

**W. Gasparski, A. Lewicka-Strzałecka, B. Rok, G. Szulczewski**  
**ZARZĄDZANIE POWIERZONYM KAPITAŁEM W POLSCE**  
**W ŚWIETLE ETYKI\***

## **Wprowadzenie**

Rynek finansowy, a w szczególności kapitałowy, odgrywa istotną rolę w tworzeniu podstaw rozwoju gospodarczego w każdym kraju. Dlatego również w Polsce warto analizować zasady postępowania obowiązujące na tym rynku i przyszłe możliwości zmian w kierunku podnoszenia efektywności wykorzystywania gromadzonych środków finansowych. W analizach tych warto zwrócić uwagę przede wszystkim na stopień spełniania takich podstawowych funkcji rynku kapitałowego, jak mobilizacja i alokacja kapitału. Szczególnie istotna jest kwestia możliwości zwiększenia roli rynku kapitałowego w kształtowaniu etycznej infrastruktury polskiej gospodarki.

Rynek kapitałowy jest formą obrotu instrumentów finansowych, takich jak np. papiery wartościowe. Pisząc o efektywności alokacji kapitału za pośrednictwem rynku kapitałowego, B. Klimczak zwraca uwagę na nieuzasadnione uproszczenie, związane z ograniczaniem konsekwencji funkcjonowania rynku papierów wartościowych wyłącznie do konsekwencji ekonomicznych<sup>1</sup>. Autorka ta twierdzi, że należy w tym procesie również uwzględniać konsekwencje nieekonomiczne, chociaż w tej grupie konsekwencji podkreśla wyłącznie czynniki związane z wpływem uczestniczenia w obrocie papierami wartościowymi na psychikę i umiejętności człowieka. Na to zagadnienie można jednak spojrzeć szerzej i przeanalizować konsekwencje wynikające z funkcjonowania rynku kapitałowego czy finansowego dla zapewniania i upowszechniania standardów etycznego i odpowiedzialnego działania podmiotów gospodarczych.

Najbardziej widocznym uczestnikiem rynku finansowego są pośrednicy, czyli m.in. banki, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne. Ci po-

---

\* W. Gasparski (red.), *Uczciwość w świecie finansów*, Warszawa 2004, s. 27-38.

<sup>1</sup> B. Klimczak, *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1997, s. 42.

średnicy mogą dobrze funkcjonować, jeśli istnieją również pozostali uczestnicy tego rynku, czyli, z jednej strony, inwestorzy finansowi reprezentujący podaż kapitału, a z drugiej - inwestorzy rzeczowi, reprezentujący popyt. Analizując zasady realizowane przez pośredników finansowych, trzeba podkreślić, że spełnianie przez nich obowiązków powierniczych, zgodnie z prawami przysługującymi uczestnikom rynku kapitałowego, jest związane z maksymalizowaniem przychodów z kapitału powierzonego im przez inwestorów finansowych. Warto tu jednak zacytować opinię B. Klimczak: „Obowiązek powierniczy jest jednym z wielu obowiązków moralnych, a to oznacza, że nie może być realizowany za pomocą niemoralnych środków. Nie ma zatem obowiązku powierniczego, ażeby maksymalizować przychody z powierzonego kapitału za pomocą nieetycznego inwestowania”<sup>2</sup>. Wniosek ten o charakterze deontologicznym autorka wzmacnia dodatkowo, pisząc, że jeżeli potwierdzi się, iż fundusze etyczne uzyskują nie gorsze wyniki niż fundusze „zwykłe”, to można by wtedy przedstawić także silny argument konsekwencjalistyczny na rzecz inwestowania uwzględniającego zasady etyki.

W dalszej części tych rozważań przeanalizujemy zasady stosowane przez pośredników finansowych w aspekcie możliwości kierowania się normami etyki i odpowiedzialności społecznej na rynku kapitałowym w Polsce. Trzeba przyznać, że obecnie inwestorzy finansowi nie są najczęściej świadomi etycznych konsekwencji swoich decyzji inwestycyjnych, ale też pośrednicy nie robią zbyt wiele, aby taką świadomość ukształtować, i w konsekwencji nie prowadzą procesu etycznej oceny (*ethical screening*) inwestorów rzeczowych, czyli przede wszystkim przedsiębiorstw. W ten sposób, zasłaniając się najczęściej koniecznością przestrzegania równych szans uczestnictwa w obrocie lub bezpieczeństwem obrotu, pośrednicy finansowi pozbawiają się wpływu na kształtowanie infrastruktury etycznej polskiej gospodarki. Z obserwacji rynków zagranicznych, szczególnie w Unii Europejskiej i w USA, wynika natomiast, że rozwój etycznych instrumentów finansowych i zaangażowanie instytucji pośredniczących na rynku kapitałowym jest najlepszą metodą wzmacniania mikroekonomicznych podstaw gospodarki i jej konkurencyjności. Przyjrzyjmy się zatem funkcjonowaniu pośredników finansowych na polskim rynku.

---

<sup>2</sup> *Ibid.*, s. 101.

## Kapitał zdeponowany w bankach

W końcu listopada 2003 r. oszczędności finansowe gospodarstw domowych wynosiły 208 mld zł<sup>3</sup>. Obecny poziom oszczędności lokuje nas ciągle daleko za państwami Unii Europejskiej. Średnie aktywa finansowe na osobę w Polsce wynoszą ok. 1,5 tyś. USD, podczas gdy w Hiszpanii ponad 17 tyś. USD, w Niemczech prawie 30 tyś. USD, a w Wielkiej Brytanii niemal 59 tyś. USD. Zdecydowana większość środków finansowych, bo ponad 80%, jest lokowana w bankach, mimo dającej się zaobserwować w ostatnich miesiącach tendencji spadkowej. Oznacza to, że w bankach trzymamy ok. 160 mld zł naszych oszczędności. Pozostałą część oszczędności lokujemy przede wszystkim w fundusze inwestycyjne i obligacje skarbowe.

Te kierunki inwestowania przez gospodarstwa domowe w Polsce są uzasadnione tradycją i stosunkowo słabą znajomością innych instrumentów finansowych. Banki, działając więc w warunkach nadpłynności, nie są jeszcze zainteresowane w aktywnym zachęcaniu indywidualnych inwestorów finansowych do powiększania depozytów i w efekcie stosują mało atrakcyjne oprocentowanie. W Unii Europejskiej stosunek lokat bankowych do całkowitych oszczędności ludności jest zdecydowanie niższy i wynosi ok. 25%. Być może zatem również w Polsce zmieni się struktura oszczędności w najbliższych latach i wtedy banki staną się znacznie bardziej przyjazne dla klienta, także w aspekcie spełniania oczekiwań społecznych.

W jaki sposób ten kapitał jest wykorzystywany przez banki? Część powierzono kapitału jest lokowana w obligacjach państwowych, a część przeznaczana na kredytowanie inwestorów rzeczowych, czyli gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Dość powszechnie podzielana opinia w sektorze przedsiębiorstw, to przekonanie, że często nadmierne zabezpieczenie umowy kredytowej ogranicza w istotny sposób dostępność kredytu. W jednym z ostatnich raportów na ten temat zwraca się dodatkowo uwagę, że „banki nie mają umiejętności finansowania projektów biznesowych, których stopa zwrotu jest samoistnym zabezpieczeniem udzielonego kredytu. Brak tego typu oferty kredytów podwyższonego ryzyka świadczy o oligopolistycznej pozycji banków komercyjnych w Polsce”<sup>4</sup>. W tym samym raporcie kwestionuje się również stosowaną powszechnie przez banki komercyjne zasadę przrzucania całego ciężaru zarządzania ryzykiem na usługobiorcę, co przede wszystkim w przypadku przedsiębiorstw z sektora MSP jest istotną barierą rozwoju.

---

<sup>3</sup> Dane przedstawione przez Departament Długu Publicznego Ministerstwa Finansów.

<sup>4</sup> *Zagrożenia dla konsumentów na rynku bankowości detalicznej w Polsce*, Raport opracowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa 2003.

Wydawać by się mogło, że szczególnie w warunkach nadpłynności banki powinny oferować różnorodne formy kredytowania przedsięwzięć gospodarczych. Można by też oczekiwać, że przede wszystkim kapitał powinien zasilać takie przedsiębiorstwa, które najlepiej realizują zasady odpowiedzialności społecznej, wspierając powstawanie nowych miejsc pracy, zgodnie z powszechnie wyrażanymi preferencjami społecznymi. Czy zatem klienci, powierzając swoje oszczędności bankom, mają prawo oczekiwać, że przynajmniej część tego kapitału zostanie skierowana na preferencyjne kredyty dla przedsiębiorstw najlepiej przyczyniających się do spełniania oczekiwań społecznych? To współdecydowanie o kierunkach polityki kredytowej banku nie musi oznaczać jakiegokolwiek formy „kontrolni społecznej” nad działalnością banku komercyjnego. W Unii Europejskiej tego typu dopuszczenie do współdecydowania jest formą pozyskania klientów-dostawców kapitału (*indusie management*) poprzez coraz lepsze spełnianie ich oczekiwań. Te oczekiwania mogą dotyczyć wysokości oprocentowania depozytów, ale zazwyczaj towarzyszą im też inne kryteria, np. o charakterze etycznym i społecznym. To przecież jasne, że przy zakupie każdego produktu czy usługi kierujemy się nie tylko ceną czy spodziewanym zarobkiem.

W Polsce takich kwestii w ogóle się nie stawia. Czy dostawcy depozytów tak chętnie by je dostarczali, gdyby wiedzieli, na jakie przedsięwzięcia są przeznaczane ich pieniądze? Niestety, żaden bank w Polsce nie przeprowadzał takich badań wśród swoich klientów, a trudno opierać się na badaniach prowadzonych systematycznie przez większość banków na innych, rozwiniętych rynkach. Jeżeli stawia się np. pytanie o zasadność kredytowania przedsięwzięć gospodarczych, które są sprzeczne choćby z zasadami przyjętej przez Rząd RP „Strategii zrównoważonego rozwoju Polski do roku 2025”, to przedstawiciele banków zasłaniają się konstytucyjnym prawem wolności gospodarczej podmiotów komercyjnych. Czy banki powinny np. przyczyniać się do realizacji takich priorytetów społecznych, jak tworzenie miejsc pracy w gospodarce i rozwój sektora MSP?

Czy do spełniania misji, w której często jest mowa o najwyższych standardach etycznych, wystarczy, że banki zarządzając kapitałem powierzonym przez miliony klientów (minimalnie oprocentowanym) przynoszą zysk akcjonariuszom i co najwyżej wprowadzają kodeksy etyczne dla swoich pracowników, dotyczące niemal wyłącznie elementarnej uczciwości bądź udzielają dotacji o charakterze charytatywnym? Zwracają na to uwagę m.in. M. E. Porter i M. R. Kramer, pisząc: „W czasach narastającego sceptycyzmu opinii publicznej wobec etyki biznesu, zwłaszcza po niedawnej serii skandali finansowych, przedsiębiorstwa, które mogą zademonstrować rzeczywisty wpływ swoich działań na rozwiązanie określonych kwestii społecznych, cieszą się większą wiarygodnością niż te, które są jedynie darczyńcami, choćby i w

dużej skali"<sup>5</sup>. Przedstawiając integralne powiązanie wymiaru ekonomicznego i społecznego w działalności każdego przedsiębiorstwa, autorzy ci podkreślają również, że „najlepszym sposobem rozwiązywania wielu palących problemów świata jest dziś mobilizowanie korporacji do działań, które mogą przynosić korzyści zarówno społeczeństwu, jak i im samym”<sup>6</sup>. Wydaje się, że tę samą tezę można odnieść do działalności banków komercyjnych.

Taka dyskusja jeszcze nie zaczęła się w polskim sektorze bankowym i można zrozumieć, że banki nie są tym zainteresowane, ponieważ może utrudniać to ich działalność, a klienci tego się nie domagają. Ale jednocześnie te same banki, które działają w Polsce, uczestniczą na świecie w dobrowolnych inicjatywach, które narzucają pewne istotne ograniczenia kredytowe. W czerwcu 2003 roku dziesięć największych banków z siedmiu państw przyjęło dobrowolne zasady, tzw. *The Equator Principles*<sup>7</sup>, które dotyczą uzależnienia finansowania przedsięwzięć gospodarczych od stosowania standardów zarządzania środowiskowego i etycznego przez kredytobiorców. Zasady te zostały oparte na regułach przygotowanych przez Bank Światowy i International Finance Corporation i dotyczą na razie jedynie dużych przedsięwzięć (od 50 milionów USD). W ciągu następnych miesięcy pod tą deklaracją podpisały się także inne banki — teraz jest ich już 20, a wśród nich obecne na polskim rynku, np.: ING Group, Citigroup, Credit Lyonnais, ABN AMRO Bank. Obecnie w poszczególnych bankach trwa (a w niektórych zostało już zakończone) przygotowywanie szczegółowych procedur postępowania, zasad polityki kredytowej, sposobu weryfikacji stopnia wdrożenia zasad społecznej odpowiedzialności wśród podmiotów gospodarczych, które ubiegają się o udzielenie kredytu itp. Podobne zasady, które w pewnym sensie były zapowiedzią *The Equator Principles*, zostały przedstawione już wcześniej w ramach Szczytu na Rzecz Zrównoważonego Rozwoju w Johannesburgu, 2002<sup>8</sup>. Wtedy właśnie skoncentrowano się na ogólnych zasadach kredytowania przedsięwzięć gospodarczych, podejmowanych przez podmioty, które realizują zasady społecznej odpowiedzialności biznesu, z uwzględnieniem wymiaru ekonomicznego, ekologicznego i etycznego. Na podstawie tych ogólnych zasad można przypuszczać, że dalszy rozwój takich inicjatyw doprowadzi do obniżenia progu finansowania, od którego kredytobiorcy będą zobowiązani do przedstawiania systemu zarządzania odpowiedzialnością społeczną. Wtedy dopiero będzie to wyraźny sygnał dla codziennej praktyki bankowej.

---

<sup>5</sup> M. E. Porter, M. R. Kramer, *Filantropia przedsiębiorstwa jako źródło przewagi konkurencyjnej*, „Harvard Business Review Polska” nr 7(2003), s. 83-96.

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> *The Equator Principles. A framework for banks to manage environmental and social issues in project financing*, International Finance Corporation, 2003.

<sup>8</sup> *Financing the future, The London Principles, The role of UK financial services in sustainable development*, Corporation of London, 2002.

Może jednak rozpoczęcie światowej dyskusji na temat priorytetów w procesie finansowania projektów gospodarczych zachęci polskie filie międzynarodowych banków do określenia zasad tworzenia infrastruktury etycznej w polskiej gospodarce? Może to właśnie obowiązkiem banków jest weryfikacja systemów zarządzania społeczną odpowiedzialnością i przestrzegania zasad etyki przez firmy, które poszukują finansowania? A może organizacje konsumenckie zainteresują się tym, dlaczego dany bank nie realizuje w Polsce swoich zobowiązań, które dobrowolnie podjął na rynkach międzynarodowych?

### **Kapitał zdeponowany w Towarzystwach Funduszy Inwestycyjnych (TFI)**

W Polsce istnieje obecnie 16 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych - spółek zarządzających aktywami 128 funduszy inwestycyjnych. Pierwszy fundusz powierniczy powstał w 1992 roku. Jednak rzeczywisty wzrost aktywności rozpoczął się w roku 2000, gdy łączna wartość aktywów przekroczyła 2 mld zł. Ogółem w funduszach zdeponowaliśmy już 33 mld zł (koniec 2003), z czego aż dwie trzecie w „bezpiecznych”, czyli inwestujących w bony skarbowe i obligacje. Ponad 10 mld zł zostało zainwestowane w akcje spółek publicznych.

Menedżerowie tych funduszy również nie są zainteresowani dyskusją dotyczącą zasad inwestowania w akcje spółek, jeśli taka dyskusja wykracza poza wąsko rozumiany obszar rentowności. Twierdzą, że inwestorzy finansowi są zainteresowani wyłącznie zyskiem i wszelkie próby konstruowania etycznych funduszy inwestycyjnych w Polsce nie są potrzebne. W praktyce, jeżeli inwestorzy nawet chcieliby ograniczyć np. zakres dopuszczalnych spółek, to fundusze inwestycyjne nie dysponują taką ofertą. A już ograniczenie zakresu spółek poprzez wyeliminowanie tych, które np. w rażący sposób naruszają zasady ochrony środowiska, w ogóle nie jest możliwe z powodów „technicznych”. Fundusze inwestycyjne nie prowadzą bowiem żadnych pozafinansowych ocen spółek, w akcje których inwestują.

Czy zatem fundusze inwestycyjne powinny przeprowadzać *screening* etyczny, społeczny, ekologiczny, inwestując w akcje spółek, prowadzić politykę „wykluczeń” (np. alkohol, papierosy, czyli tzw. *sin stock*)? Czy fundusze inwestycyjne powinny inwestować w akcje tych spółek, które nie stosują nawet elementarnych zasad *corporate governance*? Czy te spółki, które nie zdecydowały się na przyjęcie Kodeksu Dobrych Praktyk Ładu Korporacyjnego, mogą liczyć nadal na zainteresowanie ze strony inwestorów? Można przypuszczać, że tak, chociaż coraz więcej analityków giełdowych na świecie jest przekonanych, że wysokie standardy zarządzania odpowiedzialnością społeczną przekładają się w horyzoncie długoterminowym na lepsze wyniki finansowe spółek. W Polsce zaś wydaje się, że „fundusze antypo-

datkowe" to już szczyt etycznych możliwości tych instytucji. Innym „szczytem” etycznych możliwości jest upowszechnienie się w roku 2003 sprzedaży polis na życie z elementem inwestycyjnym przez firmy ubezpieczeniowe. Taka łączona konstrukcja tego instrumentu finansowego pozwala uniknąć w części lub w całości podatku od zysków kapitałowych. Na tego typu polisy Polacy wydali w roku 2003 niemal 11,2 mld zł, tzn. o ponad 13% więcej niż w roku poprzednim.

### **Kapitał zdeponowany w Otwartych Funduszach Emerytalnych (OFE)**

Na początku stycznia 2004 istniało w Polsce 16 Powszechnych Towarzystw Emerytalnych - spółek zarządzających aktywami otwartych funduszy emerytalnych. Rynek OFE istnieje w Polsce dopiero od kilku lat, a jak się szacuje, liczba członków otwartych funduszy emerytalnych sięgnęła już 11,5 mln obywateli. Wartość aktywów netto OFE przekroczyła 44,8 mld zł. W akcjach spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym było zainwestowane ponad 13,5 mld zł. W portfelach OFE znajdowało się od 25,93 do 33,69 procent spółek polskich akcji notowanych na regulowanym rynku giełdowym<sup>9</sup>. Pozostała część kapitału jest ulokowana w papierach skarbowych.

Sektor OFE podejmuje pewne próby samoregulacji o charakterze etycznym, ale są one skierowane przede wszystkim na standardy zachowań własnych pracowników i agentów wobec klientów. Jedną z takich inicjatyw została podjęta przez Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych w połowie 2003 roku. W rezultacie 12 Powszechnych Towarzystw Emerytalnych podpisało „Standardy dobrych praktyk w zakresie akwizycji i transferów”. Dokument ten ma ujednoczyć zasady prowadzenia akwizycji i dokonywania transferów pomiędzy funduszami emerytalnymi, eliminując z praktyki wszelkie negatywne zachowania i zjawiska, które naruszają interes członków OFE i powodują, że działają oni pod wpływem błędnych lub niepełnych informacji.

Powszechnie Towarzystwa Emerytalne, podobnie jak TFI, nie widzą potrzeby stosowania etycznych kryteriów inwestowania przynajmniej tej części swoich aktywów, które są kierowane na zakup akcji spółek publicznych. Jednocześnie coraz więcej mówi się o nieefektywnej alokacji tych aktywów, co w rezultacie może odbić się na wysokości emerytur wypłaconych w przyszłości. W Polsce jednak, w przeciwieństwie do innych krajów Unii Europejskiej, nie dyskutuje się zbyt wiele na temat przyszłości systemów emerytalnych i koniecznych

---

<sup>9</sup> *Rynek Otwartych Funduszy Emerytalnych 2003*, Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Warszawa 2004.

zmian w tym systemie, związanych choćby ze starzeniem się społeczeństwa. Prognozy demograficzne pokazują jednak, że koszt świadczeń emerytalnych będzie stawał się coraz większym obciążeniem. Szacuje się, że starzenie się populacji w krajach członkowskich może zagrozić spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego, wpłynąć negatywnie na jakość i trwałość finansową systemów emerytalnych. Adaptacja systemów zabezpieczenia społecznego i reformy systemu emerytalnego idą zatem m.in. w kierunku rozwoju etycznych kryteriów inwestowania przez prywatne fundusze emerytalne.

Aby sprostać tym wyzwaniom, fundusze emerytalne działające na rynku europejskim opracowują precyzyjne kryteria oceny możliwości długotrwałego wzrostu wartości spółek. Analitycy giełdowi posługują się już setkami wskaźników, które szczegółowo opisują rzeczywistą praktykę w spółce. Rynki finansowe są penetrowane przez tysiące specjalistów i miliony aktywnych uczestników. Powoli wyłaniają się prawidłowości, wskaźniki, metody oceny. W efekcie zmieniają się strategie rozwojowe korporacji, a także świadomość inwestorów. Wraz z rozwojem gospodarki zaangażowanie inwestorów staje się konieczne, a wiedza na temat czynników decydujących o wzroście wartości spółki - niezwykle opłacalna. Jakie kryteria stosować przy ocenie spółek giełdowych? Czy dobre wyniki przedstawiane w sprawozdaniu finansowym są gwarancją sukcesu w kolejnych latach? Doświadczenia ostatnich lat pokazują, że firmy odpowiedzialne społecznie i środowiskowo dają długofalowo większy zwrot na zainwestowanym kapitale, a wartość ich akcji systematycznie rośnie. Odpowiedzialność społeczna po prostu się opłaca, bo pozwala łatwiej pozyskać kapitał na rozwój spółki.

### **Rynek inwestycji odpowiedzialnych społecznie**

Właśnie dlatego w ostatnich latach zwiększa się w Unii Europejskiej popularność społecznie odpowiedzialnych inwestycji, szczególnie wśród głównych inwestorów instytucjonalnych. Stopień przestrzegania zasad społecznej i ekologicznej odpowiedzialności świadczy - według inwestorów - o dobrym zarządzaniu wewnętrznym i zewnętrznym. Przyczynia się to do zmniejszania ryzyka inwestycyjnego, wyznaczanego przez istnienie mechanizmów pozwalających przewidywać i zapobiegać kryzysom, które mogą wpłynąć na reputację i spowodować gwałtowne spadki cen akcji. Można prognozować, że w najbliższych latach presja ze strony przyszłych emerytów zmusi spółki do doskonalenia struktur zarządzania w aspekcie społecznej odpowiedzialności. Już teraz więc Unia Europejska zachęca przedsiębiorstwa do wdrażania zasad odpowiedzialności społecznej, aby zapewnić przyszłym emerytom wyższy



poziom świadczeń. Dobrobyt coraz większej grupy obywateli będzie bowiem w dużym stopniu zależał od wartości przedsiębiorstw obecnych na rynku.

Można zatem postawić pytanie: Czy istnieją w Polsce klienci, którzy chcieliby inwestować swoje pieniądze tak, aby przyniosły godziwą emeryturę i jednocześnie wspierały rozwój odpowiedzialnego, etycznego biznesu - dla dobra własnego i swoich dzieci? Nie można na to pytanie odpowiedzieć, ponieważ - z jednej strony - fundusze emerytalne nie oferują takich możliwości, a - z drugiej strony - klienci tych funduszy nie wiedzą, że to jest możliwe. Czy zatem, gdy już wkrótce zaczną pojawiać się na polskim rynku fundusze zagranicznych instytucji finansowych, to wraz z nimi pojawią się też „etyczne fundusze” lub „społecznie odpowiedzialne fundusze”? Przedstawiciele rynku finansowego w Polsce twierdzą w prywatnych rozmowach, że jeszcze przez wiele lat takich funduszy u nas nie będzie, ponieważ klienci nie są zainteresowani. Ale jednocześnie bardzo pilnie śledzą poczynania etycznych funduszy na rynkach światowych, zdając sobie sprawę, że warto poznawać zasady wyceny spółek publicznych w oparciu nie tylko o wyniki finansowe, ale także społeczne i ekologiczne.

Sektor społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych (*socially responsible investment* - SRI) na świecie ma już sporą tradycję. Początek SRI przypisuje się inwestycyjnym zachowaniom Kościoła Metodystów w Wielkiej Brytanii w latach 20. XX wieku. W latach 60. takie zasady stawały się coraz bardziej popularne także w Europie kontynentalnej. Ale rzeczywisty rozkwit SRI to koniec lat 90. i początek obecnego stulecia. Jak podaje European Sustainable and Responsible Investment Forum w swoim ostatnim raporcie<sup>10</sup>, wartość rynku SRI w ostatnich latach dynamicznie rośnie, osiągając niemal 340 mld euro w Unii Europejskiej.

W ramach sektora SRI wyróżnia się co najmniej trzy typy inwestycji. Pierwszy typ to inwestycje dokonywane w oparciu o szczegółowe, całościowe przeglądy etyczne, zgodnie z zasadami całościowego zarządzania odpowiedzialnością (Total Responsible Management - TRM). Aktywa takich funduszy to 34 mld euro. Drugi typ obejmuje dodatkowo także inwestycje, które stosują politykę wykluczeń w oparciu o zasady etyczne, czyli np. nie kupują akcji spółek zaangażowanych w produkcję broni. Aktywa takich funduszy to 218 mld euro. Trzeci typ, najszerszy, uwzględnia również zaangażowanie spółek w różnorodne programy z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu, nawet nie potwierdzone certyfikatami. Aktywa takich funduszy szacuje się na 336 mld euro. Wspomniany raport podaje np., że obecnie 2,1% łącznej wartości aktywów wszystkich funduszy emerytalnych w UE to inwestycje SRI

---

<sup>10</sup> *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors*. 2003 Report, European Sustainable and Responsible Investment Forum, Paris 2003.

pierwszego typu, czyli najbardziej rygorystycznego. Dane przedstawiane przez poszczególne fundusze SRI pokazują ich dynamiczny wzrost.

Duża dynamika wzrostu inwestycji sektora SRI dowodzi, że rynek kapitałowy w Unii Europejskiej w coraz większym stopniu odgrywa istotną rolę w podnoszeniu standardów zarządzania w przedsiębiorstwach. To przedsiębiorstwa, chcąc pozyskać kapitał na rozwój, inwestycje, procesy restrukturyzacji, zwiększania efektywności, starają się jednocześnie realizować procedury zarządzania odpowiedzialnością społeczną. W przeciwnym razie mają coraz większe trudności z pozyskaniem finansowania swoich projektów. Jest to dobrą ilustracją powtarzanego często twierdzenia, że właśnie dobrze rozwinięty rynek kapitałowy może stanowić bardzo ważne źródło finansowania rozwoju gospodarczego, zgodnie z oczekiwaniami społecznymi.

Niestety, w Polsce jeszcze niewiele o tym się mówi. A przecież rynki finansowe są wytworem społeczeństwa i jako takie powinny odzwierciedlać właśnie interesy tego społeczeństwa. Niski poziom wiedzy i świadomości ekonomicznej, który nie pozwala rozumieć zasad funkcjonowania pośredników finansowych w aspekcie rozwoju gospodarczego, a szczególnie infrastruktury etycznej gospodarki, wymiaru społecznego i ekologicznego, jest w Polsce istotną barierą. To od aktywności samego sektora finansowego, a także organizacji konsumenckich i innych instytucji społeczeństwa obywatelskiego, zależy stosowanie standardów etycznych w zarządzaniu powierzonym kapitałem. I nie chodzi tu wyłącznie o wdrażanie kodeksów etycznych dotyczących zachowania pracowników wobec klienta, czy aktywności w finansowaniu projektów na rzecz osób marginalizowanych w społeczeństwie. Społeczna odpowiedzialność banków, towarzystw emerytalnych i inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych dotyczy przede wszystkim zasad, jakimi będą kierować się w procesie alokacji powierzonego kapitału.

Sektor finansowy jako pośrednik pomiędzy inwestorami kapitałowymi a inwestorami rzeczowymi jest w każdej gospodarce najważniejszym uczestnikiem rynku, który poprzez właściwą wycenę zasobów oraz reputacji, odpowiadając na oczekiwania społeczne, kieruje kapitał finansowy w stronę społecznie odpowiedzialnej aktywności gospodarczej. To właśnie sektor finansowy w najpełniejszy sposób może i powinien wspierać rozwój społecznej odpowiedzialności biznesu. Mijmy nadzieję, że pełne otwarcie rynku w związku z integracją europejską spowoduje, że taki kierunek rozwoju pojawi się również w Polsce.