do wycen aktywów, czy w użyteczności modeli jako takich.

Proces selekcji spółek do portfela nierozłącznie wiąże się z ryzykiem zaangażowania kapitału w firmy obciążone ryzykiem inwestycyjnym większym niż maksymalne dopuszczane ryzyko wynikające z oczekiwań inwestora. Przez ryzyko rozumie się tutaj zarówno prawdopodobieństwo niezrealizowania oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji, jak i narażenie zainwestowanych środków na ponadprzeciętne wahania ich wartości w czasie. Spojrzenie na ryzyko jest tutaj ściśle zależne od profilu inwestora. O ile bowiem z punktu widzenia inwestora indywidualnego najistotniejszą rzeczą jest osiągnięcie stóp zwrotu w poszczególnych latach na poziomie uzasadniającym podejmowane ryzyko, o tyle decyzje podejmowane przez zarządza-

jących funduszami inwestycyjnymi mogą ograniczać się do maksymalizacji odchylenia *in plus* wyników portfela od rezultatów osiąganych przez przyjęty benchmark (przykładowo indeks S&P500 dla rynku amerykańskiego). Stąd też dla inwestora indywidualnego wynikiem satysfakcjonującym będą wyniki portfela wyższe od stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka (przykładowo bonów skarbowych). Ze strony zarządzającego funduszem punktem odniesienia będzie najczęściej indeks szerokiego rynku.

#### **Społeczny wymiar inwestycji**

Społeczny wymiar światowego kryzysu gospodarczego ostatnich lat przyczynił się do rozpowszechnienia koncepcji „inwestowania społecznie odpowiedzialnego”. I choć temat staje się obecnie coraz bardziej „modny”, to można odnieść wrażenie, że jego obecna interpretacja zaczyna odbiegać od pierwotnych założeń. Coraz więcej osób zajmujących się tą tematyką akcentuje jedynie społeczny wymiar SRI, określając je jako metodę lokowania kapitału ze szczególnym uwzględnieniem społecznych konsekwencji tejże inwestycji. Wydaje się jednak, że taki sposób prezentowania SRI może wzbudzić zainteresowanie jedynie ludzi, których osobiste wartości odzwierciedlone są w czynionych inwestycjach lub odczuwających potrzebę wspierania społeczeństwa poprzez taką alokację posiadanych oszczędności. I choć podstawą SRI rzeczywiście jest ich etyczny charakter, to warto na chwilę odejść od altruistycznych pobudek i spojrzeć na koncepcję SRI jako inwestowania odpowiedzialnego i zrównoważonego (ang. *Sustainable and Responsible Investment*). To nieco mniej popularne rozwinięcie skrótu SRI wydaje się lepiej odzwierciedlać jego ideę, dostrzegając, że firma, jako częśćka społeczeństwa, swoim działaniem wchodzi w dialog ze wszystkimi grupami interesariuszy (właścicielami, pracownikami, klientami, dostawcami czy społecznością lokalną). Wzajemnie przenikanie się grup powoduje, że wspólnym ich celem powinien być zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa. Dotyczy to również, a nawet szczególnie, inwestorów, którzy powierzając swój kapitał żądają w zamian wzrostu wartości dla akcjonariuszy oraz jej stabilności wynikającej z ograniczania ryzyka funkcjonowania biznesu.

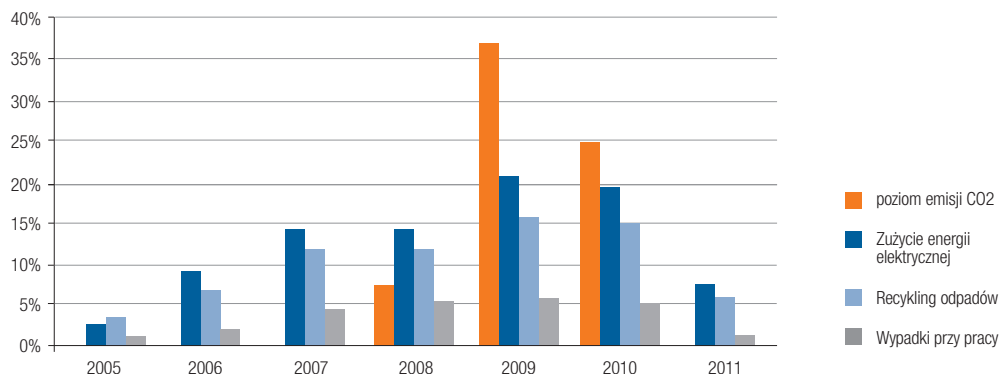
Można zatem powiedzieć, że świadoma inwestycja ma na celu przybliżyć inwestorów do pożądanej relacji oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka. Twierdzenie to oparte jest na założeniu, że odpowiedzialność społeczna spółki jest integralną częścią długofalowej strategii firmy. Jej realizacja pozwala spółce na zwiększenie stabilności przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w wyniku utrzymania wysokiego standardu w relacjach z klientami i dostawcami oraz silnych związków ze społecznością. To zaś pozytywnie wpływa na uzyskiwane wyniki finansowe oraz pozycję konkurencyjną i zwiększa elastyczność zarządzania w sytuacjach kryzysowych. Taki stan rzeczy podnosi poziom zaufania do spółki ułatwiając jej dostęp do zewnętrznego finansowania stosunkowo niskim kosztem, co pozytywnie wpływa na bieżącą wartość oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych, a zatem i wartość firmy.

2007-2010, mimo spadku wartości aktywów na całym świecie, ich wzrost wyniósł 13 proc. z 2,71 biliona w 2007 roku.

### Trudności w analizie

Dla inwestorów sporym problemem przy próbie samodzielnej analizy danych pozafinansowych jest ograniczona ich dostępność. Wykres 1. prezentuje odsetek spółek z indeksu S&P500 ujawniających wybrane informacje dotyczące uciążliwości środowiskowej prowadzonej działalności oraz bezpieczeństwa pracy zatrudnionych. Uwagę zwraca kwestia opóźnień w ujawnianiu wspomnianych danych, co szczególnie widoczne jest w przypadku informacji o poziomie emisji gazów cieplarnianych. Cieszy natomiast stopniowo rosnąca frakcja największych amerykańskich spółek, które ostatecznie dzielą się z inwestorami danymi z obszarów ESG.

**Wykres 2. Poziom ujawniania wybranych danych pozafinansowych wśród największych spółek z rynku amerykańskiego**



Źródło: Bloomberg ESG Coverage, stan na czerwiec 2012 roku

Dla wielu inwestorów powyższe, poniekąd intuicyjne, dowody będą jednak niewystarczające, aby przekonać się do istoty zrównoważonych inwestycji. Jak zatem wytłumaczyć dynamicznie rosnące zainteresowanie nimi przejawiające we wzroście aktywów SRI będących w profesjonalnym zarządzaniu w USA. Według raportu Forum Odpowiedzialnych Inwestycji (ang. US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment) na koniec 2010 roku wartość tychże aktywów przekroczyła 3,07 biliona USD (12,2 proc. ogółu aktywów w USA), zaś w kryzysowych latach

Na chwilę obecną bardziej użytecznym narzędziem, z punktu widzenia inwestorów, wydaje się zatem stosowanie rankingów i indeksów SRI (dalej: filtrów ESG) w procesie selekcji spółek do portfela. Co prawda mankamentem wciąż pozostaje stosunkowo krótka historia ich składów (nieprzerastająca kilku lat), lecz zakres i kompletność dokonanych analiz w procesie ich tworzenia, a także niezmienność stosowanych reguł oceny, skutkuje stworzeniem o wiele bardziej kompleksowego narzędzia.

Badaniu poddano zatem popularny indeks DJ Sustainability US (indeks amerykańskich spółek uznanych za odpowiedzialne) oraz ranking Global 100 (corocznie ogłaszany na Światowym Forum Gospodarczym w Davos). Na ich podstawie dokonano wielowymiarowego porównania charakterystyk portfeli tworzonych z wykorzystaniem filtrów ESG z portfelem szerokiego rynku (tutaj indeksem S&P500 – najbardziej popularnym indeksem szerokiego rynku w USA). Dla zapewnienia porównywalności analizowane portfele składały się wyłącznie ze spółek amerykańskich wchodzących w skład indeksu S&P500.

Dodatkowo analizie poddano wskaźnik „ESG Disclosure” publikowany przez serwis Bloomberg. Mierzy on poziom ujawniania przez spółkę informacji pozafinansowych, dotyczących obszarów ESG (środowisko, społeczeństwo, ład korporacyjny). Wskaźnik przyjmuje wartości od 0,1 (dla spółek ujawniających minimalną ilość danych z obszaru ESG) do 100 pkt. (dla podmiotów ujawniających wszystkie dane z obszarów ESG zbierane przez serwis Bloomberg). Celem analizy rynku amerykańskiego było sprawdzenie czy stosowanie kryteriów pozafinansowych w selekcji spółek może być źródłem istotnych przewag, nad podejściem tradycyjnym, w procesie szacowania relacji ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji. Z uwagi na fakt, że pierwsza publikacja rankingu Global 100 nastąpiła w 2005 roku, zamieszczone wyniki obejmują lata 2005-2011.

### Obiecujące rezultaty

Według szacunków poczynionych na amerykańskim rynku funduszy inwestycyjnych średni czas inwestycji w jednostki uczestnictwa na koniec 2010 roku wyniósł niewiele ponad 3 lata (dla funduszy akcyjnych – 3,27, dla funduszy inwestujących w aktywa o stałym dochodzie – 3,17). Jest to źródłem jednego z głównych ograniczeń, z jakimi przychodzi zmierzyć się zarządzającym w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej – tendencji do skracania horyzontu analizy/inwestycji (ang. *short-termism*). Ograniczenie to odnosi się do sytuacji, w której zarządzający w sposób przesadny skupiają się na przewidywaniu niedalekiej przyszłości, odchodząc od budowania długoterminowych prognoz i scenariuszy dla czynionych inwestycji. W ten sposób podejmowane decyzje inwestycyjne ograniczają się

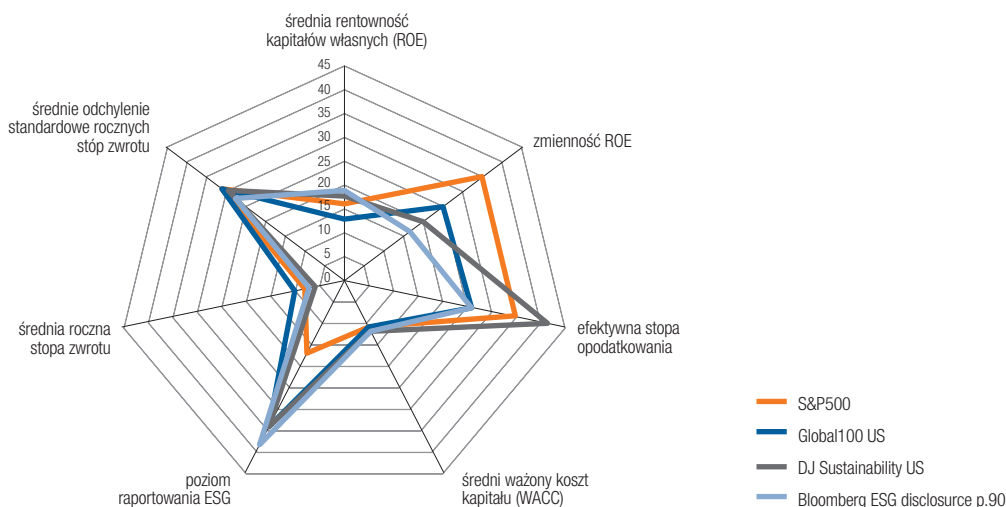
do ciągłej walki z benchmarkiem, pomijając ich długofalowe skutki. Celem takiego podejścia jest maksymalne odchylenie *in plus* od wyników osiągniętych przez wspomniany benchmark. Z punktu widzenia zarządzającego funduszem, podążanie ścieżką długofalowych inwestycji jest bardziej ryzykowne, gdyż popełnienie błędu (nawet skutkującego jedynie krótkookresowym spadkiem wartości aktywów) stwarza wysokie prawdopodobieństwo „ukarania” takiego zarządzającego przez rynek. Innymi słowy, osiąganie gorszych od rynkowych krótkookresowych stóp zwrotu, powoduje odpływ klientów z danego TFI, co wiąże się z koniecznością zamknięcia pewnych inwestycji przed wypełnieniem planowanego okresu ich trwania.

By dokonać oceny efektywności stosowania strategii inwestycyjnej opartej o kryteria ESG należy zatem dostosować horyzont analizy do warunków rynkowych. Z punktu widzenia przeprowadzonego badania oznacza to analizę trzyletnich podokresów w ramach siedmioletniego zakresu zebranych danych (pięć obserwacji). Wykres 3. prezentuje średnie roczne charakterystyki portfeli w trzyletnich okresach analizy. Dla porównania Wykres 2. przedstawia te same charakterystyki w ujęciu rocznym.

Portfel S&P500 reprezentuje średnią arytmetyczną dla wszystkich spółek wchodzących w skład indeksu. Global100 US oraz DJ Sustainability US to portfele składające się ze spółek z indeksu S&P500 zakwalifikowanych do rankingu Global100 lub indeksu DJ Sustainability. Ostatni portfel o nazwie „Bloomberg ESG disclosure p.90” składa się z 10 proc. spółek z indeksu S&P500 o najwyższym poziomie wskaźnika „ESG Disclosure” publikowanego przez serwis Bloomberg.

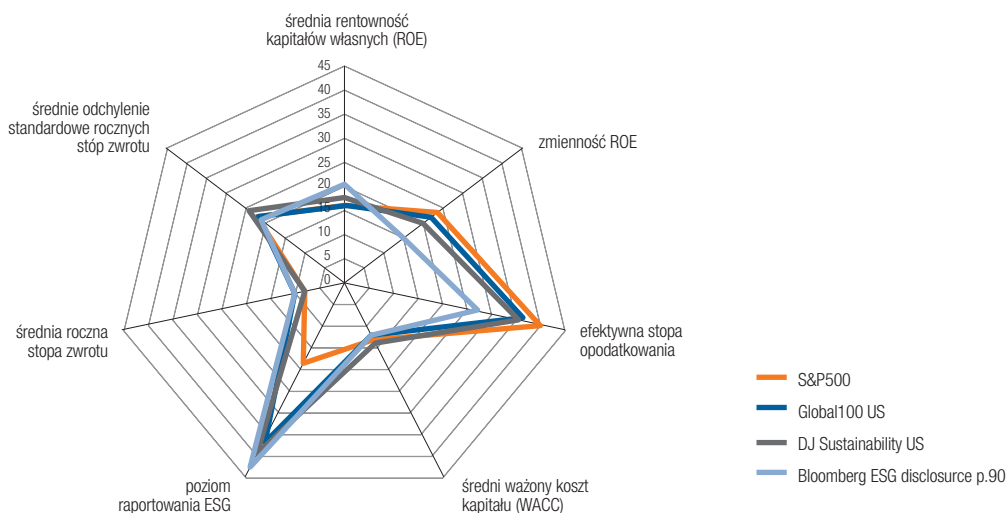
Wyniki przeprowadzonej analizy wskazują, że wykorzystanie filtrów ESG powinno być pożądane przez inwestorów poszukujących wysokich stóp zwrotu z inwestycji. Okazuje się bowiem, że wykorzystanie pozytywnej selekcji w procesie doboru spółek do portfela pozwala na uzyskiwanie nie gorszych długookresowych wyników inwestycji niż benchmark wyrażony w postaci indeksu szerokiego rynku. Co warto podkreślić, spółki o wysokim poziomie zrównoważonego rozwoju

**Wykres 3. Porównanie charakterystyk portfeli SRI z portfelem szerokiego rynku (roczny horyzont inwestycyjny)**



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

**Wykres 4. Porównanie charakterystyk portfeli SRI z portfelem szerokiego rynku (trzyletni horyzont inwestycyjny)**



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

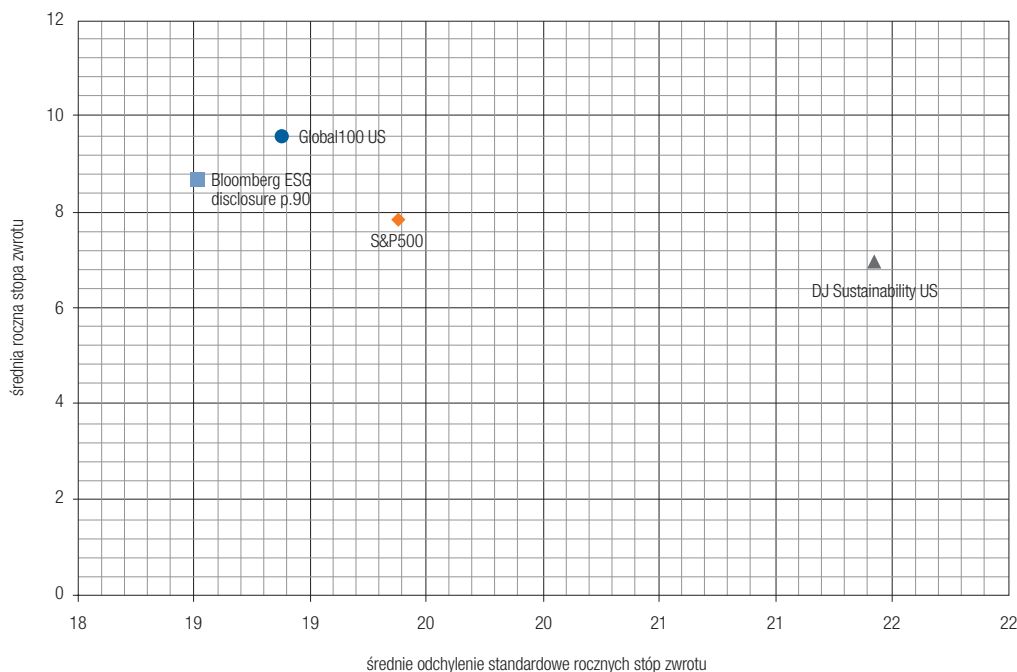
ju wykazywały wysoką rentowność nawet w latach obejmujących kryzys finansowy, dostarczając przy tym ich właścicielom stopy dywidendy na poziomie porównywalnym z oprocentowaniem rocznych bonów skarbowych w analogicznym okresie (S&P500 – 2,46 proc., Global100

– 2,53 proc., DJ Sustainability – 2,57 proc., Bloomberg ESG disclosure p.90 – 2,34 proc.). To spostrzeżenie powinno stanowić zachętę do uwzględniania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych, szczególnie dla zarządzających funduszami inwestycyjnymi i emerytalnymi.

Drugim wnioskiem z powyższych badań jest stwierdzenie istotnej przewagi w rentowności kapitałów własnych wśród spółek uznanych za odpowiedzialne społecznie. Ponadto spółki spełniające kryteria SRI odznaczają się zbliżonym poziomem kosztu pozyskania kapitału (WACC), niezbędnego do funkcjonowania przedsiębiorstwa. Interesujący jest przy tym fakt, że spółki z prezentowanych portfeli SRI wykazują znacząco niższą efektywną stopę opodatkowania, co również nie pozostaje bez znaczenia w procesie ich wyceny.

szczych wartościach wskaźnika poziomu ujawniania danych pozafinansowych. Okazuje się bowiem, że w czasach wysokiej zmienności na rynkach finansowych inwestorzy preferują te firmy, które wchodzą w przejrzysty dialog z interesariuszami. Ujawnianie przez nie danych finansowych pozwala inwestorom na redukcję poziomu niepewności odnośnie funkcjonowania i perspektyw poszczególnych spółek, co przekłada się na istotne zmniejszenie wahań ich notowań. Widać to po usytuowaniu portfela „Bloomberg ESG disclosure p.90” na mapie „Ryzyko-Zysk”, który nie

**Wykres 5. Mapa „Ryzyko-Zysk” analizowanych portfeli dla trzyletnich okresów inwestycyjnych w latach 2005-2011**



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

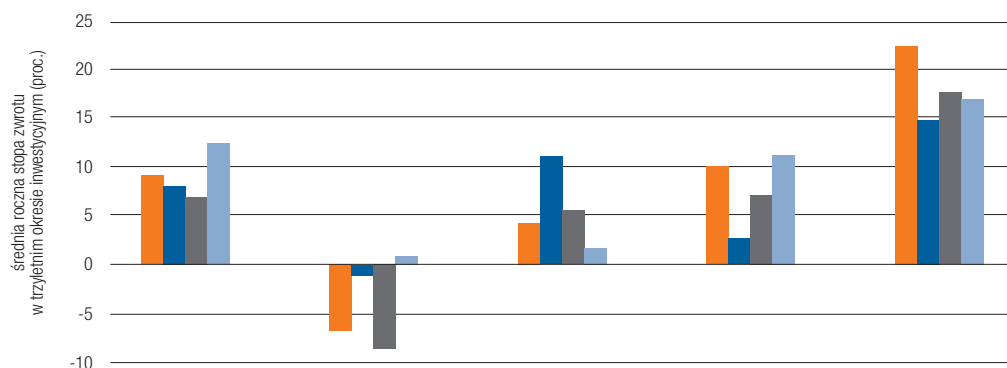
To co, jednak najistotniejsze z punktu widzenia inwestora, to fakt uzyskiwania zbliżonych średnich rocznych stóp zwrotu z inwestycji w te spółki przy wyrażeniu niższym poziomie ich zmienności, co prowadzi do wyższej relacji oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka.

O ile portfelom opartym o indeksy lub rankingi SRI można zarzucić jednak, iż proces selekcji spółek może być oparty o znacząco odmienne kryteria, o tyle dla oceny atrakcyjności inwestowania w sposób odpowiedzialny kluczowe wydają się charakterystyki portfela zbudowanego ze spółek o najwyż-

tylko charakteryzuje się wyższą średnią roczną stopą zwrotu w okresach trzyletnich, ale również mniejszą jej zmiennością. Co więcej, w żadnym z trzyletnich okresów inwestycyjnych średnia roczna stopa zwrotu z tego portfela nie była ujemna.

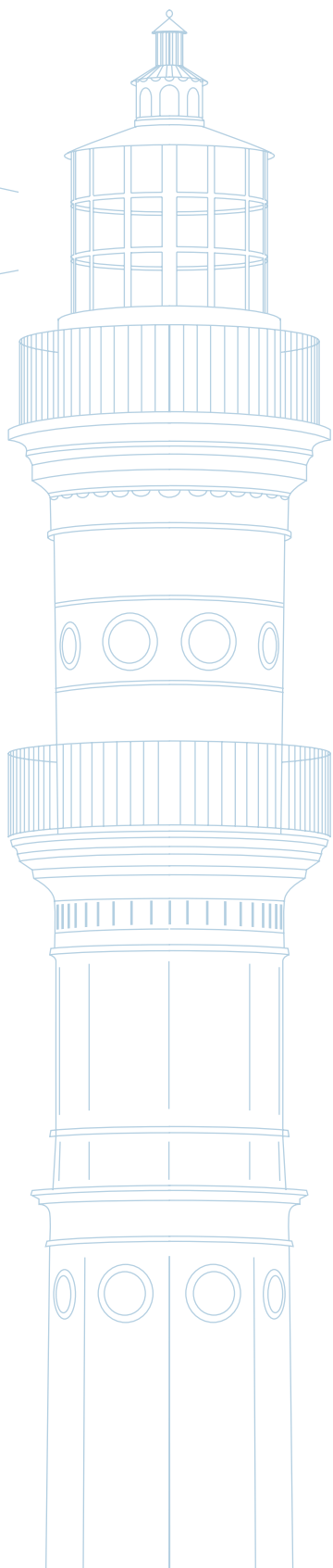
Inwestowanie w spółki prowadzące dialog z interesariuszami jest zatem racjonalne z punktu widzenia inwestorów, którzy powierzając swój kapitał żądają w zamian wzrostu wartości dla akcjonariuszy oraz jej stabilności wynikającej z ograniczania ryzyka funkcjonowania biznesu.

**Wykres 6. Porównanie wyników analizowanych portfeli w trzyletnich okresach inwestycyjnych w latach 2005-2011**



|                                 | 2005-2007 | 2006-2008 | 2007-2009 | 2008-2010 | 2009-2011 |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ■ S&P500                        | 9,19      | -6,73     | 4,31      | 10,00     | 22,44     |
| ■ Global100 US                  | 8,15      | -1,08     | 11,16     | 2,76      | 14,82     |
| ■ DJ Sustainability US          | 7,00      | -8,59     | 5,57      | 7,09      | 17,58     |
| ■ Bloomberg ESG disclosure p.90 | 12,44     | 1,00      | 1,78      | 11,29     | 16,97     |

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne



3

**Zaleca się, aby inwestorzy  
zwiększali horyzont  
czasowy inwestycji**



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Kryzys, z którym mamy do czynienia na rynkach kapitałowych od ponad 4 lat istotnie przyczynił się do spadków wartości aktywów większości funduszy inwestycyjnych, które skupiają swoje działania finansowe w takich obszarach aktywów jak akcje czy kontrakty terminowe.

Turbulencje w gospodarce, niepewność krajów strefy euro, wysokie zadłużenie tzw. regionu PIGS, znajdują swoje odzwierciedlenie w wysokiej zmienności kursów instrumentów finansowych, a tym samym utrudniają efektywną alokację inwestycji w instrumenty udziałowe. W tym przypadku przez efektywną alokację należy rozumieć takie postępowanie zarządzającego funduszem inwestycyjnym, które będzie prowadzić do uzyskania możliwie optymalnego wyniku inwestycyjnego. W przypadku gdy zmienność rynku jest wysoka, a jednocześnie możliwości zbywania jednych i nabywania innych papierów udziałowych może być utrudnione i w efekcie tego wynik inwestycyjny funduszu będzie gorszy, niż miałoby to miejsce w sytuacji rynku stabilnego. Ostateczne może to prowadzić do zmiany sposobu alokacji środków przez członków funduszy z aktywów udziałowych na rzecz instrumentów dłużnych.

Drugim istotnym czynnikiem, który determinuje wyniki inwestycyjnych funduszy jest horyzont inwestycji. Naturalną sytuacją, oczekiwaną przez klientów funduszy, jest zapewnienie relatywnie wysokiego zysku w możliwie krótkim okresie inwestycji. Niestety połączenie obydwu kryteriów jest praktycznie niemożliwe, z wyjątkiem sytuacji kiedy na rynkach finansowych mamy do czynienia z hossą, ale wówczas wynik inwestycyjny funduszu w niewielkim stopniu zależy od strategii zarządzającego. W efekcie tego mamy do czynienia z odpływem inwestorów od funduszy nieuzyskujących satysfakcjonującego wyniku na rzecz funduszy, które w danym momencie osiągają dobry wynik lub są w danym okresie modne np. fundusze nieruchomości w dobie hossy na rynku mieszkaniowym.

W tym kontekście istotna jest zmiana w podejściu do inwestycji w instrumenty udziałowe przez zarządzających funduszami oraz upowszechnienie innej świadomości inwestycyjnej wśród klientów

funduszy. Na tym tle na pierwszy plan powinny wyjść inwestycje, które mają charakter długookresowy, zapewniając optymalizację ryzyka i zysku. Jedną z takich grup instrumentów udziałowych są lub w najbliższej przyszłości powinny być spółki, które w swojej działalności biznesowej uwzględniają kwestie ESG (Environmental, Social and Governance) czyli spółki działające odpowiedzialnie społecznie.

Obecnie w wielu środowiskach toczy się dyskusja o tym czy spółki odpowiedzialne społecznie pozwalają na uzyskanie innego, przeciętnie lepszego wyniku, niż spółki, które tych kryteriów w swoim modelu biznesowym pod uwagę nie biorą. Najprościej na to pytanie można odpowiedzieć porównując indeks spółek odpowiedzialnych społecznie oraz indeks szerokiego rynku. W przypadku giełdy papierów wartościowych w Warszawie takie porównanie można przeprowadzić poprzez porównanie indeksu RESPECTIndex, który skupia spółki uznawane za odpowiedzialne społecznie z indeksem WIG, który reprezentuje katalog spółek rynku regulowanego. Od momentu rozpoczęcia publikacji indeksu RESPECT tj. listopada 2009 roku, wartość tego indeksu do czerwca 2012 roku wzrosła o 33 proc. W tym samym czasie WIG praktycznie nie uległ zmianie. Natomiast w pierwszej połowie 2012 roku stopa zwrotu obydwu indeksów była taka sama i wyniosła 9 proc. Jak pokazuje ten przykład, nie można jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie czy spółki odpowiedzialne społecznie pozwalają na uzyskanie lepszego wyniku inwestycyjnego niż spółki, które za takie nie są uznawane (wykres 1).

W przypadku spółek, które podejmują działania odpowiedzialne społecznie również pojawiają się zarzuty, że ich działania mają charakter chwilowej mody lub są jedynie „listkiem figowym”, który ma na celu ukrycie lub odsuniecie na dalszy plan bieżącej sytuacji w danej spółce. Zapewne takie sytuacje występują również w przypadku spółek działających odpowiedzialnie społecznie, w nieodległej przeszłości miała miejsce katastrofa ekologiczna spowodowana przez spółkę, która jako priorytet stawiała sobie dbanie o środowisku, a w innym przypadku kilka dni po uzyskaniu nagrody za wzorowe przestrzeganie procedur anty-

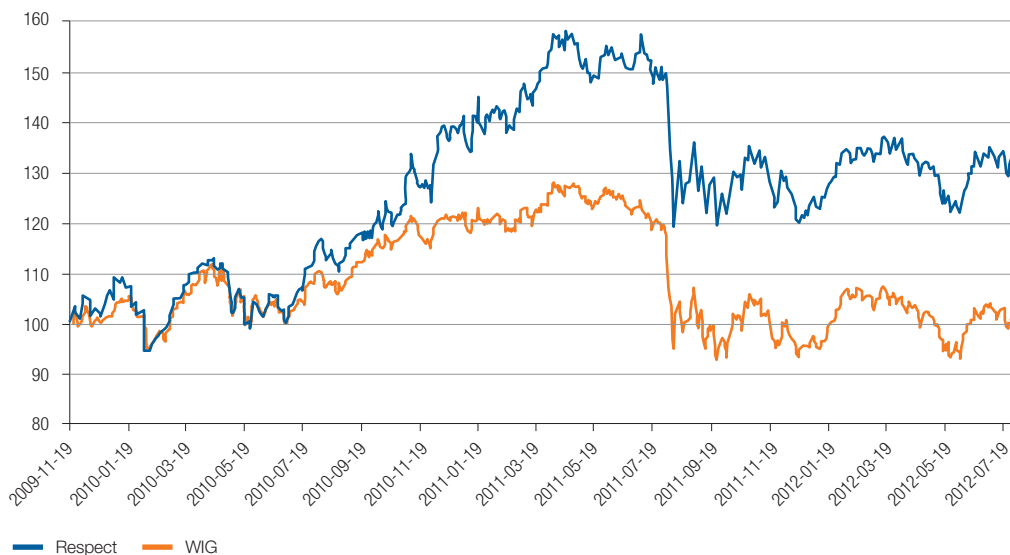
**Tomasz Wiśniewski**

Giełda Papierów  
Wartościowych  
w Warszawie

korupcyjnych jednej ze spółek udowodniono stosowanie płatnych protekcji na dużą skalę. Należy jednak pamiętać, że przypadki te mają charakter incydentalny i nie powinny wpływać na postrzeganie wszystkich spółek podejmujących działania w obszarze ESG w ten sam sposób.

Kolejnym ważnym elementem jest bieżące monitorowanie działań podejmowanych przez przedsiębiorstwa w obszarze ESG. Trzeba mieć na uwadze, że wdrożenie strategii, zmiana wewnętrznych regulacji, przeszkolenie pracowników jest dopiero pierwszym etapem w procesie wchodzenia w biz-

**Wykres 1. Porównanie WIG i RESPECT (dane za okres listopad 2009 – sierpień 2012)**



Najważniejszym kryterium, które powinno być jednak uwzględniane w procesie inwestycji w tego typu podmioty jest szczegółowe śledzenie działań podejmowanych przez nie z perspektywy czasu. Od podjęcia decyzji o uwzględnieniu kryteriów ESG w działalności przedsiębiorstwa do ich wdrożenia mija zazwyczaj dużo czasu, gdyż wymagają one stosownych zmian w modelu biznesowym, strukturze organizacyjnej, sposobie funkcjonowania przedsiębiorstwa, ale także w samej mentalności pracowników. Dopiero połączenie tych elementów, ich efektywne wdrożenie, a w ostatnim kroku utożsamianie się pracowników z ideą ESG będzie prowadzić do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo sukcesu biznesowego. A więc to nie informacji o wejściu na ścieżkę działania odpowiedzialnego, a wdrożenie całego łańcucha działań jest oznaką zmiany sposobu funkcjonowania przedsiębiorstwa. W tym kontekście należy mieć na uwadze, że proces ten jest długotrwały i nie pozwala zazwyczaj na osiąganie sukcesów od samego początku.

nes odpowiedzialny społecznie. Dopiero utrzymanie pewnego statusu, albo wręcz podnoszenie poziomu kryteriów ESG, czy podążanie za międzynarodowymi standardami, trendami lub wymogami jest krytycznym wyzwaniem dla każdego przedsiębiorstwa. W przeszłości miały miejsce wielokrotnie sytuacje kiedy przedsiębiorstwa kończyły swoją działalność ESG po wdrożeniu strategii. W efekcie tego poziom biznesu odpowiedzialnego społecznie przedsiębiorstwa szybko obniżał się, a uprzednio podjęte działania nie przynosiły pożądanych rezultatów.

Reasumując, proces inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie powinien być realizowany w horyzoncie długoczasowym, powinien pociągać po stronie zarządzających ściśle uczestnictwo w procesie analizy działań podejmowanych przez przedsiębiorstwa w obszarach ESG i bieżącą kontrolę płynących ze spółek informacji. Dopiero połączenie wszystkich tych działań może pozwolić na osiągnięcie sukcesu w procesie inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie.



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Wydłużenie horyzontu czasowego inwestycji jest korzystne z punktu widzenia uwzględniania czynników ESG w decyzjach inwestycyjnych. Wynika to z faktu, że im dłuższy horyzont inwestycji, tym mniejszy wpływ czynnika bieżących wyników finansowych spółek – przedmiotów inwestycji, czyli większe znaczenie przypisuje się czynnikom pozafinansowym oraz realizacji długoterminowej strategii, która może (i powinna) zawierać elementy strategii w zakresie czynników ESG.

Uwzględnianie czynników pozafinansowych, wymagające na ogół długiego horyzontu inwestycji, nie jest jedynie doraźną „modą” lub obowiązkiem narzuconym na spółkę przez władzę i regulatora, ale przynosi coraz częściej inwestorowi informacje o faktycznej i trwałej (*sustainable*) wartości spółki.

Jako dowód można podać przykład wielu firm, które w czasie prosperity przynosiły świetne wyniki finansowe, osiągane często kosztem nadmiernego ryzyka, które nie było należycie kontrolowane ze względu na brak odpowiedniego ładu korporacyjnego, a w czasie kryzysu stały się jego pierwszymi ofiarami (*vide*: znane przykłady dużych instytucji finansowych z USA, Wielkiej Brytanii czy Irlandii). Podobnie wiele firm maksymalizuje bieżące wyniki za cenę niespełniania wymogów w zakresie ochrony środowiska czy relacji ze społeczeństwem, a ostateczny rachunek płaci po jakimś czasie inwestor zmuszony do poniesienia wymiernych strat w przypadku katastrof ekologicznych czy protestów destabilizujących działalność takich firm.

Realizacja strategii w zakresie czynników ESG wymaga zawsze długoterminowego planowania i wdrażania projektów, które nie zawsze przynoszą zwrot w krótkim okresie. Jednak działania i inicjatywy podejmowane przez firmy na rzecz środowiska, społeczeństwa jak też swojego ładu korporacyjnego przynoszą na ogół wymierne korzyści w długim okresie. Nie chodzi tylko o podane wcześniej przykłady strat z powodu nieprzestrzegania zasad ESG, ale sam fakt szybszego wdrożenia wymogów ozna-

cza mniejsze nakłady w przyszłości, gdy wymogi te staną się obowiązujące ze względu na wzrost świadomości zagadnień ESG w globalnym społeczeństwie.

Tak więc widać, że korzyścią dłuższego horyzontu inwestycyjnego jest możliwość uwzględnienia czynników ESG i właściwej oceny realizacji strategii, co w ostatecznym rachunku powinno przełożyć się na wzrost wartości dla inwestora. Natomiast wadą skracania horyzontu inwestycji, poza podanym faktem niemożności uwzględniania czynników ESG, jest także wpływ na zwiększanie chwiejności rynków, co w skrajnym przypadku (np. HFT high frequency trading) prowadzić może do wywoływania nagłych i panicznych krachów na giełdzie ze wszystkimi ich negatywnymi skutkami dla inwestorów i społeczeństwa.

Poszczególne grupy inwestorów mają naturalną tendencję do określonego horyzontu inwestycyjnego. Na przykład właściciel przedsiębiorstwa prawie zawsze patrzy na nie z długiej perspektywy (wyjątek: chęć sprzedaży). Z kolei większość inwestorów indywidualnych charakteryzuje się krótkim horyzontem inwestowania, chociażby ze względu na typowe dla człowieka tendencje do przypisywania większego znaczenia do najbliższych zdarzeń. Najbardziej różnorodną jest oczywiście grupa inwestorów instytucjonalnych, reprezentowana przez zarządzających funduszami.

Niektórzy z nich świadomie stosują krótkoterminowy horyzont inwestycyjny, jak chociażby wymienione strategie typu HFT. Są to inwestorzy poszukujący wyższych stóp zwrotu, którzy akceptują wyższe stopy ryzyka i mniejszą wagę przywiązując do czynników fundamentalnych a większą do krótkookresowo postrzeganych korzyści. Pomijając takie przypadki, dla większości z inwestorów wydaje się na pierwszy rzut oka korzystne zalecenie zwiększania horyzontu czasowego inwestycji. Po pierwsze ze względu na udowodnione mniejsze ryzyko poniesienia strat przy długim okresie inwestowania\*. Analizy Online przeprowadziły analizę na bazie wyników polskich funduszy akcyjnych za lata 1998-2010,

**Artur Kulesza**  
Bank Millennium

z której wynika, że przy rocznym horyzoncie aż 31.5% funduszy dało negatywną stopę zwrotu, natomiast w horyzoncie pięcioletnim udział funduszy ze stratami spadł do 5.3%)\*.

Dodatkowo, podmioty zajmujące się inwestowaniem cudzych środków powinny być zainteresowane wydłużaniem horyzontu inwestycji ze względu na własny interes ekonomiczny – dłuższy czas inwestycji to dłuższa relacja z klientem powierzającym zasoby, czyli wyższy strumień dochodu za zarządzanie. Stąd może wydawać się zbędne przekonywanie zarówno końcowych inwestorów, jak również podmioty profesjonalnie zajmujące się inwestowaniem powierzonych środków, do wydłużania horyzontu inwestycji.

Jednak w praktyce okazuje się, że faktyczny horyzont inwestycji jest często znacznie krótszy, niż ten deklarowany przez inwestorów. Powołać tu się można na wyniki badań i raport z 2010 roku Instytutu IRRC oraz firmy Mercer pt: „Investment Horizons”\*\*. Badaniem objęte zostało ponad 900 firm inwestycyjnych (*equity long only*) z całego świata, dla których policzono faktyczny horyzont inwestycyjny, mierzony relatywną stopą obrotu (obrót do aktywów) i porównano go z tym deklarowanym w strategii inwestycyjnej. Okazało się, że w 65% funduszy faktyczna stopa obrotu była wyższa niż deklarowana, średnio o 26%, a w wielu przypadkach o 150 do 200%. Oznacza to, że wbrew deklaracji długiego horyzontu inwestycji, wielu zarządzających kieruje się w swych codziennych decyzjach inwestycyjnych krótkim horyzontem, wzmagając tym samym presję na bieżące wyniki spółek oraz zwiększając chwiejność rynków. Dodatkowo, zachowanie takie świadczy o braku dyscypliny zarządzających oraz braku spójności z własną strategią, czyli jest także wprowadzaniem w błąd inwestorów powierzających swoje środki zgodnie z deklarowaną strategią i polityką inwestycyjną. Co ciekawe, przytoczone badania pokazały, że znacznie mniejsze odchylenie horyzontu od zakładanego występuje w funduszach ze strategią poszukiwania wartości (*value oriented*), w tych inwestujących w duże korporacje oraz w tych kierujących się zasadami SRI (!).

Podsumowując, widać więc, że zalecenie wydłużania horyzontu przez inwestorów nie jest działaniem zbędnym. Postulat ten powinni przede wszystkim przyjąć i stosować profesjonalni inwestorzy zarządzający powierzonymi środkami. Skutecznym działaniem, jakie mogłyby podjąć firmy inwestycyjne, aby powstrzymać swych zarządzających portfelami przed pokusą krótkoterminowości „short-termizm”, jest odpowiednie dopasowanie systemów motywacyjnych, a także ścisła kontrola faktycznych działań *versus* deklarowane strategie. Także końcowi inwestorzy (indywidualni lub posiadacze jednostek funduszy), którzy angażują własne środki, nie zawsze rozumieją korzyści płynące z wydłużania lub dotrzymania zakładanego horyzontu inwestycji i często ulegają chwilowym emocjom nierzadko podejmując wtedy błędne decyzje. Duża rola w odpowiedniej edukacji tych inwestorów leży po stronie firm zarządzających, z których wiele na pewno zachęca do dłuższych inwestycji, choć mogą dodać do przedstawianych argumentów zmniejszania ryzyka, również te związane ze spójnością wydłużania horyzontu z działaniami na rzecz odpowiedzialnego biznesu.

Wydłużanie horyzontu inwestycyjnego przez inwestorów wymusi także na firmach zmianę systemów motywacyjnych w kierunku odejścia od wynagradzania za krótkoterminowe zyski na rzecz oceny realizacji długoterminowych strategii. Kierunek takich działań, wspierany w ostatnim okresie przez rozwiązania prawne i regulacyjne, szczególnie w obszarze instytucji finansowych, przyczyni się do mniejszej skłonności zarządów firm do podejmowania zbyt wysokiego ryzyka oraz pozwoli rozwijać się takim firmom w zgodzie z poszanowaniem zasad CSR.

Dłuższy horyzont inwestycyjny oznacza, w ostatecznym rozrachunku, więcej miejsca na trwałą i bezpieczną rozwój firm, co daje korzyści zarówno inwestorom jak i całemu społeczeństwu.

\* Analizy Online – Paweł Wróbel, Michał Duniec - analiza opublikowana 28 grudnia 2010 roku

\*\* IRRC Institute and Mercer -, Raport „Investment Horizons” 2010;

**Tabela 1: Strategie z wyższymi niż oczekiwano obrotami: podział na SRI i non SRI**

|                | Procent i średni obrót przekraczający 100% | Ilość produktów | Minimum | Średnia | Maximum |
|----------------|--------------------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|
| <b>non SRI</b> | 21,2%                                      | 524             | 12,2%   | 72,8%   | 253,9%  |
| <b>SRI</b>     | 6,3%                                       | 16              | 17,9%   | 59,2%   | 109,7%  |

Źródło: Tabela z Raportu IRRG/Mercer strona 9.

## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Wdrażanie kryteriów ESG w proces zarządzania portfelem inwestycji jest w dużym stopniu wyrazem dojrzałości społecznej w kwestii odpowiedzialności biznesu. Istotną różnicą w relacji do „standardowego” procesu inwestycyjnego jest uwzględnienie szerszego kontekstu podejmowania decyzji inwestycyjnych, poszukiwanie konsensusu rachunku ekonomicznego opłacalności inwestycji i odpowiedzialności inwestora za długoterminowe skutki inwestycji.

Należy w sposób właściwy identyfikować potencjalne koszty i korzyści z zastosowania kryteriów ESG do zarządzania portfelem inwestycji. Wydłużanie horyzontu czasowego inwestycji przyczynia się do:

- skuteczniejszego zarządzania ryzykiem długoterminowym portfela,
- wdrażanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu może przyczyniać się do większej efektywności rynków kapitałowych - CSR przyczynia się do wzrostu transparentności, obliczalności działalności spółek, co z kolei w znaczącym stopniu redukuje asymetrię informacyjną na rynku kapitałowym, a w konsekwencji, istotnie redukuje błędy prognostyczne w zakresie ryzyko - dochód portfeli inwestycji. Ponadto, działalność przedsiębiorstwa zgodna z CSR ma na celu ograniczenie kontrowersji i konfliktów interesów poszczególnych grup interesariuszy, co często jest przyczyną kry-

zysów w przedsiębiorstwie i odbija się na jego efektywności, co skutkuje wzrostem zmienności kursu emitowanych przez nie instrumentów i szoków cenowych<sup>28</sup>.

- stymuluje zrównoważony rozwój gospodarczy - silna presja instytucji finansowych na maksymalizację krótkoterminowego wyniku przekłada się w przedsiębiorstwach na zaniechanie podejmowania aktywności przynoszącej efekty w długim horyzoncie czasowym, do której z uwagi na specyfikę zaliczają się z reguły projekty związane z szeroko pojętą społeczną odpowiedzialnością biznesu.

Wydłużenie horyzontu czasowego inwestycji należy traktować jako element zarządzania ryzykiem długoterminowym portfela. Wielu zarządzających poszukuje związków między społeczną odpowiedzialnością a wartością przedsiębiorstwa i jego zdolnością do generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim okresie. Podejmowane są próby wykazania pozytywnego wpływu aplikacji kryteriów ESG na kondycję ekonomiczno - finansową przedsiębiorstwa i jego zdolność do utrzymania przewagi konkurencyjnej w dłuższym horyzoncie czasowym<sup>29</sup>. Jednakże, wyniki przeprowadzonych w tym zakresie badań są niejednoznaczne. Wiele z wymienionych czynników, dotyczących społecznej odpowiedzialności obecnie jest ujmowanych przez zarządzających, nawet intuicyjnie, jako komponenty zarządzania strategicznego, lecz w dłu-

**prof. nadzw. dr hab.  
Teresa Czerwińska**

Wydział Zarządzania  
Uniwersytetu Warszawskiego

<sup>28</sup> Becchetti L., Ciceritii R., A. Giovannelli, *Corporate Social Responsibility and Stock Market Efficiency*, Working Paper 2012.

goterminowej wycenie wartości przedsiębiorstwa najczęściej pomijana jest wartość dodana z tytułu włączenia kryteriów ESG do zarządzania.

Wydłużenie horyzontu czasowego inwestycji wymaga zmiany postrzegania przedsiębiorstw-emitentów z perspektywy maksymalizacji wyników kwartalnych na szerszą – jako podmiotów rozwijających się w sposób długofalowy. Zarządzanie ryzykiem długoterminowym portfela wymaga odstąpienia od maksymalizacji wyniku w krótko- i średnioterminowej perspektywie inwestycyjnej. Tymczasem, tylko 18% badanych instytucji finansowych deklaruje, że jest w stanie zaakceptować gorsze wyniki inwestycyjne z racji transformacji gospodarki w kierunku bardziej zrównoważonego modelu rozwoju, a 54% instytucji zarządzających aktywami postrzega kategorię długoterminowego inwestora jako maksymalizującego długoterminowy wynik inwestycyjny poprzez poszukiwanie wy-

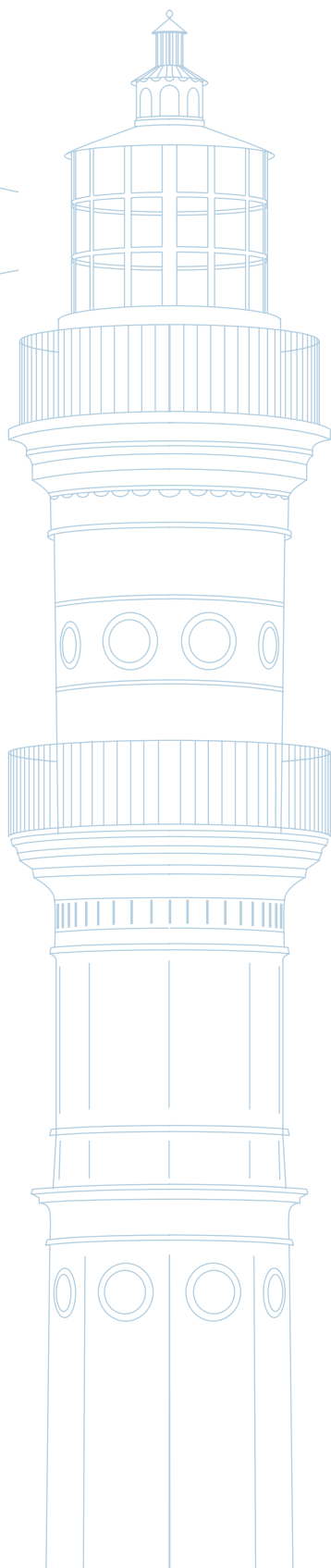
sokich stóp zwrotu w krótkim i średnim horyzoncie inwestycyjnym<sup>30</sup>.

Implementacja koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym wymaga poszukiwania rozwiązań umożliwiających łączenie celów typowo biznesowych z celami społecznymi na gruncie praktyki. Tradycyjnie brany pod uwagę do oceny zarządzania portfelem inwestycji benchmark rynkowy może być nieadekwatny do oceny wyników zarządzania portfelem zgodnie ze strategią SRI. Wydłużając horyzont czasowy inwestycji należy również pamiętać o wkomponowaniu do wyceny spółki ewentualnych przewidywanych kosztów realizacji ryzyka związanego z ESG, np. kary za zanieczyszczenie środowiska, opłaty na rynku emisji CO<sub>2</sub>, odszkodowania itd. Przedsiębiorstwa ignorujące zasady społecznej odpowiedzialności biznesu w długim horyzoncie czasowym mogą generować koszty istotnie redukujące stopę zwrotu z inwestycji.

<sup>29</sup> zob. Demystifying Responsible Investment Performance 2007.

<sup>30</sup> *European Asset Owners: SRI Perceptions and Integration Practices*, Novethic, December 2010.





# 4

**Zaleca się, aby inwestorzy  
angażowali się w rozwój  
strategicznego podejścia  
do CSR w spółkach,  
w które inwestują**



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Rekomenduje się by inwestorzy byli nie tylko biernymi obserwatorami, ale również aktywnymi uczestnikami procesu rozwoju strategicznego podejścia CSR w spółkach. Aby spółki zaczęły traktować społeczną odpowiedzialność biznesu w sposób kompleksowy i zarządczy, poświęcając aspektom społecznym i środowiskowym odpowiednią uwagę, potrzebne są bodźce ekonomiczne. Bodźce te na chwilę obecną nie wydają się być wystarczające, a jednym z ich źródeł mogą być inwestorzy. Dysponują oni zarówno odpowiednimi narzędziami by móc, nawet wykorzystując wyłącznie prawa przysługujące udziałowcom mniejszościowym, wpływać na zachowanie i decyzje zarządu spółki, jak i mają swój własny interes w tym by spółki podchodziły do CSR w sposób budujący wartość. Tym samym aktywne zaangażowanie inwestorów może przyczynić się do przyjmowania rozwiązań, które będą korzystne tak dla przedsiębiorstwa, jego otoczenia, jak i inwestorów.

### Znaczenie aktywnego zaangażowania inwestorów

Doświadczenia innych krajów pokazują, że rozwój społecznie odpowiedzialnego podejścia w spółkach ma często charakter reaktywny, jest odpowiedzią na presję zewnętrzną, głównie presję społeczną. Niemniej, jednak warunkiem koniecznym wywierania na spółki skutecznej presji jest istnienie dobrze zorganizowanego ruchu społecznego, co z reguły bezpośrednio wiąże się z kapitałem społecznym i społeczeństwem obywatelskim. Jeżeli społeczeństwo obywatelskie jest słabe, słaba będzie presja, a tym samym i reakcja spółek, tj. spółki podejmą z reguły działania niekoniecznie optymalne z punktu widzenia interesu otoczenia, ale działania wystarczające by zaspokoić zewnętrzne oczekiwania. Mała siła, to niewielka reakcja. W Polsce niestety kapitał społeczny dopiero się tworzy. Nie oznacza to, że spółki notowane na polskiej giełdzie, nigdy nie odczuwały presji społecznej. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na to, że część z nich, zwłaszcza te większe, od lat były nieustannie obserwowane przez media, organizacje konsumenckie i organy regulacyjne, a każdy ich niepoprawny ruch był bezlitośnie piętnowany.

Poniekąd dzięki tej presji, dzięki popełnionym błędom i często bardzo bolesnym doświadczeniom wychodzenia z tych problemów, dziś właśnie te spółki posiadają i stosują w praktyce mechanizmy zarządcze, których długo można by szukać u mniejszych graczy. Nie bez powodu firmy będące jeszcze do niedawna ikonami molochów, monopolistów i postaw antyklienckich, dziś znajdują się w giełdowym indeksie RESPECT.

Warto zauważyć, że źródłem skutecznej presji, która może uprzedzić presję konsumentów i szerzej społeczeństwa, może być presja ze strony akcjonariuszy, która to presja będzie swoistą „ucieczką do przodu” i uprzedzać przyszłe, bolesne dla spółek reakcje społeczne. Aktywne podejście inwestorów może tym samym w sposób o wiele mniej bolesny i kosztowny dla spółek pomóc im przejść transformację, która uczyni je bardziej odpornymi na presję otoczenia. Tym samym może pomóc uchronić inwestorów przed skutkami takiej presji, która często znajduje odzwierciedlenie w wahaniach kursu walorów spółki.

Nie można w tym miejscu nie wspomnieć o tym, że zachodzące zmiany społeczne, czynią presję otoczenia coraz bardziej skuteczną i bolesną dla tych, w którą atak jest skierowany. Dynamiczny rozwój mediów społecznościowych uruchomił niespotykane dotychczas mechanizmy, które pozwalają na skuteczne wyrażanie protestu nawet w przypadku społeczeństw, które wydawałyby się być dalekie od rozwiniętych społeczeństw obywatelskich. Znamiennym przykładem są tu zmiany w krajach północnoafrykańskich (Rewolucja Arabska), które doprowadziły do zmiany systemów politycznych, obaliły dotychczasowe władze, a we wszystkim kluczową rolę odgrywały właśnie media społecznościowe. W wymiarze biznesowym, wystarczy wspomnieć o Kristen Christian, 28-latkę, która zapoczątkowała na portalu społecznościom Facebook inicjatywę Bank Transfer Day i wstrząsnęła amerykańskim sektorem bankowym. W efekcie akcji około 650 tys. osób zlikwidowało swoje rachunki w bankach komercyjnych. Reasumując, brak tradycyjnej presji społecznej, z jednoczesnym potencjałem jaki drzemie w świecie wirtualnych społeczności, czyni słabo przygotowane spółki dość podatnymi na tego typu akcje. Silne

**Jacek Dymowski**  
Abadon Consulting

i niespodziewane bodźce ekonomiczne mogą odbić się niekorzystnie na ich kondycji, a tym samym na ich udziałowcach. Dlatego też w najlepszym interesie akcjonariuszy, którzy również są w stanie dostarczyć odpowiednie bodźce ekonomiczne, ale w sposób kontrolowany, leży podjęcie bardziej aktywnej roli w tym procesie.

### **Społeczna odpowiedzialność biznesu jako zarządzanie ryzykiem**

Wydaje się, że inwestorzy, szczególnie ci zainteresowani bardziej długoterminowym charakterem inwestycji, powinni być również zainteresowani rozwojem strategicznego podejścia do społecznej odpowiedzialności biznesu w spółkach, w których mają udziały, choćby ze względu na ryzyko.

Jest to jeden z wymiarów, poprzez który można patrzeć na społeczną odpowiedzialność. Jest zatem niezmiernie ważne by spółki, np. pod presją inwestorów, identyfikowały i mapowały ryzyka społeczne i środowiskowe, tak jak to czynią z typowym ryzykiem biznesowym. Z samym mapowaniem ryzyka bezpośrednio wiąże się mapowanie interesariuszy, czyli osób i grup osób, na które decyzje i działania spółki oddziałują lub odwrotnie, których decyzje i działania silnie oddziałują na spółkę. Znajomość poszczególnych ryzyk jest niezbędna by móc nimi zarządzać w sposób aktywny lub bierny. Nawet jeżeli zarządzanie danym ryzykiem nie ma charakteru aktywnego wiąże się ze stworzeniem odpowiedniej rezerwy na ryzyko, to wpływa na wynik spółki. Tym samym prowadzi do uzyskania prawdziwszego, bardziej rzetelnego jej obrazu, czym z przyczyn oczywistych zainteresowany jest każdy inwestor. Aktywne formy zarządzania ryzykiem, tj. dążenie do jego eliminacji, ograniczenia lub gdy dwie poprzednie metody z jakimiś względów nie mogą być wykorzystane, do jego kompensowania. Wbrew pozorom takiego usystematyzowanego podejścia brakuje niektórym przedsiębiorstwom. Np. oddanie kwestii relacji z lokalnymi społecznościami w ręce działów komunikacji, często prowadzi do sytuacji, kiedy zamiast zachować pewną logiczną kolejność działania w zarządzaniu ryzykiem, redukujemy te działania do jakiejś formy aktywności społecz-

nej (np. wspierania drużyny piłkarskiej w lokalnej szkole), czyli w najlepszym wypadku do kompensowania kosztów społecznych jakie firma generuje. Jednocześnie sama nie zawsze ma do końca świadomość jakie koszty społeczne generuje, kogo one dotyczą, a w konsekwencji nie myśli o tym czy może je wyeliminować lub jak je ograniczyć, a prosta forma kompensowania uciążliwości niekoniecznie trafi dokładnie do tych, do których powinna. Ważne jest by oczekiwać od zarządzających takiego zarządczego i kompleksowego podejścia. Istotną rolę może odegrać choćby komitet audytowy rady nadzorczej, czy komórka audytu wewnętrznego. Ważne by samemu procesowi zarządzania społeczną odpowiedzialnością nadać wymiar zarządczy – coraz więcej przedsiębiorstw stosuje obok map ryzyka, zrównoważone karty wyników, właśnie do zarządzania CSR. Wyznaczają cele, planują, mierzą, itd. Presja inwestorów by tak, a nie bardzo płytko, tj. wyłącznie na poziomie wizerunkowym, podchodzili do sprawy, może mieć tu niebagatelne znaczenie.

Czy i jakie są skutki braku dialogu z otoczeniem i pominięcie ryzyka społecznego i gospodarczego? Czy w polskich realiach mają one znaczenie dla spółek, a tym bardziej dla inwestorów? Sceptykom należy przypomnieć przypadek budowy Obwodnicy Augustowa. Wykonawca, działający na zlecenie inwestora, a będący na marginesie spółką giełdową, poniósł bardzo wymierne straty (choć w żaden sposób nie przyczynił się do powstania problemu). Wystarczy pomyśleć o konieczności przetransportowania na miejsce budowy sprzętu i materiałów, które tygodniami stały bezczynnie. Inną rzeczą są koszty utraconych możliwości. Majątek spółki stał i nie zarabiał na siebie. Przykład ten można z kolei porównać z przykładem Autostrady Wielkopolskiej II SA, budującej odcinek autostrady A2 Świecko – Nowy Tomyśl. Duża uwaga przykładana do kwestii dialogu i inwestycji w techniczne rozwiązania proekologiczne, ciągły monitoring środowiska i otwarta współpraca z organizacjami pozarządowymi, przyniosły efekt. Mimo że trasa w ponad 80% przebiega przez lasy, w tym przez tereny bardzo cenne przyrodniczo, proces projektowania i budowy przebiegał bardzo sprawnie. Sama autostrada została oddana do użytku jeszcze w 2011 r., na długo przed krytycznym

terminem EURO 2012. Istotną rolę odegrali tu inwestorzy: tak udziałowcy, jak i kredytodawcy (m.in. Europejski Bank Inwestycyjny), którzy stawiali zarządzającym dość wysoką poprzeczkę.

Reasumując zarządzanie ryzykiem społecznym i środowiskowym niczym nie powinno różnić się od zarządzania innym ryzykiem biznesowym. Te same narzędzia i ta sama logika myślenia o nim. Niemniej ryzyko musi zostać zidentyfikowane. Inaczej objawi się w najmniej spodziewanym momencie, a skutki tego odczują inwestorzy. W interesie tych ostatnich leży właśnie głębokie i rzetelne traktowanie społecznej odpowiedzialności. Kiedy jest ona bowiem sprowadzona do działań płytkich, gdzieś na peryferiach działalności biznesowej, nie chroni, ani nie buduje wartości dla akcjonariuszy.

## Nie tylko ryzyko, ale i wartość dodana

Sprowadzenie mówienia o społecznej odpowiedzialności biznesu wyłącznie do kategorii zarządzania ryzykiem społecznym i środowiskowym, jest z pewnością bardzo krzywdzące tak dla samej koncepcji, jak i dla interesu inwestorów.

Przykładowo jeśli przyjrzymy się tak „niebiznesowemu” obszarowi społecznej odpowiedzialności biznesu, jak zaangażowanie społeczne, można często zobaczyć w nim swoisty papierek lakmusowy, który wiele powie nam o samej spółce, horyzoncie myślenia zarządzających i ich kreatywności. Proste formy, redukowane do darowizn, często drobnych, przekazywanych na bardzo różne cele, będą z punktu widzenia inwestora i akcjonariusza kosztem. Uzasadnionym etycznie, ale jednak kosztem. Z pewnością większość inwestorów zgodzi się by jakiś, z reguły niezbyt duży odsetek zysku, był przekazywany na cele społeczne. Z pewnością również istnieje jakaś granica tolerancji, tj. taki odsetek zysku, którego przekazanie na cele społeczne zacznie wzbudzać irytację akcjonariatu. Ostatecznie to ich kapitał i jak twierdził Milton Friedman, to oni sami, a nie menedżerowie, powinni decydować ile i na jaki cel przeznaczą.

No właśnie, to i ich kapitał, i mogą decydować o tym jak nim dysponować. Tym bardziej mogą więc wpływać na zarządy spółek by racjonalizowały zaangażowanie społeczne. Opisywane od lat koncepcje strategicznego zaangażowania, czyli tzw. wartości ekonomiczno-społecznej (CSV<sup>31</sup>), wydają się być bardzo racjonalne z punktu widzenia inwestorów. Nie umniejszając korzyści społecznych, można współrealizować cele biznesowe. Co więcej, jeżeli zaangażowanie społeczne przyczynia się do rozwiązywania problemów społecznych, które są jednocześnie problemami branży, racjonalnie myśląc spółka będzie gotowa nawet silniej się angażować. Chodzi tu tak o wielkość środków, które przestaną być tylko kosztem, ale także staną inwestycją społeczną przynoszącą zwrot, jak również o możliwość zaangażowania nie tylko pieniądza, ale np. kluczowych kompetencji. Tym samym firma ma szansę edukować swoich obecnych i przyszłych konsumentów, dostawców, wpływać na dostępność zasobów, czy zasady obowiązujące na rynku (w tym choćby przez samoregulację branży decydować po prostu o barierze wejścia nowych graczy na rynek). Czy kwestie takie jak stabilność popytu, stabilność dostaw i jakość surowców, czy też zagrożenie pojawieniem się nisko kosztowych (i niskojakościowych) konkurentów może być ważne dla inwestorów? Zdecydowanie tak. Pozostaje jeszcze jedna kluczowa kwestia – jeżeli mówimy o programach, które np. edukują przyszłe, specjalistyczne kadry lub przyszłych konsumentów, którzy na rynku pojawiają się dopiero za kilka lat – mówimy o długości horyzontu myślenia zarządzających. Jeżeli zarząd zainteresowany jest wyłącznie szybką poprawą bieżących wskaźników, z pewnością nie będzie się w takie działania w ogóle włączał. Jeśli zaś myśli o rozwoju firmy, o długoterminowym budowaniu wartości, to takie działania pomagają, niczym wspomniany wcześniej „papierek lakmusowy”, takie podejście dostrzec.

Nie można zapominać, a z pewnością nie powinni tego robić inwestorzy, że szereg działań z obszaru społecznej odpowiedzialności, głównie związanych z ograniczeniem wpływu na

<sup>31</sup> *Creating Shared Value.*

środowisko, oznaczać może w długim terminie oszczędności. Stąd powtarzane jak mantra pytania ze strony inwestorów o nowe inwestycje w technologie, o innowacje procesowe, które przyczynią się do zmniejszenia materiałochłonności, czy energochłonności, są jak najbardziej uzasadnione. O ich ważności dodatkowo decydują rosnące w długim terminie ceny nośników energii, a także wysoce prawdopodobne wprowadzenie opodatkowania CO<sub>2</sub>. Im mniej bierzemy ze środowiska i im mniej do niego emitujemy tym lepiej: zarówno dla środowiska, jak i dla długoterminowego interesu inwestorów.

Warto w tym miejscu również zauważyć, że niektóre spółki, których zarządy są kreatywne, myśląc o środowisku, były w stanie ze źródła kosztu, uczynić źródło zysków. Można tu przytoczyć choćby przykład Barlinka SA, który zainwestował w technologię przetwarzania odpadów powstających przy produkcji podłóg i dziś jest dostawcą zarówno kory ogrodniczej, jak i biopaliwa. Nowe produkty i nowe rynki. Biopaliwo stanowi już na dziś kilkanaście procent przychodów spółki. Tym bardziej warto by inwestorzy swoimi pytaniami wymuszali na zarządach spółek aktywność w tym wymiarze myślenia o optymalizacji procesów pod kątem środowiska naturalnego, prowokowali do myślenia o społecznej odpowiedzialności w kontekście innowacji produktowych i marketingowych.

### **Z punktu widzenia inwestora z pewnością warto pytać czy...**

Oczywiście można dalej mnożyć przykłady i prezentować korzyści płynące z kompleksowego i strategicznego podejścia do społecznej odpowiedzialności biznesu. Odchudzone procesy, nowe rynki i produkty, przyszłościowe inwestycje społeczne, czy większa stabilność i przewidywalność – każdy z tych elementów jest i powinien być ważny z punktu widzenia inwestorów. Ważne jest by informacje ze spółek pozwalały stwierdzić, że poszczególne działania nie są działaniami przypadkowymi, ale wynikają z konkretnych procesów, które zaimplementowano. Te z kolei powinny mieć odzwierciedlenie w strategii. Niestety samo istnienie strategii, czy nawet procesu nie wystarcza by budować wartość. Dlatego też warto patrzeć równocześnie na wspomniane trzy elementy. Warto, słuchając tego co mówi spółka, czytać to co publikuje i zastanowić się, czy układa się to w spójną, logiczną i głęboko przemyślaną opowieść z wizją celu, czy też jest zbieraniną dość przypadkowych działań zebraną na potrzeby zapytania inwestora lub „akcji” publikowania raportu społecznego. Zwłaszcza jeśli zaczniemy dopytywać o szczegóły, to pierwsza kategoria opowieści, będzie coraz bardziej urzekająca i spójna, druga może nie wytrzymać próby i coraz bardziej będzie przypominać domek z kart. Dzięki temu z reguły dość łatwo można odróżnić od siebie obie kategorie. Trzeba jednak pytać. Inwestor, nawet ten mniejszościowy, ma prawo pytać i warto by z tego prawa aktywnie korzystał.



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Wielkość i różnorodność oddziaływań rynkowych, ekonomicznych, społecznych i środowiskowych dla organizacji wielu sektorów wymaga systemowego podejścia w identyfikowaniu i odpowiadaniu na szanse i zagrożenia dla stawianych celów strategicznych i operacyjnych. Poszczególni interesariusze oczekują w zamian za „mandat społeczny” na prowadzenie i rozwój działalności – swego rodzaju wartości dodanej (ang. *Shared Value*).

Każdy z interesariuszy oczekuje innych wartości np.:

- klienci oczekują lepszych i tańszych produktów,
- właściciele oczekują większych zysków i am-

bitnych wzrostów obrotów,

- pracownicy oczekują lepszej pracy i większych zarobków,
- społeczeństwo oczekuje wzrostu gospodarczego i lepszych warunków życia,
- środowisko oczekuje mniejszego oddziaływania, itd.

Na pierwszy rzut oka, szczególnie w sytuacjach spowolnień gospodarczych, powyższe oczekiwania, wydają się być rozbieżne. Niektórym organizacjom udaje się jednak odnaleźć kierunek strategiczny, pozwalający osiągać oczekiwane efekty.

**Tomasz Gasiński**

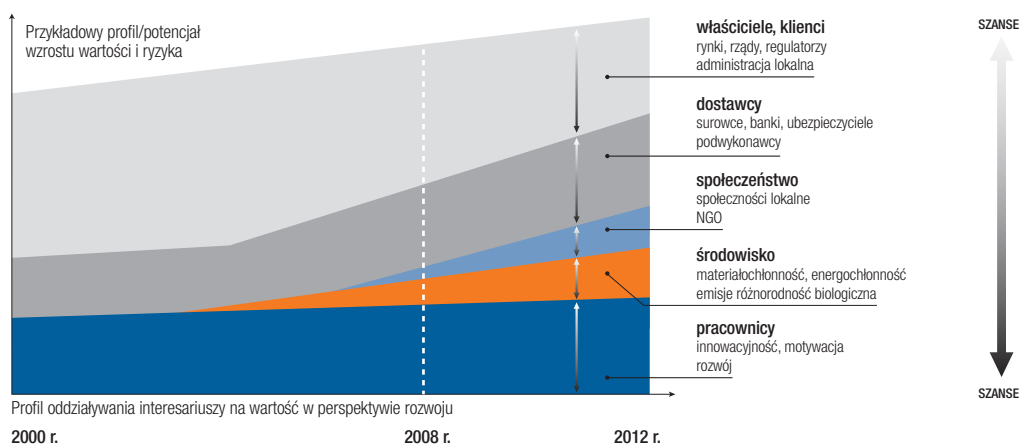
DNV Business Assurance

**Rysunek 1. Wzrost wartości i interesariusze**



Źródło: opracowanie własne DNV

**Rysunek 2. Profil wartości – szanse i ryzyka oraz interesariusze**



Źródło: opracowanie własne DNV

Obecnie, na bardzo konkurencyjnych rynkach, aby móc rozwijać się płynnie w zmiennym i wymagającym otoczeniu, szczególnie w przypadku dużych i średnich organizacji, ilość czynników które trzeba wziąć pod uwagę jest bardzo duża i rozciąga się na cały łańcuch zaopatrzeniowy (dostawców i podwykonawców) – nie da się oprzeć zarządzania ryzykiem w realizacji przyjętych strategii i celów na dobrych intencjach i miękkich politykach – niepodpartych analizą, zadaniami dla menedżerów i pracowników, motywowaniem, monitorowaniem i rozliczaniem.

Niektórymi ze sposobów zrównoważonego rozwoju są wykorzystywane zarówno na poziomie strategicznym jak i operacyjnym:

- prowadzenie dialogu z różnymi/istotnymi interesariuszami t.j. pracownicy, dostawcy, podwykonawcy,
- efektywności środowiskowej,
- efektywności energetycznej,
- „projektowania dla wszystkich”,
- projektowanie i kształtowanie łańcucha dostaw,
- zaangażowanie społeczne.

### Wytyczne co do sposobu zaangażowania się strategicznego w CSR w spółkach:

1. Identyfikacja i analiza ryzyka ESG dla stworzonych strategii z uwzględnieniem ryzyka związanego z poszczególnymi interesariuszami (zagrożenia i szanse) oraz kształtowanie strategii nakierowanych na szanse i ograniczających wystąpienie istotnych zagrożeń dla realizacji postawionych celów.

*Istotnym jest aby identyfikować i oceniać ryzyko biznesowe wykraczające poza ryzyko finansowe t.j. uwzględniając ryzyko reputacyjne, ryzyko dla ludzi, ryzyko dla środowiska i innych interesariuszy (patrz Matryca Ryzyka – załącznik 2. w publikacji Ministerstwa Gospodarki „Zarządzanie Ryzykiem Zrównoważonego Rozwoju” <http://www.mg.gov.pl/node/14666>). Częstym błędem jest obieranie strategii, a dopiero później analiza ryzyka związanego z jej realizacją, dodatkowo przyjmuje się zazwyczaj je-*

*den wariant strategii bez rozważenia możliwych scenariuszy rozwoju. Należy zwrócić uwagę na istotne ryzyka pozafinansowe lub występujące w długiej perspektywie np.: ryzyka regulacyjne, ryzyka technologiczne, ponieważ skutki tych ryzyk mogą materializować się w czasie dłuższym niż typowa kadencja Zarządu / Rady nadzorczej, a mogą mieć krytyczny wpływ na ciągłość biznesu. Istotnym jest wychwycenie długoterminowych trendów i nastawienie organizacji na dostosowanie się do zachodzących zmian np.: poprzez strategiczne ograniczenie materiałochłonności i energochłonności, projektowanie i wdrażanie innowacyjnych produktów i procesów.*

2. Zdefiniowanie zasad prowadzenia systematycznego i skutecznego dialogu z najważniejszymi rodzajami interesariuszy: klienci, udziałowcy, pracownicy, podwykonawcy, dostawcy itp. – którego efektem będzie bieżące monitorowanie ryzyka ESG.

*Usystematyzowany dialog nie może być jedynie dobrze brzmiącym „frazesem PRowym”, ma z pewnością niezbędne dla funkcjonowania i rozwoju firmy - systematyczne pozyskiwanie i wymianę informacji z kluczowymi dla Organizacji Interesariuszami. Usystematyzowany proces Dialogu obejmuje m.in.:*

- zdefiniowanie Interesariuszy do Dialogu
- określenie częstotliwości i formy Dialogu\*
- ustalenie celów, zakresu i reguł Dialogu\*
- dokumentowanie wyników Dialogu i postawionych w jego ramach obopólnych zobowiązań\*
- okresowa analiza skuteczności przyjętych form i efektów prowadzonego Dialogu z punktu widzenia oczekiwań poszczególnych Interesariuszy.\*

3. Ustalenie mierzalnych celów dla obszarów ESG oraz kaskadowanie tych celów wewnątrz organizacji (piony, działy, projekty strategiczne itp., spółki zależne, łańcuch dostaw) oraz sposobu monitorowania i rozliczania tych celów.
4. Nadanie celom ESG rangi celów biznesowych np.: poprzez wpisanie ich do celów motywacyjnych dla Kadry Zarządzającej i Kierownictwa

\* różnie dla różnego rodzaju interesariuszy, ich specyfiki, oczekiwań i formy oddziaływania na Organizację

oraz systemowe monitorowanie i raportowanie ich realizacji w ramach przyjętych procesów zarządczych i ładu korporacyjnego (np.: poprzez wpisanie ich do Strategicznej karty Wyników lub programów MBO Management by Objectives)

5. Zdefiniowanie sposobów zarządzania najważniejszymi kwestiami – ryzykami ESG w ramach istniejących systemów zarządzania i procesów organizacyjnych, na poziomie operacyjnym: zarządzanie strategiczne, systemy zarządzania „ISO”, zarządzanie ryzykiem, audyt wewnętrzny, kontroling zarządczy, zarządzanie zasobami ludzkimi, badania i rozwój, zakupy (w tym strategiczne kształtowanie łańcucha dostaw w odniesieniu do zidentyfikowanych szans i zagrożeń), zarządzanie mieniem itp.

*Cele i istotne ryzyka (w tym ESG) powinny znaleźć odzwierciedlenie w ustalanych Krytycznych Parametrach i Wskaźnikach Procesów*

*(Key Performance Indicators), pozwalających na poziomie operacyjnym codziennym monitorować poziom realizacji strategii i przyjętych zasad pracy, jak również mierzyć akceptowalny poziom ryzyka w celu terminowego podejmowania skutecznych działań zapobiegawczych i korygujących.*

6. Określenie sposobu okresowego porównywania się do najlepszych w branży, w zakresie zarządzania ryzykiem ESG, oraz komunikacji i zaangażowania społecznego np.: poprzez okresowe niezależne audyty zgodności i skuteczności zarządzania organizacją (np.: audyty „ISO”), benchmarking, komunikowanie zgodnie z wytycznymi GRI, weryfikowanie raportów przez specjalistyczne niezależne organizacje, branie udziału w konkursach i dobrowolnych inicjatywach sektorowych.



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Wśród najważniejszych barier hamujących rozwój idei społecznej odpowiedzialności biznesu na polskim rynku kapitałowym spółki giełdowe wymieniają brak zainteresowania inwestorów tą tematyką<sup>32</sup>. Postawioną tezę potwierdzają wyniki badania „Decyzje inwestycyjne, a odpowiedzialny biznes”<sup>33</sup>, przeprowadzonego wśród przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych przez firmę Deloitte i Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, którego wyniki zostały opublikowane w listopadzie 2012 roku. Uczestnicy badania zapytani, czy kryteria ESG są przedmiotem ich zainteresowania na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej w zdecydowanej większości (87%) odpowiedzieli, że nie. Tylko 9% respondentów przyznało, że przedmiotem ich zainteresowania, jako akcjonariusza polskich emitentów, są wszystkie, bądź wybrane kryteria ESG. Po-

dobne wnioski płyną z ogólnopolskiego badania „Inwestowanie Etyczne 201” przeprowadzonego we współpracy ze Stowarzyszeniem Inwestorów Indywidualnych. 59% ankietowanych słyszało o idei SRI czy CSR, ale jedynie 26% badanych inwestorów czyta raporty dotyczące stosowania Dobrych Praktyk, a zaledwie 4% badanych lokuje środki finansowe w fundusze inwestycyjne typu SRI. Równocześnie najwięksi inwestorzy instytucjonalni na świecie stosują Zasady Odpowiedzialnego Inwestowania (Principles for Responsible Investments – PRI) - w maju 2012 roku liczba sygnatariuszy PRI wynosiła ponad 1000. Według najnowszych danych Eurosif, wartość wszystkich funduszy europejskich, które stosują przynajmniej jedną ze strategii SRI, wyniosła 6,76 bln EUR. W badaniu Eurosif Polska zajęła ostatnią pozycję wśród 14 przebadanych europej-

**Magdalena Raczek**  
Stowarzyszenie  
Emitentów Giełdowych

<sup>32</sup> Komentarze zebrane podczas spotkań na temat CSR zorganizowanych przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych w 2012 roku: „CSR Essentials” - seminarium poświęcone społecznej odpowiedzialności biznesu w spółkach giełdowych (14.03.2012), IV Kongres Relacji Inwestorskich SEG - Wpływ czynników pozafinansowych na wartość spółki (12-13.06.2012)

<sup>33</sup> Raport: Decyzje inwestycyjne a społeczna odpowiedzialność firm –listopad 2012.  
[http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/Raport\\_-\\_decyzje\\_inwestycyjnePL.pdf](http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/Raport_-_decyzje_inwestycyjnePL.pdf)

skich krajów pod względem wartości zarządzanych aktywów w każdej ze strategii SRI. Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce wynosi 5,23 mld PLN, co stanowi ok. 0,3% całego rynku finansowego w kraju<sup>34</sup>. Przedstawione dane pokazują, że w odróżnieniu od trendów międzynarodowych nieliczni polscy inwestorzy instytucjonalni i indywidualni uwzględniają czynniki ESG w swoich decyzjach inwestycyjnych. Postawa inwestorów wpływa negatywnie na gotowość spółek notowanych na polskim rynku kapitałowym do wdrażania strategii społecznej odpowiedzialności biznesu i tworzenia raportów społecznych.

**Dlatego też zaleca się, aby inwestorzy angażowali się w rozwój strategicznego podejścia do CSR w spółkach, w które inwestują poprzez:**

- **zachęcanie emitentów do raportowania danych pozafinansowych wykazując aktywne zainteresowanie tego typu danymi**  
Według badania *Raportowanie CSR w Polsce 2011* na polskim rynku ukazało się 37 raportów CSR w 2011 roku, co stanowi znaczny wzrost w stosunku do 29 raportów w roku 2010. 18 firm w 2011 roku raportowało według międzynarodowego standardu Global Reporting Initiative (GRI), a jedna spółka opublikowała raport zintegrowany. Z badania wynika również, iż 19 spośród 20 firm tworzących Respect Index komunikuje o CSR na stronie www, ale jedynie 7 z nich wydało w 2011 roku raport wg GRI<sup>35</sup>. Można wyciągnąć wniosek, iż fakt nieraportowania przez spółki działań podejmowanych w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu wynika z braku zainteresowania inwestorów raportami społecznymi. Spółki spotykając się z obojętnością inwestorów w kwestiach danych ESG nie widzą sensu w tworzeniu odrębnych dokumentów podsumowujących ich działania w tym zakresie.

- **monitorowanie przez inwestorów bieżących rankingów i indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych oraz uwzględnianie ich wyników w decyzjach inwestycyjnych**

19 listopada 2009 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutował pierwszy w Europie Środkowej i Wschodniej indeks spółek odpowiedzialnych społecznie – RESPECT Index wprowadzając warszawską GPW do zanego grona 15 giełd na świecie, które tworzą indeksy spółek społecznie odpowiedzialnych. Według wspomnianego już badania przeprowadzonego wśród przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych w 2012 roku przez firmę Deloitte i Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie<sup>36</sup> 94% respondentów słyszało o funkcjonowaniu Respect Index, ale 81% nie analizuje tego indeksu i nie potrafi wymienić przynajmniej 5 spółek, które wchodzi w jego skład. 68% badanych przyznało również, że nie umieszcza w raporcie analitycznym informacji o tym, że spółka wchodzi bądź też nie wchodzi w skład RESPECT Index. Płynię z tego wniosku, że pomimo kilku lat funkcjonowania indeksu w momencie przeprowadzania badania i dużej świadomości inwestorów na temat istnienia indeksu, inwestorzy instytucjonalni nie poświęcali dużej uwagi spółkom wchodzącym w skład indeksu. Podobne wnioski płyną z badania „Inwestowanie Etyczne 2011” – zaledwie 9% respondentów zadeklarowało korzystanie z RESPECT Indexu podejmując decyzje inwestycyjne. Wzrost zainteresowania inwestorów indeksami spółek odpowiedzialnych, a także traktowanie przez inwestorów przynależności do indeksu jako swoistej rekomendacji inwestycyjnej miałyby bezpośredni wpływ na zaangażowanie spółek we wdrażanie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu w działalność biznesową.

<sup>34</sup> Budowanie wartości spółki poprzez raportowanie danych pozafinansowych ESG, str 102, [http://www.seg.org.pl/aktualnosci/id,245,budowanie\\_wartosci\\_spolki\\_poprzez\\_raportowanie\\_danych\\_pozafinansowych\\_esg.html](http://www.seg.org.pl/aktualnosci/id,245,budowanie_wartosci_spolki_poprzez_raportowanie_danych_pozafinansowych_esg.html)

<sup>35</sup> [http://www.csrinfo.org/images/stories/Publikacje2012/5\\_lat\\_raportowania\\_odpowiedzialnego\\_biznesu\\_w\\_polsce\\_csrinfo.pdf](http://www.csrinfo.org/images/stories/Publikacje2012/5_lat_raportowania_odpowiedzialnego_biznesu_w_polsce_csrinfo.pdf)

<sup>36</sup> Raport: Decyzje inwestycyjne a społeczna odpowiedzialność firm –listopad 2012. [http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/Raport\\_-\\_decyzje\\_inwestycyjnePL.pdf](http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/Raport_-_decyzje_inwestycyjnePL.pdf)

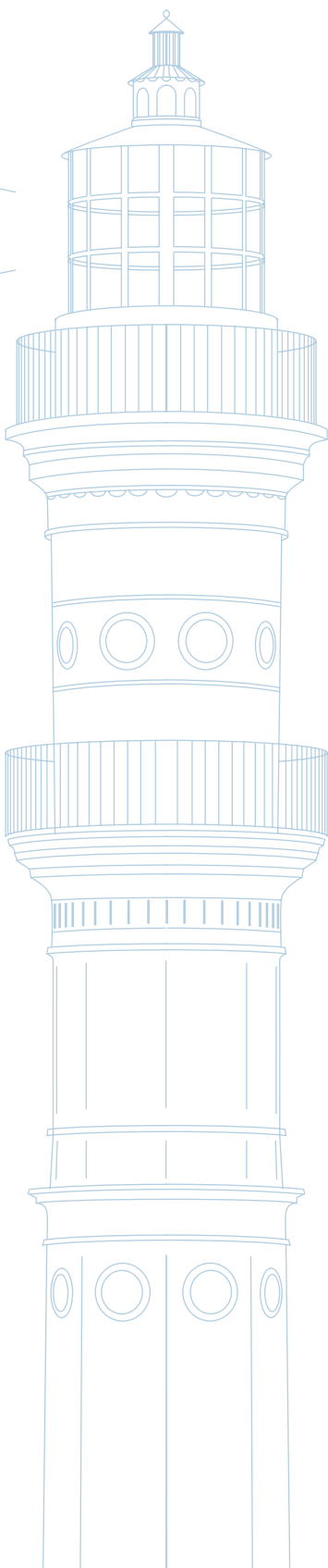
- **uczestnictwo w procesie dialogu społecznego**

U podstawy idei społecznej odpowiedzialności biznesu leży dialog firmy z interesariuszami. Międzynarodowe standardy społecznej odpowiedzialności biznesu zalecają prowadzenie sformalizowanego dialogu z interesariuszami, poznanie ich oczekiwań wobec firmy oraz uwzględnienie wniosków płynących z tego dialogu w decyzjach firmy. Jednymi z najważniejszych interesariuszy spółki giełdowej są jej inwestorzy. W momencie zakupu akcji spółki inwestorzy stają się jej współwłaścicielami, dlatego też są niejako współodpowiedzialni za podejmowane przez firmę działania. Zaleca się, aby inwestorzy brali aktywny udział w procesie dialogu społecznego wyrażając swe oczekiwania wobec spółki. Wyrażna komunikacja przez inwestorów zainteresowania czynnikami ESG przełoży się w sposób bezpośredni na rozwój strategicznego podejścia do społecznej odpowiedzialności biznesu w spółkach giełdowych.

Dotychczas pytania o odpowiedzialność przedsiębiorstw pojawiały się na rynku w momencie krachów finansowych lub katastrof ekologicznych. Nastroje międzynarodowe, przekładające się na coraz większe zainteresowanie tematem ryzyk ESG, nie mają jeszcze odzwierciedlenia wśród polskich inwestorów. W rankingu „100 najbardziej zrównoważonych firm na świecie”<sup>37</sup> publikowanym przez magazyn „Corporate Knights” (Korporacyjni rycerze) najliczniejszą reprezentację stanowią firmy brytyjskie. Polska jak do tej pory nie doczekała się przedstawiciela w znacym gronie przedsiębiorstw, dla których zrównoważony rozwój jest jednym z kluczowych elementów strategii firmy. Mamy wielką nadzieję, że dzięki zaangażowaniu inwestorów w rozwój strategicznego podejścia do CSR na polskim rynku kapitałowym polskie firmy będą mówiły o odpowiedzialności w biznesie nie tylko w momentach kryzysowych, ale CSR stanie się praktyką na co dzień.

---

<sup>37</sup> <http://global100.org/annual-lists/2012-global-100-list.html>



5

**Zaleca się, aby inwestorzy  
podejmowali działania na rzecz  
popularyzacji publikowania  
ustandaryzowanych raportów  
z danymi ESG**



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

**Kwestia podejmowania przez inwestorów działań na rzecz popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG.**

Wytyczne dla inwestorów instytucjonalnych przyjęte przez Grupę Roboczą ds. Odpowiedzialnych Inwestycji, zalecają, by inwestorzy m.in. uwzględniali czynniki ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz angażowali się w rozwój strategicznego podejścia do CSR w spółkach, w które inwestują, a także by przejrzysto informowali o znaczeniu czynników ESG w polityce inwestycyjnej. Realizacja tych zaleceń nie jest w praktyce możliwa bez dostępu do informacji o wpływie czynników ESG i uwzględnianiu ich w swojej działalności przez poszczególnych emitentów papierów wartościowych.

Najlepszym przykładem tego typu problemu jest Respect Index stworzony przez GPW w Warszawie. Emitenci na potrzeby tego indeksu są m.in. audytowani przez Deloitte pod kątem czynników ESG. Ponieważ jednak audyt ten nie jest oparty na publicznie dostępnych informacjach i raportach dotyczących czynników ESG, zawiera informacje, do których inwestorzy nie mają dostępu, w efekcie Respect Index dostarcza inwestorom jedynie informację, czy spółka jest nim objęta, czy nie, przy czym nie wiadomo, czy pominięcie spółki w składzie indeksu wynika z tego, że nie spełniła kryteriów zakwalifikowania się w wyniku przeprowadzonego audytu, czy po prostu odmówiła poddania się temu audytowi, a także jak zostały ocenione poszczególne spółki wchodzące w skład tego indeksu. W efekcie Respect Index i przeprowadzane na jego potrzeby audyty są świetnym narzędziem dla emitentów – bo pozwalają im poddać się niezależnej ocenie pod kątem kryteriów ESG, ale odbiorcą tej oceny jest oceniany emitent, a nie inwestorzy. Istnienie Respect Index i przeprowadzanych na jego potrzeby audytów powinno być dobrym punktem wyjścia do działań inwestorów nakierowanych na popularyzację ustandaryzowanych raportów z danymi ESG. Z jednej strony audyty pozwalają na przygotowanie przez emitentów papierów wartościowych wystandaryzowanych zestawów informacji przekazywanych audytorowi, z drugiej strony nie skłaniają ich jednak do publikowania tak przygotowanych informacji.

Respect Index nie jest jedynym narzędziem, które może być wykorzystane w procesie standaryzacji raportów z danymi ESG. Kolejnym jest Global Reporting Initiative, określająca standardy raportowania o czynnikach pozafinansowych (sustainability reports). Standardy te zostały wypracowane w drodze samoregulacji i uwzględniają specyfikę poszczególnych sektorów. Inwestorzy mają istotną rolę w ich upowszechnianiu, dzięki regularnym kontaktom z emitentami papierów wartościowych zarówno w toku spotkań organizowanych przez tych emitentów, jak i w trakcie posiedzeń organów tych podmiotów oraz w ramach współpracy z organizacjami skupiającymi emitentów (takimi jak SEG czy izby branżowe). Istotnym elementem relacji z emitentami papierów wartościowych może być kwestia publikowania przez nich raportów przygotowanych zgodnie ze standardami GRI. Elementem tych działań może być także kierowanie przez inwestorów pytań do emitentów oraz analityków oceniających tych emitentów, czy dany emitent publikuje informacje zgodnie ze standardami GRI. W szczególności inwestorzy instytucjonalni (w tym za pośrednictwem IZFiA i IGTE) mogą wyrazić oczekiwanie w stosunku do raportów analityków giełdowych przygotowywanych np. przez domy maklerskie i banki, by zawierały one informację, czy i w jakim zakresie dana spółka przygotowuje raporty zgodnie ze standardami GRI.

Inną sferą, którą inwestorzy mogą próbować wykorzystać w celu popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG, jest próba wypracowania na takich samych zasadach, jak „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW w Warszawie” regulujące kwestie corporate governance, Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW w Warszawie w zakresie publikacji danych ESG. Zasady te mogłyby być wypracowane z udziałem inwestorów i emitentów papierów wartościowych, pod patronatem GPW SA, z udziałem KNF i następnie przyjęte przez Radę Giełdy do stosowania przez emitentów papierów wartościowych na zasadzie „*comply or explain*”.

Popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG przez emitentów papierów wartościowych sprzyjałoby wyraźne określenie przez zarządzających aktywami w ich dokumentach określających zasady polityki inwestycyjnej

**Paweł Pelc**Agencji Ratingu  
Społecznego,  
Radca prawny

(statutach funduszy, prospektach informacyjnych i raportach okresowych), że w procesie decyzyjnym dotyczącym inwestycji na GPW SA wykorzystywać będą także informacje ESG. Sprzyjałby temu wzrost aktywów tych funduszy, które wyraźnie deklarują, że ich inwestycje mają charakter etyczny lub społecznie odpowiedzialny, jak i funduszy nie-mających takiego profilu, a jednak uwzględniających w swoich decyzjach inwestycyjnych także czynniki pozafinansowe o charakterze etycznym i społecznej odpowiedzialności. W ten sposób generowany byłby popyt na informacje ESG udostępniane przez emitentów, co także sprzyałoby standaryzacji raportów zawierających informacje ESG i ułatwiałoby ich wykorzystanie przez zarządzających aktywami (standaryzacja ułatwia porównywalność danych prezentowanych przez poszczególnych emitentów oraz z danymi dotyczącymi innych spółek o podobnym profilu działalności).

Inwestorzy mogliby także podjąć współpracę z organizacjami pozarządowymi monitorującymi jakość informacji w zakresie ESG publikowanych przez emitentów papierów wartościowych, m.in. w celu opracowania standardów raportów mogących stanowić benchmark, przy dokonywaniu takich ocen.

Inwestorzy mogą także popularyzować wykorzystywanie przez emitentów norm ISO zarówno certyfikowanych (jak np. ISO 14001 w zakresie zarządzania środowiskowego), jak i niecertyfikowanych (jak ISO 26000 w zakresie społecznej odpowiedzialności) – zadając emitentom stosowne pytania i korzystając z uprawnień przysługujących akcjonariuszom do pozyskiwania informacji o spółce.

Działania inwestorów instytucjonalnych na rzecz publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG są z ich perspektywy działaniami uzupełniającymi podstawowy proces: zarządzania aktywami w imieniu swoich klientów, jednak służą one podniesieniu jakości tego procesu, poprzez ułatwienie dostępu i standaryzację danych pozafinansowych, które mogą być wykorzystywane przez nich w procesie decyzyjnym, bez względu na to, czy ocen tych dokonują samodzielnie, czy z wykorzystaniem usług zewnętrznych dostawców informacji/ ratingów / indeksów opartych o czynniki ESG.

Działania te należy ocenić jako istotne (generujące popyt na informacje pozafinansowe dostarczane

przez emitentów papierów wartościowych), jednak to od decyzji samych emitentów zależeć będzie na ile działania te będą skuteczne.

W przypadku nieskuteczności działań miękkich, w tym ze strony inwestorów w celu popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG, w dłuższej perspektywie alternatywnym rozwiązaniem mogłoby być wprowadzenie odpowiednich wymogów regulacyjnych bądź na szczeblu krajowym, bądź na szczeblu Unii Europejskiej, która zajmuje się m.in. problematyką upowszechniania CSR. Zatem skuteczność samoregulacji i oddziaływania inwestorów na emitentów pozwoliłaby uniknąć ingerencji regulatora w tę materię.

Niewątpliwie działania inwestorów na rzecz popularyzacji publikowania wystandaryzowanych raportów z danymi ESG sprzyać będą zwiększeniu przejrzystości polskiego rynku kapitałowego oraz ułatwią dostęp do tego rynku także zagranicznych inwestorów, wykorzystujących w swojej polityce inwestycyjnej także czynniki ESG. Działania te jednak są wtórne w stosunku do takich działań inwestorów instytucjonalnych, jak postulowane w wytycznych przejrzyste informowanie o znaczeniu czynników ESG w polityce inwestycyjnej, czy uwzględnianie czynników ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jeżeli doprowadzą one o swoistego „głosowania nogami” przez inwestorów instytucjonalnych, którzy zaczną preferować walory tych emitentów, którzy w pełni udostępniają informacje ESG i z informacji tych wynika, że w swojej działalności kierują się oni wartościami zrównoważonego rozwoju, wtedy tak naprawdę dojdzie do skutecznej popularyzacji publikowania ustandaryzowanych raportów z danymi ESG przez emitentów papierów wartościowych. Wszystkie inne działania, nieprzekładające się bezpośrednio na popyt i wartość poszczególnych instrumentów finansowych będą miały wpływ na emitentów papierów wartościowych znacznie bardziej ograniczony, ale mimo to nie można ich pomijać. Wytyczne zatem należy postrzegać jako spójną całość, a zakładany efekt można osiągnąć jedynie, w przypadku całościowej ich implementacji w pełnym zakresie. W przeciwnym przypadku trudno się spodziewać przełomu na polskim rynku w zakresie inwestycji zrównoważonych i upowszechnienia informacji ESG oraz uwzględniania czynników ESG przez inwestorów i emitentów w ich działalności.



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

## Raportowanie zintegrowane

Każdego roku na świecie wzrasta ilość publikowanych raportów z danymi pozafinansowymi. Obecnie wiodącym standardem raportowania danych pozafinansowych są wytyczne międzynarodowej organizacji Global Reporting Initiative. Natomiast z punktu widzenia inwestorów ważniejszy jest rozwój sprawozdawczości zintegrowanej, czyli takiej, która pozwala w jednym raporcie rocznym łączyć dane finansowe oraz pozafinansowe. Efektem takiego sposobu raportowania jest pokazanie pełnego obrazu spółki.

## Czym jest raportowanie zintegrowane

Raportowanie zintegrowane łączy w sobie istotne informacje na temat strategii, zarządzania, wyników i perspektyw na przyszłość organizacji, w sposób, który odzwierciedla ekonomiczny, społeczny i środowiskowy kontekst, w którym ona działa. Takie raportowanie stanowi jasne i zwięzłe przedstawienie, w jaki sposób organizacja demonstruje swoją odpowiedzialność i jak tworzy wartość, teraz i w przyszłości. Raportowanie zintegrowane łączy najbardziej istotne elementy informacji obecnie przedstawianych w oddzielnych dokumentach (raport finansowy, sprawozdanie zarządu, oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, raport zrównoważonego rozwoju) w spójną całość. Raport zintegrowany wyjaśnia, w jaki sposób dane pozafinansowe wpływają na zdolność organizacji do tworzenia i podtrzymywania wartości w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej.

Aby jednak raport spełniał taką funkcję, konieczne jest zidentyfikowanie i pokazanie zależności pomiędzy danymi niefinansowymi oraz finansowymi. Jest to jedno z największych wyzwań, jakie stoją przed zarządzającymi w kontekście raportowania zintegrowanego. Do innych barier należy przede wszystkim zaliczyć konieczność zrozumienia, że raport zintegrowany nie jest tym samym, co proste „włożenie” raportów finansowego i zró-

noważonego rozwoju do jednego dokumentu. Ponadto, ważne będzie podniesienie przez przedsiębiorstwa kompetencji w zakresie ustalania kluczowych wskaźników wydajności (ang. *Key Performance Indicators*, w skrócie KPI), ilościowych i jakościowych opisów pozafinansowych obszarów organizacji, na drodze dialogu wewnętrznego i zaangażowania interesariuszy.

## Znaczenie raportowania zintegrowanego dla analityków

W badaniu *Accounting for Sustainability*, Global Reporting Initiative, 61% inwestorów i analityków stwierdziło, że trudno jest im porównywać pomiędzy firmami informacje na temat kwestii społecznych, 41% na temat kwestii środowiskowych, podczas gdy tylko 3% sprawia trudność porównywanie danych finansowych<sup>38</sup>. Ponadto, 84% badanych inwestorów i analityków stwierdziło, że jasne artykułowanie przez firmę zależności między różnymi aspektami działania firmy, np. strategią, wynagrodzeniami, KPI, wynikami finansowymi i pozafinansowymi jest ważne lub bardzo ważne dla ich procesu analizy i podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Spółki w oddzielnych raportach finansowych i pozafinansowych nie pokazują tego typu połączeń, co utrudnia zrozumienie korelacji między wynikami finansowymi i pozafinansowymi oraz ocenę tego, czy kwestie zrównoważonego rozwoju są bezpośrednio związane z ogólną strategią i modelem biznesowym, w związku z czym nie jest to brane pod uwagę przy wycenie firmy.

Niemieccy naukowcy Markus Arnold, Alexander Bassen i Ralf Frank opisując eksperyment podczas którego zbadali czy zaprezentowanie informacji finansowych i pozafinansowych w raporcie zintegrowanym prowadzi do innej wyceny spółki przez użytkowników raportu niż w przypadku publikowania raportów oddzielnych. Uczestnikami eksperymentu byli specjaliści inwestycyjni. Analiza wykazała, że w przypadku dobrej sytu-

**Robert Sroka**

Grupa Robocza  
ds. Odpowiedzialnych  
Inwestycji

<sup>38</sup> *Accounting for Sustainability*, Global Reporting Initiative, Radley Yeldar; *The value of extrafinancial disclosure. What investors and analysts said*; 2012.

acji finansowej i złych wyników pozafinansowych, badani uwzględniali dodatkowe informacje pozafinansowe w swoich wycenach i dostosowywali swoje sądy wartościujące na praktycznie tym samym poziomie co badani, którzy dokonywali wyceny na podstawie raportu zintegrowanego. Jednak w przypadku złej kondycji finansowej i dobrych

nie właściwym formatem raportowania kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem, ale już 65% stwierdziło, że stanie się ono istotne w perspektywie najbliższych 10 lat. Z kolei publikowanie osobnego raportu zrównoważonego rozwoju zostało uznane za odpowiednie dzisiaj przez 76% respondentów, ale za 10 lat już tylko przez 20%<sup>40</sup>.

**Tabela 1. Odpowiednie formaty raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju, dzisiaj i w przyszłości.**

|                                              | Dzisiaj | Za 3 lata | Za 10 lat |
|----------------------------------------------|---------|-----------|-----------|
| N = 732                                      | %       |           |           |
| Raporty wysyłane do regulatorów              | 29      | 21        | 22        |
| Raporty zrównoważonego rozwoju               | 76      | 42        | 20        |
| Raporty zintegrowane                         | 22      | 58        | 65        |
| Raporty skupiające się na konkretnym temacie | 14      | 16        | 14        |
| Podsumowanie dla inwestorów                  | 17      | 17        | 12        |
| Inne raporty skierowane do interesariuszy    | 11      | 18        | 19        |
| Raportowanie przez strony internetowe        | 37      | 44        | 42        |
| Nie wiem                                     | 1       | 2         | 8         |

Źródło: Global Reporting Initiative; G4 Development. First Public Comment Period, 26 August – 24 November 2011. Full Survey Report; 10.02.2012.

wyników pozafinansowych, informacje pozafinansowe nie miały żadnego wpływu na wycenę dla badanych dysponujących oddzielnymi raportami, w przeciwieństwie do tych, dysponujących raportem zintegrowanym, posiadającym te same dane. Pokazuje to, że oddzielne prezentowanie danych finansowych i pozafinansowych może prowadzić do niedoszacowania wartości spółki<sup>39</sup>.

W ciągu najbliższych lat przewidywany jest spadek znaczenia raportów zrównoważonego rozwoju i wzrost znaczenia raportów zintegrowanych, co pokazuje pierwszy raport z publicznych konsultacji nowej generacji wytycznych GRI G4. Spośród 732 profesjonalistów, pochodzących z firm które raportują kwestie związane z CSR, 22% wyraziło opinię, że raportowanie zintegrowane jest obec-

### **Raportowanie zintegrowane – korzyści dla inwestorów**

Uwzględnianie przez inwestorów w procesach inwestycyjnych kwestii ESG staje się obecnie coraz częstszą praktyką. W związku z tym, pojawia się również potrzeba dostarczania przez firmy dokładniejszych i dostosowanych do ich potrzeb danych. Dane prezentowane w raporcie zintegrowanym wiążą się dla inwestorów z szeregiem korzyści<sup>41</sup>:

- **Zorientowanie na przyszłe perspektywy** – raportowanie zintegrowane kładzie większy nacisk na informacje o przyszłości. W ten sposób może pomóc inwestorom w ocenie zdolności organizacji do generowania przyszłych przepływów pieniężnych.

<sup>39</sup> Arnolda M., Bassenb A.; Frankc R.; *Integrating Sustainability Reports into Financial Statements: An Experimental Study*; 11.06.2012.

<sup>40</sup> Global Reporting Initiative; G4 Development. First Public Comment Period, 26 August – 24 November 2011. Full Survey Report; 10.02.2012.

<sup>41</sup> International Integrated Reporting Committee; *Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21st Century*; 09.2011.

- **Dostęp do danych na temat długoterminowych szans i ryzyk** – raporty zintegrowane ujawniają, jak zarządzający widzą kluczowe szanse i ryzyka. Pozwoli to inwestorom na ocenę krótko-, średnio- i długoterminowych skutków tych szans i ryzyk w całym portfelu inwestycyjnym.
- **Wspieranie długoterminowego horyzontu inwestycji** – obecne systemy wynagrodzeń i motywacji kładą nacisk na krótki horyzont. Szereg podmiotów podejmuje działania, aby horyzont ten wydłużyć. Raportowanie zintegrowane może wspierać te wysiłki, biorąc pod uwagę całe spektrum czynników, które wywierają wpływ na sukces organizacji, a więc na lepsze, długoterminowe zwroty z inwestycji.
- **Poprawa porównywalności danych** – raportowanie zintegrowane stanowi platformę, która pomaga w rozwijaniu modeli raportowania dostosowanych do konkretnych sektorów i zebranie w jednym miejscu informacji z różnych form raportowania. To wspiera poprawę analizy sektorowej i geograficznej oraz porównywanie takich kwestii, jak etyka biznesu, zarządzanie sprawami związanymi z konfliktem interesów, łapownictwem i korupcją.
- **Rozjaśnienie związków między wynikami finansowymi a zrównoważonym rozwojem** – raportowanie zintegrowane przedstawia wyraźniejsze związki pomiędzy strategią organizacji, jej ładem korporacyjnym i efektywnością finansową, a społecznym, środowiskowym i ekonomicznym kontekstem, w jakim działa. Ponadto, lepiej łączy informacje raportowane zewnętrznie z informacjami, jakie kierownictwo wykorzystuje do podejmowania decyzji. To umożliwi inwestorom skuteczniejszą ocenę łącznego wpływu różnych znaczących czynników na długoterminową wartość organizacji.
- **Możliwość pełniejszej analizy i bardziej efektywnej alokacji kapitału** – analitycy, zarówno ze strony sprzedażowej, jak i zakupowej

będą mieli dostęp do najważniejszych dla danej organizacji informacji w jednej zwięzłej, zintegrowanej formie, z możliwością „drażenia”, w razie potrzeby, do bardziej szczegółowych informacji. To może usprawnić proces analityczny i pomóc analitykom w zawieraniu szerszego zestawu KPI i innych czynników w swojej analizie. Będzie się to jednak wiązało z koniecznością zrewidowania technik analitycznych. Narzędzia analityczne, które zawierają szeroką gamę czynników finansowych, będą musiały zostać rozbudowane o wskaźniki niefinansowe.

- **Lepsze wypełnienie obowiązku powierniczego** – zapewnienie bardziej zintegrowanego zestawu informacji pomoże tym, którzy inwestują w imieniu innych, takim jak fundusze emerytalne, lepiej wypełniać swoje obowiązki powiernicze, biorąc pod uwagę pełen zakres zagadnień, które wpływają na organizację, a co za tym idzie na jej finanse, sukces rynkowy i zwrot z inwestycji.

## Raportowanie zintegrowane na świecie

Na szczęblu międzynarodowym rośnie poparcie dla raportowania zintegrowanego. Paragraf 47 dokumentu końcowego Szczytu ONZ Rio +20, który odbył się w czerwcu 2012 w Rio de Janeiro brzmi w całości: *Uznajemy znaczenie raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju i zachęcamy stosowne przedsiębiorstwa, zwłaszcza te, notowane publicznie i duże firmy, do rozważenia integracji informacji na temat zrównoważonego rozwoju z ich cyklami raportowania. Zachęcamy branże, zainteresowane rządy, jak i odpowiedzialnych interesariuszy przy wsparciu systemu ONZ, do opracowania modeli dobrych praktyk i ułatwiania działań na rzecz integrowania raportowania zrównoważonego rozwoju, przy wzięciu pod uwagę doświadczeń z już istniejących ram, a także zwróceniu szczególnej uwagi na potrzeby krajów rozwijających się, włączając w to budowanie ich potencjału<sup>42</sup>.*

<sup>42</sup> United Nations General Assembly; *Resolution adopted by the General Assembly 66/288. The future we want*; 11 September 2012; tłum. własne.

Rządy Brazylii, Danii, Francji i RPA utworzyły specjalną grupę, aby wyrazić poparcie dla integrowania kwestii finansowych i pozafinansowych. Każdy z tych krajów odgrywa wyjątkową rolę we wspieraniu idei raportowania zintegrowanego. W RPA od 2011 roku firmy notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Johannesburgu są zobowiązane do sporządzania raportu, który integruje wyniki finansowe i odnoszące się do zrównoważonego rozwoju, lub wyjaśnienia dlaczego takiego raportu się nie dostarcza. Dania wpisała raportowanie zintegrowane do ustawodawstwa w 2009 roku. Francja obowiązek wydawania raportów zintegrowanych nałożyła na duże firmy w 2012 roku. Największa giełda Brazylii, BM & FBOVESPA w São Paulo, obecnie wydaje zintegrowane raporty roczne i również na początku 2012 roku wydała rekomendację dla spółek giełdowych na niej notowanych odnośnie ujawniania informacji na temat szeregu kwestii, począwszy od zrównoważenia środowiskowego, aż dla ładu korporacyjnego lub wyjaśnienia dlaczego od tych ujawnień firma się powstrzymuje<sup>43</sup>.

## Podsumowanie

Raportowanie zintegrowane niesie wiele korzyści dla spółek oraz jest użytecznym narzędziem dla inwestorów pozwalającym lepiej ocenić spółkę. Informacje zawarte w raportach zintegrowanych pozwalają nie tylko zminimalizować ryzyko inwestycyjne, ale również wybrać do portfela inwestycyjnego najlepsze spółki. Zwiększa forma raportów

zintegrowanych pozwala zaoszczędzić czas, który obecnie analitycy poświęcają na poszukiwanie dodatkowych informacji oraz próbę określania jej wartości.

Dlatego inwestorzy powinni promować wśród spółek raportowanie zintegrowane. Wytyczne dla tego typu raportowania są wypracowywane w ramach Międzynarodowej Rady Raportowania Zintegrowanego (IIRC). IIRC jest organizacją reprezentującą całe spektrum podmiotów zainteresowanych raportowaniem - przedsiębiorstwa, grupy inwestorów, regulatorów, firmy i organizacje związane z rachunkowością, środowisko naukowe i innych interesariuszy. IIRC został utworzony z inicjatywy Międzynarodowej Federacji Księgowych (ang. *International Federation of Accountants* - IFAC), GRI oraz projektu Accounting for Sustainability. W lipcu 2012 IIRC opublikowało pierwszy zarys Ram Raportowania Zintegrowanego. Znajduje się w nim struktura przyszłego dokumentu ze wskazaniem, co znajdzie się w poszczególnych rozdziałach<sup>44</sup>.

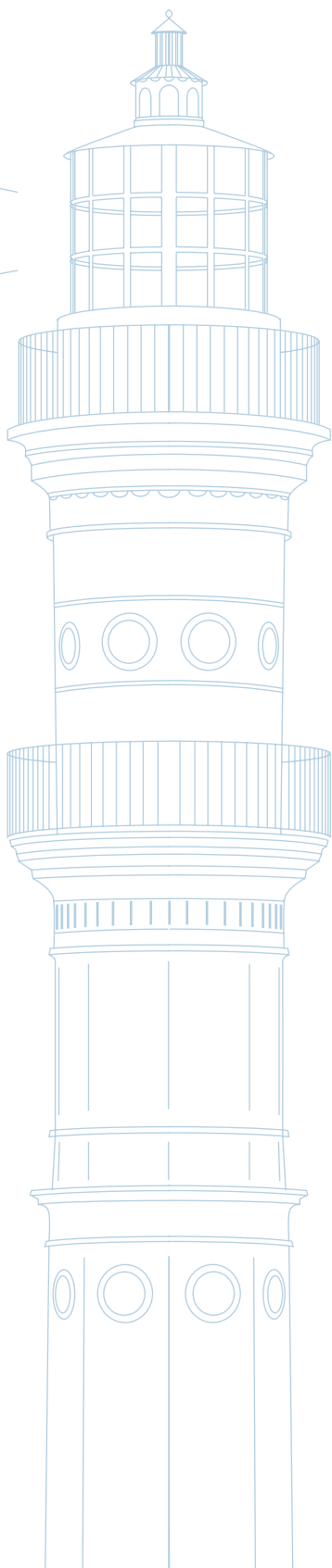
Natomiast analiza możliwości zastosowania raportowania zintegrowanego w polskim systemie prawnym oraz przewodnik dla przedsiębiorstw, przedstawiający krok po kroku proces integrowania danych finansowych i pozafinansowych zostały przygotowane przez firmę doradczą Taxand oraz Akademię Górniczo-Hutniczą na zlecenie Ministerstwa Gospodarki i znajdują się z ekspertyzie „Wytyczne w zakresie ujawniania danych pozafinansowych przedsiębiorstw”<sup>45</sup>.

<sup>43</sup> TriplePundit; *Rio+20 Update: Brazil, Denmark, France And South Africa Lead Call For Sustainability Reporting*; <http://www.triplepundit.com/2012/06/rio20-update-friends-of-paragraph-47-integrated-reporting-brazil-denmark-france-south-africa/>; dostęp: 25.09.2012.

<sup>44</sup> International Integrated Reporting Committee; *Draft Framework Outline*; 11.07.2012.

<sup>45</sup> tekst powstał na podstawie ekspertyzy „Wytyczne w zakresie ujawniania danych pozafinansowych przedsiębiorstw” przygotowanej przez firmę doradczą Taxand oraz Akademię Górniczo-Hutniczą na zlecenie Ministerstwa Gospodarki, Warszawa 2012.





# 6

**Zaleca się, aby inwestorzy  
edukowali swoich klientów,  
jak i innych inwestorów  
w zakresie wpływu czynników  
ESG na atrakcyjność i ryzyko  
inwestycji**



## KOMENTARZ DO WYTYCZNYCH

Fundusze to nie tylko poważny gracz na rynku kapitałowym i pożądanym przez emitentów inwestor instytucjonalny. Fundusz jest i może być skutecznym podmiotem opiniotwórczym. Stąd też oczywiste jest, że fundusze są także adresatem – odbiorcą niniejszej wytycznej.

Z punktu widzenia głównego celu przygotowania tego wydawnictwa nie ma znaczenia typ funduszu, a zatem to, czy jest to fundusz inwestycyjny, emerytalny, *private equity* czy też inny. Zgodnie z przyjętym założeniem, zbiorowym adresatem wszystkich wytycznych opisanych w tej pracy jest każdy podmiot podejmujący decyzję inwestycyjną w zakresie własnych lub powierzonych mu środków finansowych, w praktyce wytyczne będą realizowane przez zarządzających funduszami oraz doradców klienta.

Należy jednak podkreślić, iż znacznie łatwiej będzie stworzyć i wdrożyć politykę inwestycyjną opartą na czynnikach ESG w funduszach inwestycyjnych, gdzie istnieje pewna swoboda w zakresie konstruowania polityki inwestycyjnej opartej na określonych, wyspecyfikowanych kryteriach (czego przykładem są czynniki ESG). Fundusze emerytalne, których głównym celem jest (w uproszczeniu oczywiście) dokonywanie inwestycji przynoszących określony zysk, mają w tym zakresie znacznie większe ograniczenie i mniej swobody. To zaś powoduje, że do wprowadzania polityki opartej o dodatkowe, często trudno mierzalne kryteria będą one podchodzić ze znacznie większą rezerwą.

Wracając do meritum należy wyjść od stwierdzenia, że fundusz, jako podmiot profesjonalnie zajmujący się inwestowaniem powierzonych środków może i powinien wykorzystać tę okazję do promowania wśród swoich klientów pozytywnego wpływu czynników ESG na atrakcyjność inwestycji, w tym szczególnie na pożądaną przez klientów obniżony profil ryzyka.

Przygotowując się do tej roli na wstępie warto zacząć od przygotowania odpowiedniej polityki w powyższym zakresie, wyznaczenie zrozumiałych dla wszystkich celów i określenie podstawowych narzędzi. Najlepiej, gdyby wszystkie te kwestie zostały zapisane w odrębnym doku-

mentcie przekazanym do wiadomości wszystkim pracowników funduszu, którzy są odpowiedzialni zarówno za bezpośrednie, jak i pośrednie kontakty z klientami czy też partnerami środowiskowymi (w ramach stowarzyszeń, spotkań branżowych). W miarę możliwości warto dedykować i przeszkolić pracownika (lub grupę pracowników) w zakresie pogłębionej wiedzy dotyczącej CSR, czynników ESG i nawet ogólnie etyki biznesu. Taka osoba lub osoby mogłyby służyć pomocą i wsparciem w zakresie bieżących kontaktów z klientami lub innymi instytucjami branżowymi, jak i opracowywać długoterminową politykę firmy (funduszu) w tym zakresie. Pracownicy (pracownik) ci byłiby także odpowiedzialni za przygotowanie materiałów pisemnych: broszur, prezentacji itp., a także za bieżącą aktualizację zawartych tam informacji, w tym w szczególności wyników raportów i badań. Nikt bowiem nie lubi wiedzy przestarzałej czy też mało aktualnych danych ekonomicznych, które skutecznie mogą zniweczyć wszelkie działania edukacyjne czy też promocyjne.

Główne motto działań można zdefiniować stwierdzeniem, iż firma odpowiedzialna, uwzględniająca w swojej działalności czynniki środowiskowe, społeczne oraz ład korporacyjny i inne elementy prawidłowo podjętej etyki biznesu, powinna być postrzegana jako firma o niższym profilu ryzyka, bardziej transparentna i otwarta na inwestorów.

Tytuł wytycznej wyznacza nam dwie grupy odbiorców opisanych tu działań: klientów funduszy – czyli inwestorów i instytucje branżowe - tj. inne fundusze.

Zacznijmy zatem od opisanie działań, które mogą być skierowane do pierwszej z nich.

Działania edukacyjne (i promocyjne zarazem) skierowane do potencjalnych inwestorów (szczególnie już zadeklarowanych nabywców jednostek funduszy) należy podejmować zarówno podczas spotkań bilateralnych, jak również skierowanych do wybranej grupy odbiorców organizowanych np. podczas road-show. Wiedzę na temat korzystnego wpływu czynników ESG na atrakcyjność danej inwestycji można także z po-

**Anna Miernicka-Szulc**Krajowy Depozyt  
Papierów Wartościowych





# DODATEK

---

**Jak opracować politykę inwestycyjną  
w zakresie odpowiedzialnego inwestowania.  
Przewodnik dla właścicieli aktywów  
i zarządzających aktywami.**



AUTOR:  
**PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT**

## Na temat narzędzia

Narzędzie to zawiera wytyczne dla właścicieli aktywów i zarządzających aktywami, którzy chcieliby rozwijać politykę odpowiedzialnego inwestowania. Przez odpowiedzialne inwestowanie rozumiemy integrację kwestii środowiskowych, społecznych i dotyczących ładu korporacyjnego (ESG) z procesami zarządzania inwestycyjnego i praktykami właścicielskimi, w przekonaniu, że czynniki te mogą mieć wpływ na wyniki finansowe<sup>46</sup>.

Polityka odpowiedzialnego inwestowania może przyjmować różne formy i nie istnieje jeden właściwy sposób jej opracowania. Obecnie pojawia się jako: oświadczenie kadry wysokiego szczebla na stronie internetowej organizacji, oddzielny dokument z polityką odpowiedzialnego inwestowania, szereg dokumentów strategicznych, obejmujących różne obszary, lub, w niektórych przypadkach, włączenie do ogólnego oświadczenia o polityce inwestycyjnej organizacji. Dodatkowo, zawartość polityki może zależeć od kraju, w którym organizacja ma siedzibę.

To narzędzie proponuje sugerowaną strukturę polityki, opartą na analizie obecnych strategii odpowiedzialnego inwestowania wśród sygnatariuszy PRI. Przy opracowywaniu polityki celem końcowym będzie pokrycie wszystkich istotnych klas aktywów i regionów inwestycyjnych, w oparciu o gruntowną znajomość kluczowych zagadnień ESG. Jednakże jest to projekt długofalowy, a Państwa pierwsza polityka nie musi być tak kompleksowa - może zawierać przedstawienie aspiracji. Z biegiem czasu, w miarę tego jak Państwa firma rozwinie swój program odpowiedzialnego inwestowania, będzie można przejrzeć i zaktualizować swoją politykę i rozszerzyć jej zakres. Narzędzie to zostało zaprojektowane, aby pomóc utrzymać ten długoterminowy cel w zasięgu wzroku.

To narzędzie pomoże Państwu przygotować, zaprojektować i zrewidować politykę odpowie-

dzialnego inwestowania. Dostarcza ono wskazówek, w jaki sposób można zacząć. Dalej, przedstawia sugerowaną strukturę polityki, w tym wytyczne dotyczące tego, co można umieścić w poszczególnych sekcjach. Wreszcie, narzędzie zapewnia kilka sugerowanych pytań, pomocnych w regularnej weryfikacji polityki.

Ważne jest, aby podkreślić, że jest to tylko jeden ze sposobów przedstawienia polityki odpowiedzialnego inwestowania. Zaproponowana struktura polityki może być zmieniona i używana zgodnie z potrzebami – mogą Państwo wybrać te części, które najlepiej pasują do Państwa organizacji. Niektóre kwestie będą ważniejsze do włączenia niż inne, w zależności od Państwa zobowiązań, strategii inwestycyjnej, alokacji aktywów i ogólnej struktury portfela.

Sekretariat PRI chce wyrazić specjalne podziękowania dla Small Funds Steering Committee za jego pomysły i wkład w rozwój tego narzędzia.

## Rozpoczęcie pracy

Opracowanie polityki odpowiedzialnego inwestowania nie musi być uciążliwym zadaniem. Przed rozpoczęciem procesu jej sporządzania, warto jednak rozważyć następujące kroki:

- **Przeprowadzenie przeglądu praktyk innych inwestorów**

Zbadaj, jak inni inwestorzy sformułowali swoje polityki. Mogą one przybierać różne kształty, co widać na przykładach polityk sygnatariuszy PRI, do których linki znajdują się na końcu tego dokumentu.

- **Przeprowadzenie weryfikacji własnej filozofii inwestycyjnej**

Określ najistotniejsze wartości, które są kluczowe dla inwestowania przez Twoją organizację. Jest prawdopodobne, że Twoja polityka odpowiedzialnego inwestowania będzie się na tym opierała.

Tłumaczenie:

**Adam Grzymisławski**

Taxand Polska

<sup>46</sup> Źródło: definicja odpowiedzialnego inwestowania firmy Mercer

- **Stworzenie planu rozwoju polityki**

Do możliwości należy: wewnętrzny proces rewizji, konsultacje z interesariuszami itp. Możesz korzystać z istniejących kanałów komunikacji z członkami (klientami) oraz innymi interesariuszami i uwzględnić ich uwagi na temat treści polityki.

- **Założenie zróżnicowanej grupy roboczej i ustalenie harmonogramu**

Grupa robocza może składać się zarówno z personelu wewnętrznego, jak i z zewnętrznych ekspertów z odpowiednich obszarów. Zaplanuj finalizację projektowania polityki w okolicy spotkania zarządu<sup>47</sup>.

- **Zapoznanie się z przepisami dotyczącymi uwzględniania kwestii ESG przez fundusze**

Na przykład, w Wielkiej Brytanii UK Pensions Act (Ustawa o emeryturach i rentach) z 2004 roku wymaga od funduszy emerytalnych posiadania Oświadczenia o Zasadach Inwestowania (Statement of Investment Principles). W RPA, odpowiednie ustawodawstwo wymaga, aby fundusze emerytalne rozważały istotne kwestie ESG w swoich analizach inwestycyjnych i przy podejmowaniu decyzji.

- **Zapoznanie się z językiem, terminologią i debatami dotyczącymi odpowiedzialnego inwestowania**

Dobrym miejscem do pozyskania informacji o lokalnym rozwoju odpowiedzialnego inwestowania, terminologii itp. mogą być lokalne fora zrównoważonego inwestowania (Sustainable Investment Forums - SIF), a w Polsce Grupa Robocza ds. Odpowiedzialnych Inwestycji.

- **Zapoznanie się z regionalnymi i międzynarodowymi standardami związanymi z kwestiami ESG**

Lista odpowiednich standardów znajduje się pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/ESG-related\\_codes\\_and\\_standards.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/ESG-related_codes_and_standards.pdf)

## **Sporządzanie polityki**

### **A Wstęp**

Część wprowadzająca do polityki przygotowuje grunt i może obejmować:

- Powody rozwoju polityki przez Twoją organizację.
- Tło tego, jak polityka została opracowana. Na przykład, jeśli politykę opracowała grupa robocza, co było jej celem i kto był jej członkiem? Czy odbyły się konsultacje z interesariuszami?
- Odniesienie do istniejących polityk i kompatybilność z nimi. Czy polityka odpowiedzialnego inwestowania jest nieodłączną częścią głównej polityki inwestycyjnej, czy też jest to odrębna polityka?
- Zakres polityki. Dla kogo/jakich części organizacji polityka jest wiążąca? Jakich klas aktywów, regionów, rynków i papierów ona dotyczy?
- Zgodność polityki z prawem.
- Kto zatwierdził politykę i jak często będzie ona weryfikowana? Czy są jakieś konsekwencje łamania polityki?
- Odpowiedzialność w odniesieniu do polityki, np. dyrektora ds. Inwestycji, zespołu inwestycyjnego, zarządu, itp.

### **B Definicje**

Ta część polityki może zawierać definicje niektórych kluczowych terminów i skrótów stosowanych w polityce oraz odniesienia do innych kodeksów i zasad, na których polityka jest zbudowana. Na przykład:

- Twoja definicja odpowiedzialnego inwestowania. Jeśli jej nie masz, możesz użyć np. definicji firmy Mercer: „*integracja kwestii środowiskowych, społecznych i dotyczących ładu korporacyjnego (ESG) z procesami zarządzania inwestycjami i praktykami własnościowymi, w przekonaniu, że czynniki te mogą mieć*

wpływ na wyniki finansowe”. Warto zauważyć, że lokalne SIF-y mogą dysponować własnymi definicjami w lokalnym języku.

- Twoja definicja odpowiedzialnej inwestycji. Jakiego rodzaju cele inwestycyjne chcesz osiągnąć?
- Możesz odwołać się do wspieranych przez Zasady Odpowiedzialnego Inwestowania (PRI).

## C Wytyczne odpowiedzialnego inwestowania

Niniejsza sekcja określa Twoje podstawowe wytyczne odpowiedzialnego inwestowania i będzie wyglądać bardzo różnie w zależności od organizacji. Przed napisaniem tej sekcji możesz potrzebować:

Zidentyfikowania strategii/praktyk odpowiedzialnego inwestowania, które pasują do Twojego procesu inwestycyjnego i filozofii Twojej organizacji. Zastanów się, w jakim stopniu Twoja polityka będzie dotyczyć aktywów zarządzanych, zarówno wewnątrz jak i zewnątrz.

- rozpatrzenia specyfiki ustawodawczej i aspektów prawnych, które mogą mieć wpływ na wytyczne.

Ta część powinna jednak przede wszystkim zawierać wytyczne dotyczące następujących kwestii:

- **Standardy ESG dla spółek w portfelu**

Minimalne standardy środowiskowe, społeczne i dotyczące ładu korporacyjnego (ESG), których przestrzeganie Twoja firma oczekuje od spółek znajdujących się w jej portfelu. Głębość zawartości tej sekcji może być bardzo różna. Z jednej strony, można ograniczyć się jedynie do żądania oświadczenia kadry wysokiego szczebla na temat kwestii ESG. Z drugiej strony, co stanowi stan pożądaný, ta część może zawierać szczegółowe informacje dotyczące oczekiwanego zarządzania kwestiami ESG i minimalnych standardów, których firmy, będące w portfelu powinny przestrzegać, na przykład Normy Zarządzania Środowiskowego ISO 14001. Listę kwestii ESG możesz znaleźć pod linkiem: <http://intranet.unpri.org>.

[org/resources/files/ESG\\_issues.pdf](http://resources/files/ESG_issues.pdf), a różnych standardów związanych z ESG pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/ESG-related\\_codes\\_and\\_standards.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/ESG-related_codes_and_standards.pdf).

- **Klasy aktywów.** Wskazówki i procedury dotyczące praktyk odpowiedzialnego inwestowania stosowanych wobec różnych klas aktywów, na przykład akcji, obligacji, funduszy *private equity*, nieruchomości, funduszy hedgingowych, towarów itp. Jeśli nie masz konkretnych wytycznych dla klas aktywów, w które inwestujesz, możesz wskazać, do których klas aktywów polityka będzie stosowana bardziej ogólnie. Jeśli dopiero zaczynasz wdrażać politykę odpowiedzialnego inwestowania, możesz wskazać kolejność priorytetów, według których planujesz stopniowo rozszerzać zasięg swojej polityki.

- **Zewnętrzni menedżerowie.** Wskazówki dotyczące pracy z zewnętrznymi menedżerami. Może to zawierać, na przykład, krótkie oświadczenie, że zewnętrzni zarządzający inwestycjami powinni posiadać politykę odpowiedzialnego inwestowania lub przyjąć Twoją politykę. Można dodatkowo zawrzeć wytyczne dotyczące procesu wyboru i monitorowania menedżera, na przykład włączenia kwestii ESG do zapytań ofertowych i wymogów w zakresie raportowania kwestii związanych z odpowiedzialnym inwestowaniem. Przykłady można znaleźć pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/Working\\_with\\_external\\_managers.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/Working_with_external_managers.pdf).

## D Procedury/podejścia do odpowiedzialnego inwestowania

W tej części polityki możesz nakreślić, jakie podejście do odpowiedzialnego inwestowania będzie realizować Twoja organizacja. Potencjalne podejścia obejmują selekcję pozytywną i negatywną, integrację ESG, inwestowanie tematyczne i aktywną własność. Pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/RI\\_approaches\\_definitions.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/RI_approaches_definitions.pdf) znajdziesz listę z definicjami tych podejść. Możesz rozwinąć te podejścia do odpowiedzialnego inwestowania, przedstawiając szczegółowe wytyczne. Na przykład:

- **Selekcja pozytywna i negatywna**

- Wytyczne dotyczące tego, jakie inwestycje będą preferowane i dlaczego, konkretne tematy związane ze zrównoważonym rozwojem, które będziesz brał pod uwagę itp.
- Wytyczne dotyczące tego, od jakich inwestycji będziesz się powstrzymywać i jakie powody za tym stoją.
- Jak często będziesz dokonywać przeglądu swojego portfela.
- Przykłady możesz znaleźć pod linkiem: <http://intranet.unpri.org/resources/files/Screening.pdf>.

- **Integracja ESG**

- Wytyczne dotyczące uwzględniania kwestii ESG w analizie i procesach inwestycyjnych. Przykłady znajdują się pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/ESG\\_integration.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/ESG_integration.pdf).

- **Inwestowanie tematyczne**

- Wytyczne dotyczące inwestowania tematycznego.

- **Aktywne właścicielstwo**

Wielu sygnatariuszy PRI włącza wytyczne dotyczące głosowania i zaangażowania do głównego dokumentu polityki odpowiedzialnego inwestowania. Inni z kolei mają oddzielną politykę aktywnego właścicielstwa. Jeśli zdecydują się Państwo włączyć swoją politykę aktywnego właścicielstwa do głównej polityki odpowiedzialnego inwestowania, możecie w niej zawrzeć niektóre ogólne wytyczne dotyczące tego, jakie działania z zakresu aktywnego właścicielstwa będą wdrażane lub priorytetyzowane. Przykłady obejmują wytyczne, dotyczące:

- głosowania, w tym udziału w WZA oraz głosowania przez pełnomocnika;
- zaangażowania w rozwój kwestii ESG w firmach, w tym w jaki sposób organizacja będzie decydować, jaki rodzaj zaangażowania będzie praktykować, które przedsiębiorstwa staną się tego celem, jak będzie

mierzyła sukces oraz jakie ma podejście do zbywania aktywów w razie niepowodzenia zaangażowania;

- tego, jakie działania właścicielskie może podjąć Twoja organizacja, takie jak głosowanie, zaangażowanie, przedkładanie uchwał akcjonariuszy, prośbienie o miejsce w zarządzie, itp.

Jeśli masz oddzielną politykę aktywnego właścicielstwa obejmującą głosowanie i zaangażowanie, możesz na przykład opisać tutaj swoją ogólną politykę aktywnego właścicielstwa, a bardziej szczegółowe zasady dotyczące konkretnych kwestii i uchwał akcjonariuszy zawrzeć w polityce aktywnego właścicielstwa. Przykłady oddzielnych polityk aktywnego właścicielstwa można znaleźć pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/Active\\_ownership.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/Active_ownership.pdf).

- W tej części można również przydzielić odpowiedzialności. Na przykład, czy integracja ESG będzie dokonywana wewnętrznie czy przez zewnętrznych menedżerów? Czy Twoje działania z zakresu aktywnego właścicielstwa będą organizowane przez pracowników wewnętrznych czy będą outsourcowane? Kto będzie nadzorować te działania? Zarząd/komisja ds. inwestycji /komisja ds. odpowiedzialnego inwestowania?
- W jakiej formie i jak często można oczekiwać, że zewnętrzni menedżerowie będą raportowali głosowania przez pełnomocnika przeprowadzone w Państwa imieniu?

## **E Raportowanie**

Dobłą praktyką jest raportowanie swoich działań z zakresu odpowiedzialnych inwestycji, zarówno do klientów, jak i publicznie. W Państwa polityce, można przedstawić swoje podejście do raportowania. Część ta powinna zawierać:

- Jak, kiedy i do kogo raport jest skierowany.
- Poziom publiczności, czyli czy raporty są dostępne publicznie czy tylko dla klientów?
- Powiązania z raportowaniem do PRI.

- Wewnętrzne procesy weryfikacji. Może obejmować, na przykład, to czego oczekuje się w zakresie raportowania od zarządzających portfelami, zewnętrznych dostawców usług zaangażowania i głosowania przez pełnomocnika, oraz które procesy weryfikacji powinny zostać wprowadzone w życie przez zarząd/komitet inwestycyjny/komitet odpowiedzialnego inwestowania, aby zapewnić osiągnięcie celów.
- Wskazówki dotyczące kluczowych wskaźników wydajności, mierzących wyniki Twojej działalności w zakresie odpowiedzialnego inwestowania.

Możesz zapoznać się z przykładami, jak sygnatariusze PRI raportują swoje odpowiedzialne działania inwestycyjne, zobacz pod linkiem: [http://intranet.unpri.org/resources/files/RI\\_reports.pdf](http://intranet.unpri.org/resources/files/RI_reports.pdf).

## Weryfikacja polityki

Polityki ESG są dokumentami otwartymi i muszą być regularnie weryfikowane. Może to obejmować zadawanie pytań, takich jak:

- Jak dobrze polityka funkcjonuje? Czy osiąga ona określone przez Państwa cele?
- Czy polityka jest zgodna z Państwa filozofią inwestycyjną?
- Czy zmieniło się cokolwiek, co wymaga od Państwa zmiany polityki ESG? Na przykład, czy rozszerzona została działalność na nowe klasy aktywów, które nie są jeszcze objęte Państwa polityką? Czy dostępne są nowe podejścia do odpowiedzialnego inwestowania, które mogą zostać dodane?

## Przykładowe polityki właścicieli aktywów

### Australia i Oceania

| Organizacja                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Państwo       | Typ                |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|--------------------|
| CBUS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Australia     | Fundusz emerytalny |
| <b>Polityka:</b> ESG Policy: <a href="http://www.cbussuper.com.au/__data/assets/pdf_file/0018/24066/C">http://www.cbussuper.com.au/__data/assets/pdf_file/0018/24066/C</a>                                                                                                                                          |               |                    |
| LGSS Pty Limited                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Australia     | Fundusz emerytalny |
| <b>Polityka:</b> Sustainable and responsible investment policy: <a href="http://www.lgsuper.com.au/documents/misc/LGSS%20Sustainable%20and%20Responsible%20Invest%20Policy_April%202011.pdf">http://www.lgsuper.com.au/documents/misc/LGSS%20Sustainable%20and%20Responsible%20Invest%20Policy_April%202011.pdf</a> |               |                    |
| New Zealand Superannuation Fund                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Nowa Zelandia | Fundusz emerytalny |
| <b>Polityka:</b> Statement of Responsible Investment Policies, Standards and Procedures: <a href="http://www.nzsuperfund.co.nz/files/Responsible%20Investment%20Policies%20October%202009.pdf">http://www.nzsuperfund.co.nz/files/Responsible%20Investment%20Policies%20October%202009.pdf</a>                      |               |                    |
| Victorian Funds Management Corporation                                                                                                                                                                                                                                                                              | Australia     | Fundusz emerytalny |
| <b>Polityka:</b> ESG Policy: <a href="http://www.vfmc.vic.gov.au/Governance/ESG.aspx">http://www.vfmc.vic.gov.au/Governance/ESG.aspx</a>                                                                                                                                                                            |               |                    |

## Przykładowe polityki właścicieli aktywów

### Europa

| Organizacja                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Państwo         | Typ                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------|
| ABP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Holandia        | Fundusz emerytalny                                     |
| <b>Polityka:</b> Różne dokumenty dostępne są pod linkiem: <a href="http://www.abp.nl/en/about-abp/investments/">http://www.abp.nl/en/about-abp/investments/</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                 |                                                        |
| ATP – The Danish Labour Market Supplementary Pension                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Dania           | Fundusz emerytalny                                     |
| <b>Polityka:</b> Policy of Social Responsibility in Investments: <a href="http://www.atp.dk/wps/wcm/connect/f7aff3004ced13a8a491e0cd46029262/ATP_policy_of_social_responsibility_30062009_UK.pdf?MOD=AJPERES">http://www.atp.dk/wps/wcm/connect/f7aff3004ced13a8a491e0cd46029262/ATP_policy_of_social_responsibility_30062009_UK.pdf?MOD=AJPERES</a>                                                                                                                                                                                                 |                 |                                                        |
| CDC Group plc                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Wielka Brytania | Instytucja development finance                         |
| <b>Polityka:</b> Investment code: <a href="http://cdc.emperor-design.com/uploads/cdcinvestmentcode.pdf">http://cdc.emperor-design.com/uploads/cdcinvestmentcode.pdf</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 |                                                        |
| Norweskie Ministerstwo Finansów w imieniu Norweskiego Rządowego Funduszu Emerytalnego                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Norwegia        | Państwowy fundusz emerytalny                           |
| <b>Polityka:</b> General RI policy and strategy document: <a href="http://www.regjeringen.no/upload/FIN/brosjyre/2010/spu/english_2010/index.htm">http://www.regjeringen.no/upload/FIN/brosjyre/2010/spu/english_2010/index.htm</a><br>dodatkowe dokumenty dostępne są pod linkiem:<br><a href="http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund/responsible-investments.html?id=446948">http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund/responsible-investments.html?id=446948</a> |                 |                                                        |
| PNO Media                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Holandia        | Fundusz emerytalny                                     |
| <b>Polityka:</b> Socially Responsible Investment Code:<br><a href="http://pnomediaverantwoordbeleggen.nl/en/pdf/policy_documents/pensioenspecial_code_mvbeleggen_EN_310108_AMENDED.pdf">http://pnomediaverantwoordbeleggen.nl/en/pdf/policy_documents/pensioenspecial_code_mvbeleggen_EN_310108_AMENDED.pdf</a>                                                                                                                                                                                                                                      |                 |                                                        |
| The Central Church Fund of Finland                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Finlandia       | Fundusz emerytalny                                     |
| <b>Polityka:</b> Guidelines for responsible investing:<br><a href="http://evl.fi/EVLen.nsf/Documents/682EAB76CCC405E6C2257328003A2C56/\$file/ATTLOHQF.pdf">http://evl.fi/EVLen.nsf/Documents/682EAB76CCC405E6C2257328003A2C56/\$file/ATTLOHQF.pdf</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                 |                                                        |
| The Church of England National Investing Bodies                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Wielka Brytania | Ciała inwestujące angielskiego kościoła ewangelickiego |
| <b>Polityka:</b> Ethical Investment Policies: <a href="http://www.churchofengland.org/about-us/structure/eiag/ethical-investment-policies.aspx">http://www.churchofengland.org/about-us/structure/eiag/ethical-investment-policies.aspx</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                 |                                                        |

## Przykładowe polityki właścicieli aktywów

### Ameryka Północna

| Organizacja                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Państwo | Typ                            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------------------------------|
| Caisse de dépôt et placement du Québec                                                                                                                                                                                                                                                                      | Kanada  | Fundusz emerytalny             |
| <b>Polityka:</b> Policy on responsible investment:<br><a href="http://www.lacaisse.com/sites/all/files/medias/en/gouvernance/documents/politique_investissement_responsable_en.pdf">http://www.lacaisse.com/sites/all/files/medias/en/gouvernance/documents/politique_investissement_responsable_en.pdf</a> |         |                                |
| CalPERS                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | USA     | Fundusz emerytalny             |
| <b>Polityka:</b> Szereg polityk dostępnych jest pod linkiem: <a href="http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/policies/home.xml">http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/policies/home.xml</a>                                                                                      |         |                                |
| CalSTRS                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | USA     | Instytucja development finance |
| <b>Polityka:</b> Szereg polityk dostępnych jest pod linkiem: <a href="http://www.calstrs.com/CorporateGovernance/corpgovpolicies.aspx">http://www.calstrs.com/CorporateGovernance/corpgovpolicies.aspx</a>                                                                                                  |         |                                |
| Canada Pension Plan Investment Board                                                                                                                                                                                                                                                                        | Kanada  | Fundusz emerytalny             |
| <b>Polityka:</b> Policy on Responsible Investing: <a href="http://www.cppib.ca/files/PDF/Responsible_Investing_Policy_2009.pdf">http://www.cppib.ca/files/PDF/Responsible_Investing_Policy_2009.pdf</a>                                                                                                     |         |                                |
| Comité syndical national de retraite Bâtirente                                                                                                                                                                                                                                                              | Kanada  | Fundusz emerytalny             |
| <b>Polityka:</b> Guidelines on extrafinancial risks management: <a href="http://batirente.qc.ca/public/media/lignes-directrices-batirente-2011-en.pdf">http://batirente.qc.ca/public/media/lignes-directrices-batirente-2011-en.pdf</a>                                                                     |         |                                |
| General Board of Pension and Health Benefits of The United Methodist Church                                                                                                                                                                                                                                 | USA     | Fundusz emerytalny             |
| <b>Polityka:</b> Investment strategy statement: <a href="http://www.gbophb.org/UserFiles/file/sri/investment_policy.pdf">http://www.gbophb.org/UserFiles/file/sri/investment_policy.pdf</a>                                                                                                                 |         |                                |

Pracodawcy RP dziękują serdecznie  
Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych  
za pomoc i wsparcie udzielone przy wydaniu publikacji.

---

**kdpw** 

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

[Zapraszam do kontaktu:](#)

Robert Sroka

Przewodniczący Grupy Roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji

Ekspert CSR Pracodawców RP

e-mail: [r.sroka@pracodawcyrp.pl](mailto:r.sroka@pracodawcyrp.pl)

