

Pragmatyzm czy ideały?

ESG w polskich
funduszach
inwestycyjnych

Warszawa 2024

Wydawca:

CFA Society Poland
ul. Komandorska 118/120
53-345 Wrocław

Biuro operacyjne:

CFA Society Poland
Zebra Tower, 8. piętro
ul. Mokotowska 1
00-640 Warszawa

Raport Pragmatyzm czy ideały? ESG w polskich funduszach inwestycyjnych jest efektem kilkumiesięcznych prac Komitetu ds. ESG w ramach struktur CFA Society Poland. Od strony merytorycznej raport został opracowany przez członków niniejszego komitetu, tj. Krzysztofa Kamińskiego, Macieja Kowalczyka, Maję Motak, Bartosza Pawłowskiego, Izabelę Sajdak oraz Martę Stępień, czyli grono profesjonalistów finansowych, posiadających międzynarodowy tytuł Chartered Financial Analyst (CFA). Kontakt z Komitetem ds. ESG pod adresem: esg@cfa.com.pl. Promocję raportu oraz zbieranie danych wśród grupy docelowej wspierała Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

Słowem wstępu

Po okresie zachłyśnięcia się funduszami ESG rok 2023 był na świecie istotnie gorszy, a miejsce permanentnych napływów zajęły umorzenia. Czynnikiem było kilka:

- słabsze wyniki inwestycyjne związane z lepszym zachowaniem „tradycyjnych” i niezielonych branż,
- środowisko wysokich stóp procentowych, które nie sprzyja spółkom wzrostowym na wczesnym etapie działalności, a do tego trzeba zaliczyć przecież np. spółki z sektora czystej energii,
- przeinwestowanie w czasie bezpośrednio po pandemii,
- sukcesywne wprowadzanie nowych regulacji, które istotnie skomplikowały oferowanie rozwiązań „zrównoważonych” lub ESG klientom.

Trudno powiedzieć, który z tych powodów był najważniejszy i dlatego w ramach Komitetu ds. ESG działającego przy CFA Society Poland postanowiliśmy przeprowadzić pierwsze przekrojowe badanie wśród polskich zarządzających aktywami.

Chociaż polski rynek raczej nie wyprzedza światowych trendów w zakresie zrównoważonych finansów, to jednak tematyka ESG jest na nim szeroko dyskutowana i analizowana. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale też banki i firmy inwestycyjne, zwracają uwagę na rosnący poziom komplikacji przepisów.

Jednocześnie polski klient nie domaga się, żeby jego inwestycje były „zielone”. Widzimy tutaj swego rodzaju rozdźwięk w stosunku do innych dziedzin naszego życia, gdzie zwracamy uwagę na klasę energetyczną urządzeń RTV i AGD, wybieramy samochody, które mniej szkodzą środowisku, a w domach często posiłkujemy się zieloną energią. W przypadku funduszy inwestycyjnych takiego rodzaju presji na razie nie odnotowaliśmy, co potwierdza nasze badanie.

Dlatego też główną motywacją zarządzających aktywami stało się wypełnianie przepisów prawa. SFDR, czy taksonomia to kwestie odmiennie przez wszystkie przypadki i trzeba wyraźnie powiedzieć, że jesteśmy jeszcze daleko od wykształcenia jednolitej praktyki rynkowej.

Bartosz Pawłowski, CFA
Wiceprezes Zarządu
CFA Society Poland

Niemniej dobrą wiadomością jest fakt, że chociaż podejście różnych TFI jest odmienne, to jednak rynek próbuje pozytywnie podchodzić do tematu. Coraz więcej podmiotów wyodrębnia specjalne jednostki, których zadaniem jest wprowadzenie zrównoważonych rozwiązań do oferty, a także rzetelne informowanie klientów o zaletach i ryzykach związanych z tego typu inwestycjami.

Rynki finansowe są kapryśne i nie ma jednego tematu inwestycyjnego, który by działał w każdych warunkach. Ale nasze badanie jednoznacznie potwierdza, że ESG to nie chwilowa moda albo właśnie kaprys. Mamy nadzieję, że nasz raport będzie dobrym początkiem debaty nad przyszłym kształtem społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce. CFA Institute od wielu lat wprowadzał tę tematykę do curriculum egzaminacyjnego, a nasze stowarzyszenie w ostatnich latach przeprowadziło serię poważnych debat nad wadami i zalecaniami inwestowania ESG.

W imieniu naszej organizacji dziękuję wszystkim, którzy pracowali nad raportem oraz naszym partnerom, a Państwu życzę ciekawej lektury pozwalającej wyciągnąć konkretne wnioski na przyszłość.



Słowem wstępu

Prezentowany raport przedstawia zróżnicowany obraz podejścia polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych do integracji czynników niefinansowych w procesach inwestycyjnych i zarządzania ryzykiem. Wynika z niego, że polskie TFI dostrzegają znaczenie kwestii zrównoważonego rozwoju, co potwierdzają zdefiniowaną strategią oraz określonymi kierunkami rozwoju opartymi na aspektach ESG, zaś podstawową motywacją są wymogi regulacyjne. Jednakże to nie oznacza, że temat można uznać za zamknięty. Istotne jest ciągle monitorowanie i doskonalenie działań związanych z ESG, aby efektywnie realizować cele zrównoważonego rozwoju.

Liczymy, że liczba funduszy „zielonych” w naszym kraju istotnie wzrośnie w najbliższej przyszłości. W Polsce mamy 58 funduszy ESG, a ich wartość to 6,5 mld zł. Oferta funduszy zagranicznych znajdujących się w sprzedaży na naszym rynku jest znacznie wyższa (około 300 funduszy spełniających kryteria ESG). Na świecie szacuje się, że wartość aktywów funduszy ESG to ponad 2,7 biliona dolarów.

Wyzwanie dla dalszego rozwoju integracji ESG w Polsce stanowią dobrze zidentyfikowane w badaniu ograniczenia, na co warto zwrócić uwagę. Raport podaje m.in., że nasi inwestorzy, w tym indywidualni klienci, nie przywiązują jeszcze wagi do aspektów ESG podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Proces kształcenia może przyspieszyć, gdy inwestorzy zaczną dostrzegać plusy zielonych produktów, takich jak lepsze wyniki finansowe lub korzyści społeczne i środowiskowe. Zapewne wzrost świadomości społeczeństwa oraz jego wiedzy ekonomicznej byłby tu czynnikiem stymulującym. Wyzwaniem jest również ograniczona dostępność danych z raportów spółek oraz brak jasności przepisów, a co za tym idzie – konkretnych wytycznych nadzoru. Aby z kolei zmniejszyć koszty związane z uwzględnianiem czynników zrównoważonego rozwoju, można podjąć kilka działań. Należą do nich in-

westowanie w lepsze narzędzia i technologie analizy danych ESG, promowanie standaryzacji raportowania ESG oraz współpraca branży w celu wymiany najlepszych praktyk i obniżenia kosztów operacyjnych.

Bardzo cieszę się, że nasza praca wniosła istotny wkład to powstania tego Raportu. Będziemy cyklicznie uczestniczyć w jego kolejnych edycjach. Wierzymy, że istnieje szansa na szybki rozwój tego segmentu w naszych TFI, zwłaszcza dzięki rosnącym kompetencjom specjalistów oraz wymianie wiedzy i doświadczenia z dużymi europejskimi grupami kapitałowymi. Nasza organizacja współpracuje z analogicznymi stowarzyszeniami o zasięgu międzynarodowym, co znacznie ułatwia pozyskiwanie danych. Zapraszam do zapoznania się z tą ciekawą lekturą.

Małgorzata Rusewicz

Prezeska Zarządu

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami



Przedmowa

Szanowni Państwo,

ze względu na postępujące zmiany wymogów regulacyjnych i praktyki firm inwestycyjnych, związanych z ESG, zapraszamy Państwa do zapoznania się z raportem na temat poziomu integracji czynników ESG w TFI w Polsce. Jego celem jest określenie nastawienia polskich inwestorów instytucjonalnych do ESG, sposobu i zakresu zbieranych i analizowanych informacji o emitentach oraz metod ich wykorzystywania w procesach oceny ryzyka i podejmowania decyzji inwestycyjnych w polskich towarzystwach funduszy inwestycyjnych.

Poprzez niniejsze badanie chcieliśmy odpowiedzieć sobie na pytanie, w jakim stopniu aspekty ESG przeniknęły do działalności polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2023 roku i wzorem innych krajów przygotować raport podsumowujący obraz polskiego rynku oraz najlepsze praktyki stosowane przez TFI w obszarze ESG. Planujemy realizować nasze badanie cyklicznie w przyszłości.

W prace nad tym raportem zaangażowani byli wolontariusze i wolontariuszki ze środowiska CFA Society Poland, prowadzący projekty w ramach Komitetu ESG.

Wspólnie autorami raportu byli:

- Krzysztof Kamiński,
- Maciej Kowalczyk,
- Maja Motak,
- Izabela Sajdak,
- Marta Stępień,

przy ogromnym wsparciu ze strony:

- Małgorzaty Rusewicz, Prezeski Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami,
- Ewy Madej, również reprezentującej Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami,
- Moniki Grabek oraz Jakuba Jańskiego z biura CFA Society Poland,
- a także Bartosza Pawłowskiego z zarządu CFA Society Poland.

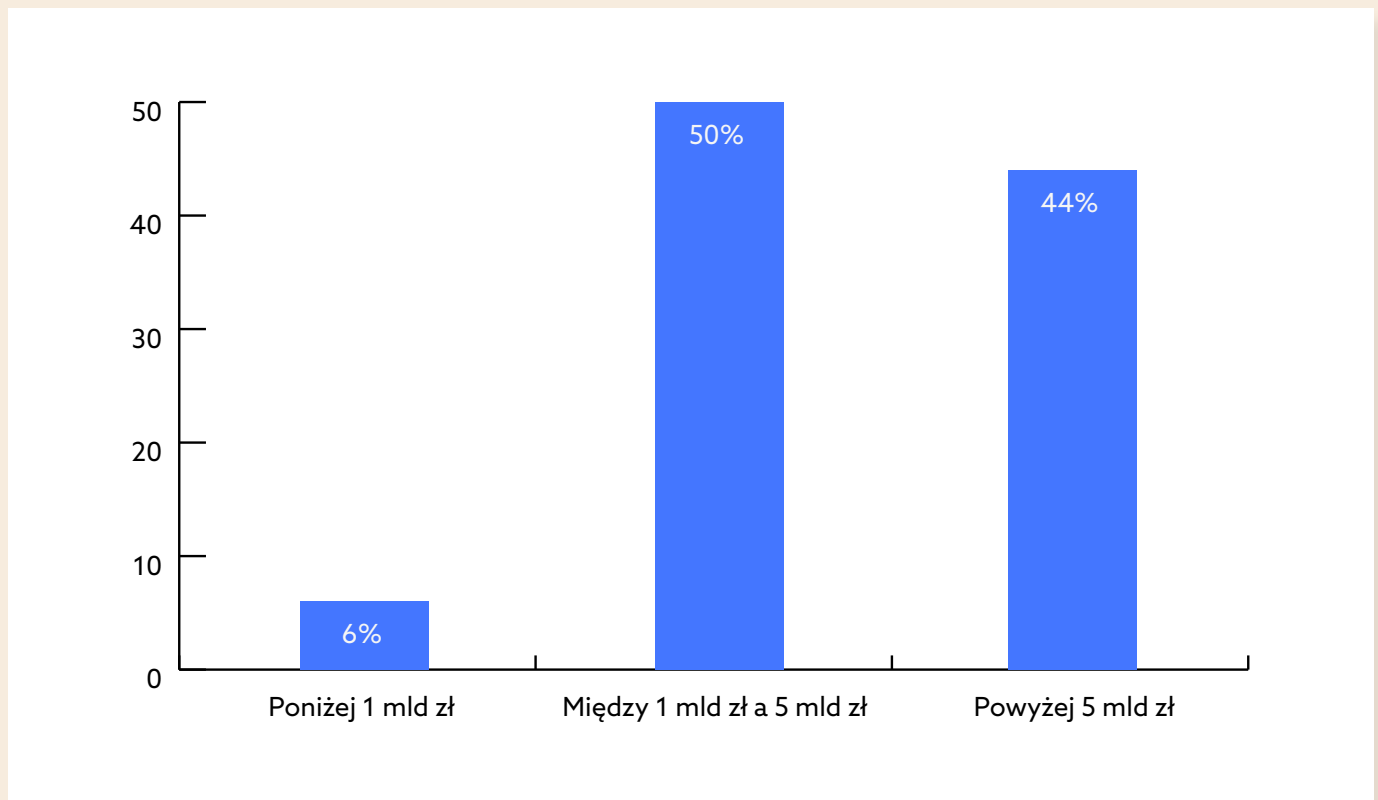
Zapraszamy do lektury!

Komitet ESG przy CFA Society Poland

Informacje techniczne o przeprowadzonej ankiecie

Badanie zostało przeprowadzone w formie anonimowej ankiety wysłanej do polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). W ankiecie wzięło udział 18 krajowych towarzystw inwestycyjnych, spośród których 9 należy do grupy bankowej, a 9 to podmioty o innym akcjonariacie. Wśród uczestników ankiety było także jedno TFI, którego właścicielem jest zakład ubezpieczeń. Szacujemy, iż respondenci zarządzają aktywami o wartości co najmniej 100 mld zł i są to w przeważającej części podmioty zarządzające aktywami ponad 1 mld zł, z czego ponad 40% dysponuje aktywami pod zarządzaniem przekraczającymi 5 mld zł. Stąd, wzięwszy pod uwagę naszą wiedzę o strukturze rynku, możemy założyć, że mamy do czynienia z nadreprezentacją większych podmiotów pod kątem wielkości zarządzanych aktywów, co było oczekiwane przy tego rodzaju badaniu.

Wielkość aktywów



Wykres 1. Populacja TFI biorących udział w badaniu pod kątem wielkości aktywów w zarządzaniu

Executive summary

Ten raport podsumowuje dane, dotyczące podejścia polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych w obszarze integracji czynników niefinansowych (ESG – środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego) do swoich procesów inwestycyjnych i zarządzania ryzykiem (zebrane za pomocą fakultatywnej ankiety wysłanej do TFI).

Polskie TFI posiadają już w większości zdefiniowaną strategię zrównoważonego rozwoju, a ich zarządy w dużej mierze określiły już kierunki rozwoju w oparciu o aspekty ESG. Niemniej, na obecnym etapie wdrażanie czynników zrównoważonego rozwoju motywowane jest głównie przez czynniki zewnętrzne: wymogi regulacyjne, ujawnieniowe, oraz również (w mniejszym stopniu) oczekiwania klientów, które są już odczuwalne przez połowę badanych podmiotów. Rzucającym się w oczy problemem jest istotny udział podmiotów, które nie znają preferencji swoich klientów w zakresie zrównoważonego inwestowania – znacząco utrudnia to zaoferowanie produktów dopasowanych do takich preferencji.

Uwzględnianie aspektów ESG w procesach inwestycyjnych TFI stało się już faktem, co potwierdziło 100% respondentów. Jednak większość towarzystw stosuje obecnie uproszczone metodyki, uwzględniające m.in. wykorzystanie limitów, selekcję negatywną i wykluczenia oraz analizę wybranych zestawów wskaźników ESG. Przy czym w oczy rzuca się fakt, że według otrzymanych odpowiedzi niekoniecznie zawsze to uwzględnianie odbywa się w praktyce. Przykładowo, jest duża liczba podmiotów, które nie wykluczyły lub nie zrezygnowały jeszcze z żadnej inwestycji z powodu niedostatków w czynnikach ESG, mimo deklarowania tej techniki jako jednej z najważniejszych. Bardziej zaawansowane metody, jak dekarbonizację portfela, powiązanie ze wzrostem temperatury lub celami zrównoważonego rozwoju, bądź pełną integrację ESG stosuje wciąż mniejsze grono podmiotów. Również uwzględnianie aspektów ESG w wycenie instrumentów finansowych jest dzisiaj udziałem zdecydowanej mniejszości.

Nie ma także jednorodności w zestawie stosowanych kryteriów oceny lub konkretnych wskaźników. TFI z reguły wykorzystują bardzo selektywnie dobrany zestaw wskaźników E, S i G, jak również mają zindywidualizo-

waną metodykę ich wykorzystania w ocenie jakościowej instrumentów lub emitentów. W niektórych przypadkach pojawia się niespójność: z jednej strony jako najważniejsze deklarowane są pewne wartości (np. poszanowanie praw człowieka), a z drugiej TFI niekoniecznie w swojej działalności stosują miary, które pozwalałyby weryfikować zgodność działalności spółek z tymi wartościami.

W zakresie stosowanych źródeł danych najczęściej wykorzystywane są zagraniczne serwisy, używane również do innych celów inwestycyjnych oraz raporty okresowe emitentów.

Oferta zrównoważonych (czyli zgodnych z SFDR) funduszy inwestycyjnych jest wciąż uboga (w liczbie ok. 50) i stanowi niewielki procent oferowanej liczby funduszy w Polsce (mniej niż 3%). Co więcej, fundusze te tworzone są w znacznej mierze w podejściu minimalistycznym, jako fundusze typu *master feeder* lub fundusze funduszy zagranicznych. Istotna część towarzystw planuje jednak ich uruchomienie w najbliższym czasie w uproszczonej formule funduszy spełniających wymogi art. 8 SFDR. Co ciekawe, fundusze „zielone” mają w Polsce według deklaracji TFI taki sam poziom kosztów dla uczestnika, jak fundusze nierealizujące strategii zrównoważonego rozwoju. Na dziś większość badanych nie weryfikowała natomiast, jak mają się wyniki inwestycyjne, osiągnięte przez te fundusze do wyników osiągniętych przez fundusze konwencjonalne.

Jednocześnie polskie TFI rozwijają też kompetencje w obszarze ESG zatrudnionych pracowników i wydaje się, że na tym polu nasz rynek prezentuje się stosunkowo dobrze – w większości z nich przynajmniej kilka osób posiada już kwalifikacje w tym obszarze, potwierdzone certyfikatem zewnętrznej instytucji i z pewnością proces ten będzie postępował.

Jednak niepełny dostęp do danych ze strony emitentów (zarówno pod kątem danych raportowych, jak i samych ratingów ESG), brak dostępu lub wysoki koszt narzędzi do analizy, niejasność istniejącego reżimu regulacyjnego oraz brak jednolitej praktyki rynkowej w tym zakresie stanowią dziś najpoważniejsze ograniczenia w rozwoju integracji ESG, wskazane przez polskie towarzystwa.

Pokrótkie, raport identyfikuje umiarkowanie świadome, w znacznej mierze pragmatyczne podejście do kwestii zrównoważonego rozwoju polskich TFI. Jednak jest ono w stosunkowo wczesnej fazie rozwoju, z występowaniem pewnych niespójności w działaniach, co wynika z braku danych, narzędzi lub wypracowania odpowiedniej praktyki. Jednak biorąc pod uwagę moż-

liwość transferu wiedzy i promocję najlepszych praktyk z dużych europejskich grup kapitałowych, a także w ramach środowiska (z udziałem wszystkich uczestników rynków) w odpowiedzi na potencjalny zwiększony zapotrzebowanie klientów w tym zakresie, mamy nadzieję na szybki rozwój rynku w tym obszarze.

” Prosta relacja zysku do ryzyka, która do tej pory determinowała podejmowanie decyzji inwestycyjnych, zaczyna się komplikować. Wpływ inwestycji na zrównoważony rozwój stanowi kolejny aspekt niezbędny do uwzględnienia przy konstruowaniu portfela. Na razie, szczególnie w Polsce, jesteśmy na początku tej drogi i borykamy się z chorobami wieku dziecięcego, czyli brakiem danych i niedoskonałymi narzędziami. Jestem jednak przekonana, że po pokonaniu tych trudności, efektywność portfeli wzrośnie, a zarządzający będą w stanie podejmować optymalne decyzje.

Marta Stępień
Zarządzająca Funduszami
Santander TFI



Jak polskie TFI rozumieją i wdrażają ESG

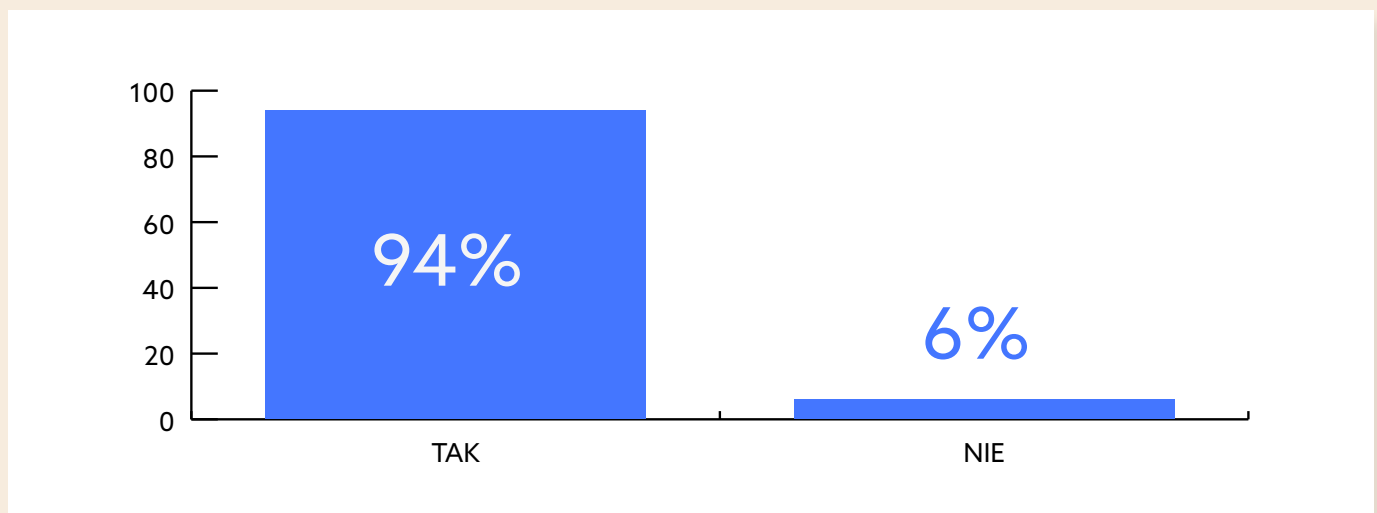
Uwzględnianie czynników zrównoważonego rozwoju w działalności inwestycyjnej

Modelowo, uwzględnianie czynników zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym oznacza stosowanie przez towarzystwa szerokiego zakresu wskaźników dotyczących środowiska (czynnik E), odpowiedzialności społecznej (czynnik S) oraz ładu korporacyjnego (czynnik G), w tym również wskaźników dotyczących niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju. Zarządzający analizują więc określone zagadnienia, które mają istotny wpływ na daną inwestycję w kontekście zrównoważonego rozwoju. Przykładem takiej analizy mogą być m.in. ultrapoprawność oceny, czy dana spółka podejmuje działania w celu zmniejszenia energochłonności swojego biznesu, jak dużo CO₂ emituje do atmosfery, jaki jest wpływ jej działalności na gospodarkę wodną, jak traktuje swoich pracowników i podwykonawców lub czy współpracuje z lokalną społecznością.

Dlatego też chcieliśmy przyjrzeć się, jak uwzględnianie tych czynników wygląda w praktyce polskich TFI, ze zwróceniem uwagi na wdrożone polityki i strategie, jakie są motywacje do uwzględniania tych czynników, jakie są metody i sposoby ich uwzględniania oraz jakie

jest podejście do każdego z czynników (środowisko, społeczeństwo i ład korporacyjny). W dalszej części raportu przeanalizujemy również ofertę produktową, dostosowanie wewnętrznych procesów i struktur do tego celu oraz jak wygląda odniesienie się do najważniejszych miar regulacyjnych.

Wszystkie ankietowane podmioty potwierdziły, iż uwzględniają w swojej działalności inwestycyjnej czynniki ESG. Natomiast wygląda na to, że ta deklaracja nie zawsze przekłada się na działania, co pokażą odpowiedzi na kolejne pytania i kolejne sekcje. W praktyce najczęściej uwzględnienie to oznacza, że firma inwestycyjna ma udokumentowaną strategię ESG dotyczącą wprowadzania analizy ryzyk dla zrównoważonego rozwoju w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, w rozumieniu art. 3 SFDR. Natomiast jedno TFI wskazało, że takiej strategii nie ma, co wskazuje, że przynajmniej część podmiotów na polskim rynku (gdymyźmiemy pod uwagę TFI, które nie wzięły udziału w ankiecie) jest wciąż w procesie dostosowywania się do regulacji.



Wykres 2. Czy Państwa organizacja ma formalnie udokumentowaną strategię ESG, dotyczącą wprowadzania do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych w rozumieniu art.3 SFDR?

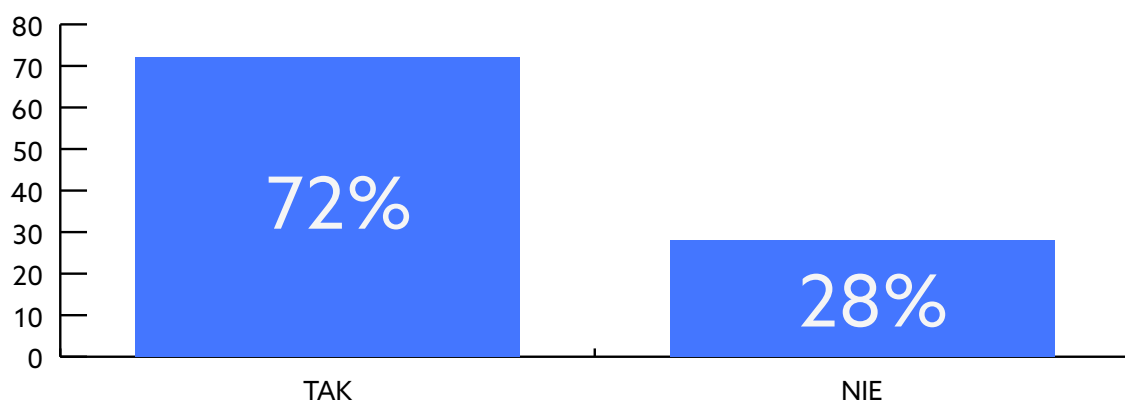
Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR)

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 roku w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. Wprowadziło ono ujednoczone zasady dla uczestników rynku finansowego i doradców finansowych w zakresie integracji czynników zrównoważonego rozwoju, ryzyk dla zrównoważonego rozwoju oraz głównych niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych w procesach zarządzania oraz sprzedaży produktów finansowych. W ramach tych zasad znalazły się ujawnienia z zakresu zrównoważonego rozwoju oraz klasyfikacja produktów finansowych pod kątem promowania lub integracji czynników zrównoważonego rozwoju.

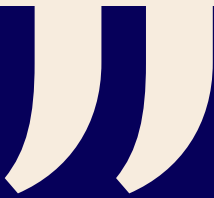
Art. 3 SFDR - Przejrzystość strategii dotyczących ryzyka dla zrównoważonego rozwoju

1. Uczestnicy rynku finansowego publikują na swoich stronach internetowych informacje na temat swoich strategii dotyczących wprowadzania do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.
2. Doradcy finansowi publikują na swoich stronach internetowych informacje na temat swoich strategii dotyczących wprowadzania do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju w ramach świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego.

Gdy spojrzymy na ogólne strategie lub polityki zrównoważonego rozwoju, to posiadanie ich deklaruje ponad 70% TFI. Można domniemywać, iż pozostałe TFI traktują strategię zgodną z art. 3 SFDR jako wystarczającą albo dopiero planują wprowadzić taką ogólną politykę.



Wykres 3. Czy Państwa organizacja posiada ogólną strategię lub politykę zrównoważonego rozwoju?



W świecie instytucji finansowych uwzględnianie aspektów ESG nabrało ostatnio bardzo praktycznego znaczenia, przede wszystkim ze względu na zmianę paradygmatu „wartości aktywa finansowego”, które historycznie było postrzegane jedynie przez pryzmat przyszłych przepływów pieniężnych i ryzyka zmiany wiarygodności kredytowej emitenta.

Obecnie przed instytucjami finansowymi stoi zadanie zmiany standardowego podejścia na rzecz wypracowania metodologii uwzględniających tzw. *externalities*, czyli zewnętrznych kosztów działalności firm dla środowiska i społeczeństwa oraz oceny ryzyka, wynikającego m.in. z niedostosowania modeli biznesowych firm do zmian klimatu, nadmiernej emisyjności czy kosztów pozwów prawnych i ich wpływu na utratę wartości aktywów. Dlatego w środowisku towarzystw funduszy inwestycyjnych czynniki zrównoważonego rozwoju stały się obecnie nowym zbiorem kryteriów, urealnających wartość rynkową instrumentów do ich wartości godziwej.

Zbudowanie dobrych metodologii łączących nowe i tradycyjne (finansowe) dane stanowi jednak spore wyzwanie, także ze względu na ograniczony dostęp do części danych niefinansowych. Jednak w perspektywie 2–3 lat ze względu na wymogi dyrektywy CSRD dostęp do danych będzie łatwiejszy, a TFI z pewnością nauczą się je lepiej interpretować i porównywać.

W końcowym rozrachunku to właśnie dzięki bardziej odpowiedzialnemu transferowi kapitału w stronę „zrównoważonych” firm instytucje finansowe będą wpływać na koszt pozyskania przez nie kapitału, a więc i pośrednio na ich wartość i wymuszają dostosowanie tych „niezrównoważonych”.

Krzysztof Kamiński
Członek Zarządu
Millennium TFI

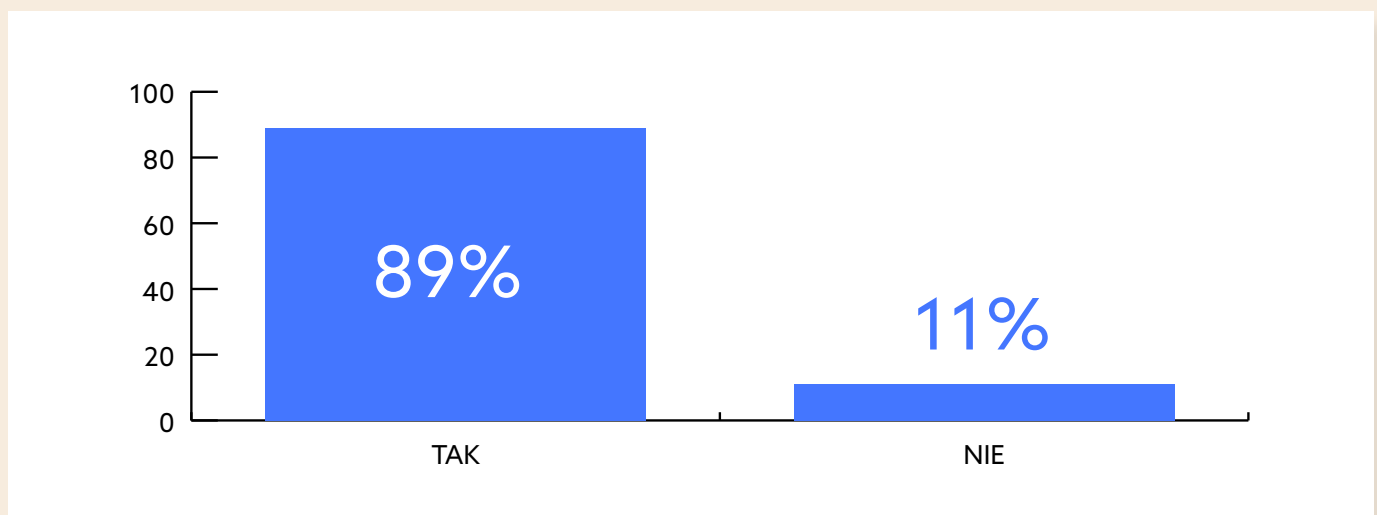


Motywacje do wdrożenia ESG w działalności inwestycyjnej

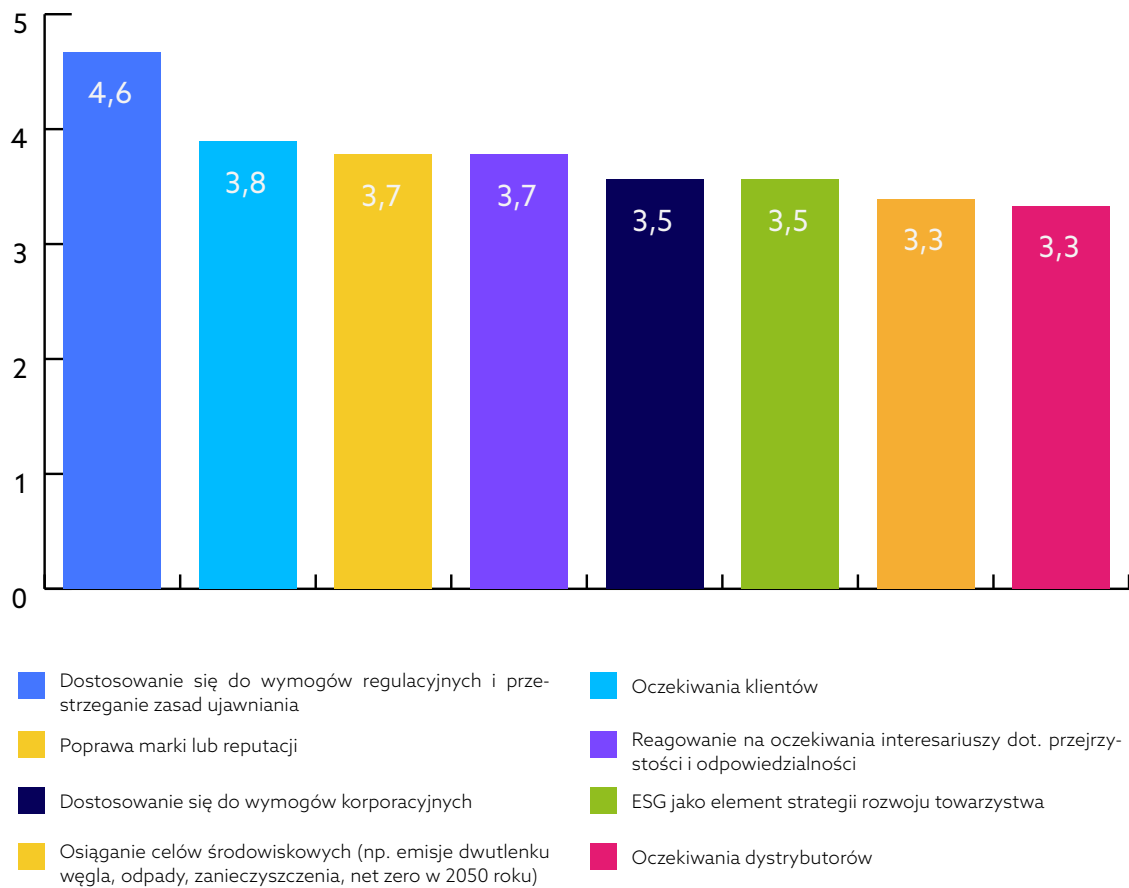
Aż w 89% przypadków badani wskazali, że implementacja ESG jest wyrazem świadomych oczekiwań władz TFI. Na to, jakie te oczekiwania są, mogą wskazywać motywacje TFI do integracji czynników.

TFI przyznają, że najważniejszą motywacją do integracji czynników ESG w działalności TFI jest przede wszystkim dostosowanie się do wymogów prawnych i regulacyjnych. Wśród innych powodów włączenia czynników ESG do procesu inwestycyjnego uczestnicy ankiety wysoko oceniali oczekiwania klientów, konieczność dostosowania do wymogów korporacyjnych i konieczność reagowania na oczekiwania interesariuszy, dotyczące przejrzystości i odpowiedzialności czy też

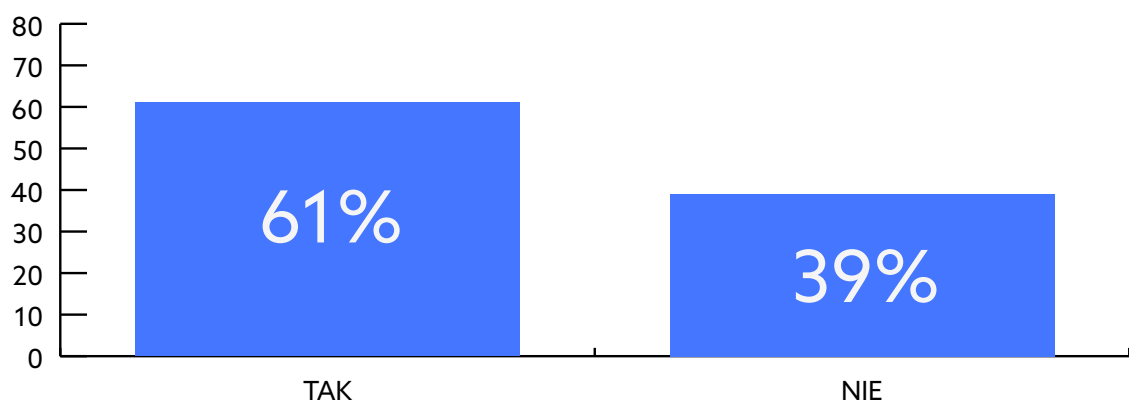
poprawę marki/reputacji. ESG jako element strategii rozwoju czy też osiągnięcie celów środowiskowych znalazły się na dalszych miejscach, co podkreśla **niższą wagę wewnętrznej motywacji do uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju**. Może potwierdzać to fakt, że tylko w 61% przypadków zarząd TFI zdefiniował kierunki rozwoju TFI w oparciu o aspekty ESG. Dużo większe znaczenie ma presja zewnętrzna, głównie ze strony regulatorów i nadzorców, ale również ze strony klientów, jak i właścicieli, aby firmy inwestycyjne przykładają więcej uwagi uwzględnianiu czynników ESG w swojej działalności. Może być to znak, że w przyszłości kwestie zrównoważonego rozwoju będą odgrywać coraz większą rolę.



Wykres 4. Czy implementacja ESG w Państwach TFI jest wyrazem świadomych oczekiwań władz TFI?



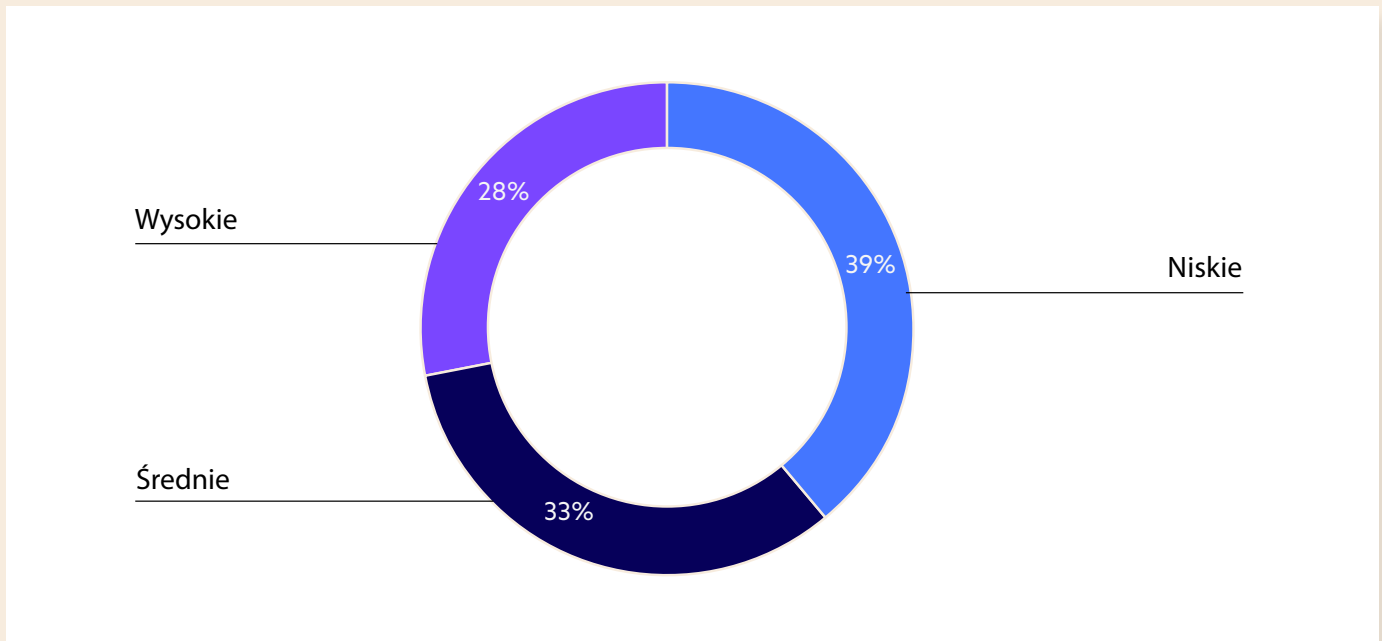
Wykres 5. Które z powyższych motywacji do realizacji strategii zrównoważonego rozwoju są dla Państwa organizacji najważniejsze? Wykres prezentuje średnią wartość z odpowiedzi w skali 1–5, gdzie 5 to bardzo ważne, a 1 mało ważne.



Wykres 6. Czy Zarząd zdefiniował kierunki rozwoju TFI w oparciu o aspekty ESG?

Co interesujące, w kontekście poprawy marki lub reputacji, tylko 28% badanych towarzystw wskazało, że ryzyko reputacyjne związane z nieuwzględnianiem czynników zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym jest wysokie. Jak łatwo wywnioskować, te podmioty, które postrzegają ryzyko jako wysokie lub średnie, są tymi samymi, które w większym stopniu zauważają też oczekiwania ze strony klientów oraz

widzą zasadność działań w kierunku czynników zrównoważonego rozwoju w celu poprawy marki lub reputacji. Niemniej, dla niemal 40% ryzyko to jest niskie, co w dużym stopniu pokrywa się z tą grupą towarzystw, które nie dostrzegają tych oczekiwań ze strony klientów. Można zatem wywnioskować, że dystrybucja tych oczekiwań, a co za tym idzie motywacji po stronie TFI na rynku nie jest równomierna.



Wykres 7. Jak oceniają Państwo poziom ryzyka reputacyjnego w przypadku nieuwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych?

Metody i sposoby uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w działalności inwestycyjnej

Inwestowanie zgodnie z ideą ESG wiąże się z uwzględnieniem czynników oraz ryzyk zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym. Warto pamiętać, że dokonywana ocena ryzyka związanego ze zrównoważoną działalnością nie zawsze służy odrzuceniu inwestycji, ale przyczynia się do prezentacji pełnego obrazu szans i zagrożeń związanych z danym instrumentem finansowym w kontekście czynników zrównoważonego rozwoju. Jakie metody stosują w tym celu polskie TFI?

Krajowe firmy inwestycyjne w zdecydowanej większości opierają się przede wszystkim na selekcji ne-

gatywnej i wykluczeniach. Takiej odpowiedzi udzieliło 15 firm inwestycyjnych, co stanowi ponad 83% ankietowanych. Wśród najczęściej stosowanych wykluczeń należy wymienić przede wszystkim nieinwestowanie w spółki z branży zbrojeniowej, tytoniowej oraz wydobycia węgla. Rzadziej ankietujący wskazywali na selekcję pozytywną (10 z 18 TFI). Tutaj dominuje głównie dobór spółek do portfela, które wyróżniają się pod względem wybranych kryteriów ESG na tle danego sektora.

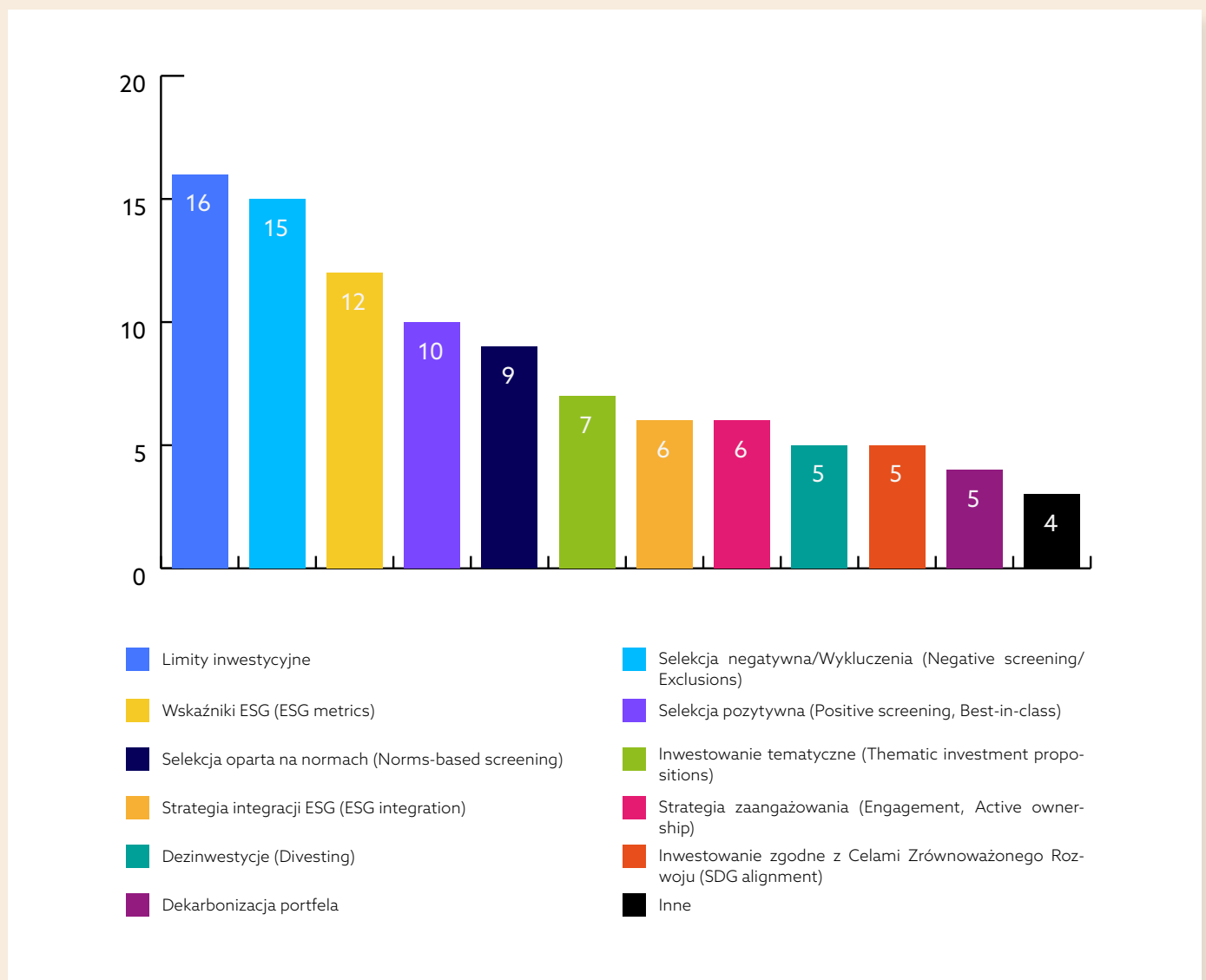
Inną powszechnie stosowaną metodą przez krajowych

zarządzających, mającą na celu dostosowanie składu portfeli do nowych wymagań związanych z inwestowaniem zrównoważonym, są **limity inwestycyjne**. Na tę metodę wskazało jeszcze więcej, gdyż niemal 89% ankietowanych. Na podstawie wewnętrznych procedur krajowe TFI coraz chętniej ustalają statutowe limity dotyczących inwestycji promujących aspekty ESG. Wysokie miejsce tych dwóch metod nie dziwi, gdyż są one stosunkowo proste do wdrożenia i naturalnym jest rozpoczęcie procesu właśnie od nich.

Pomocne może być **uwzględnianie przez zespoły analityczno-zarządzające wskaźników ESG (ang. ESG metrics)**. Ta metoda jest stosowana przez ponad 66% ankietowanych. Sprowadza się to do tego, że TFI śledzi dynamiki zmian różnych wskaźników ESG. Wśród wy-

mienionych przez ankietowanych warto zwrócić uwagę na takie wskaźniki, jak udział kobiet w zarządach, ilość emisji CO₂ w stosunku do przychodów, udział zrównoważonych inwestycji czy finansowania. Wspieraniem są też ratingi ESG, które wspierają pracę zarządzających przy doborze odpowiednich instrumentów finansowych do portfela.

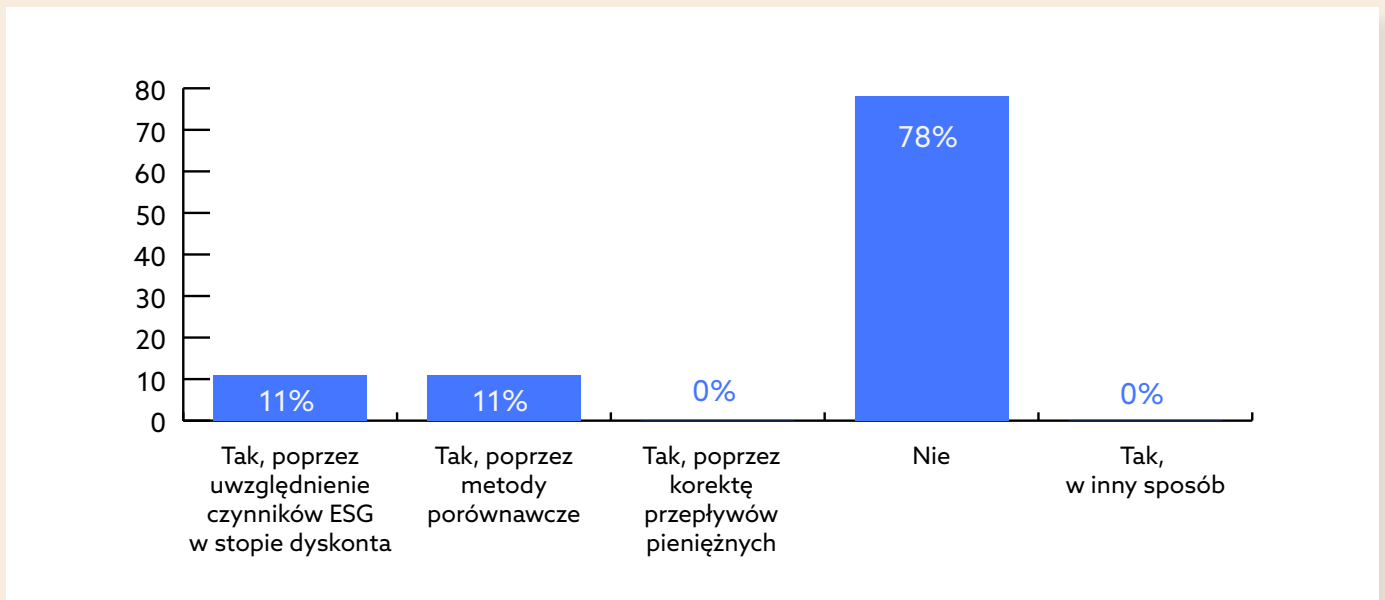
Najmniej rozpowszechnione wśród krajowych TFI są metody związane z analizą spółek pod kątem dążenia do ograniczenia wzrostu temperatury (ang. *temperature alignment*), dekarbonizacją portfela oraz inwestowaniem zgodne z celami zrównoważonego rozwoju (ang. *SDG alignment*). Na te rozwiązania wskazało odpowiednio ok. 6%, 22% oraz 28% ankietowanych.



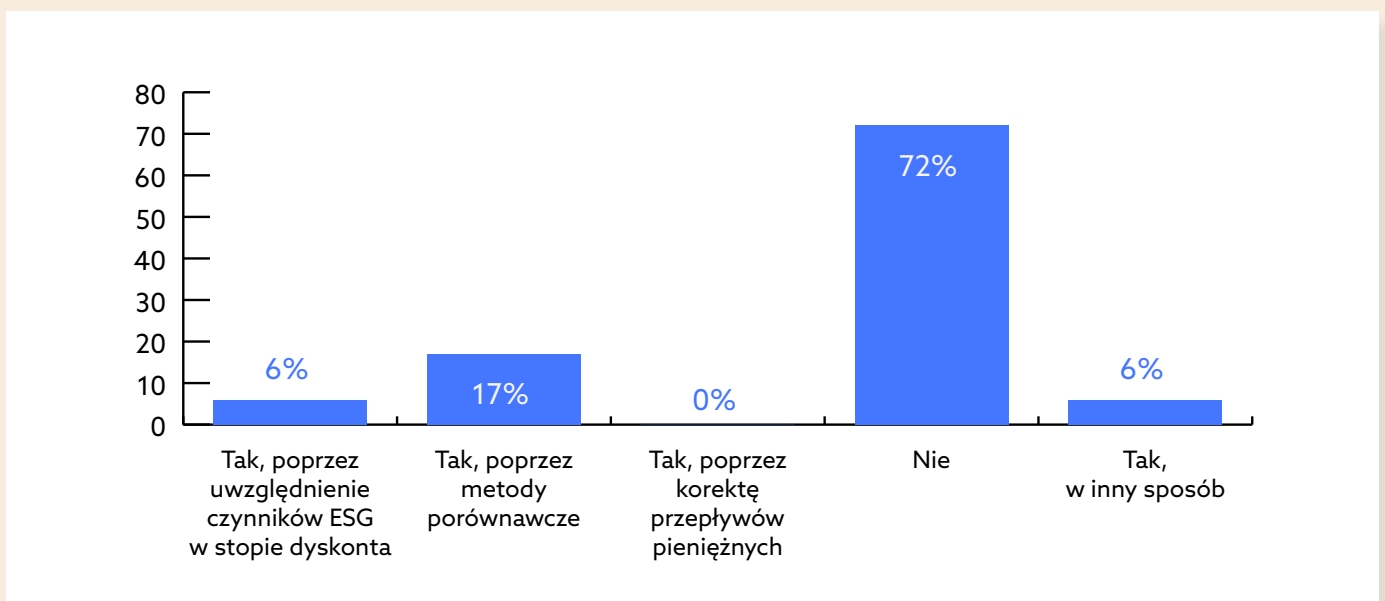
Wykres 8. Proszę o wskazanie, które z poniższych metod wykorzystywane są w Państwa firmie celem uwzględnienia czynników oraz ryzyk dla zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym.

Pomimo chęci krajowych zarządzających do uwzględnienia czynników ESG w procesie inwestycyjnym, większość wskazała w ankiecie, że nie uwzględnia tych czynników w wycenie zarówno udziałowych (14 na 18), jak i dłużnych papierów wartościowych (13 na 18). Jeśli już zarządzający zdecydują się na uwzględnianie czynników zrównoważonego rozwoju w wycenie

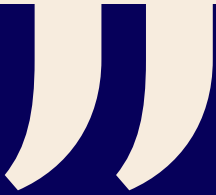
instrumentów udziałowych, to po dwóch zarządzających wskazało na uwzględnienie czynników ESG w stopie dyskonta lub poprzez stosowanie metody porównawczej. Z kolei w przypadku instrumentów dłużnych trzech zarządzających wskazało na metody porównawcze, a dodatkowo jedna odpowiedź dotyczyła innych sposobów.



Wykres 9. Czy uwzględniają Państwo czynniki oraz ryzyka dla zrównoważonego rozwoju w wycenie udziałowych papierów wartościowych?



Wykres 10. Czy uwzględniają Państwo czynniki oraz ryzyka dla zrównoważonego rozwoju w wycenie dłużnych papierów wartościowych?



Polski rynek zielonych emisji obligacji dopiero zaczyna się tworzyć. Do końca 2023 roku przedsiębiorstwa uplasowały zaledwie kilkanaście tego typu papierów, więc zbudowanie portfela inwestycyjnego, skoncentrowanego na aktywach uwzględniających cele ESG jest niezwykle trudne. Warto przy tym pamiętać, że nasz kraj jako pierwszy w świecie wyemitował obligacje na sfinansowanie projektów związanych z ochroną środowiska (tzw. *green bonds*). Jako inwestor instytucjonalny chętnie byśmy inwestowali w obligacje oraz podmioty, dla których czynniki ESG odgrywają istotną rolę w działalności biznesowej. Większy dostęp do danych oraz ratingów ESG z pewnością byłoby pomocne dla całego rynku.

Izabela Sajdak

Zarządzająca Funduszami Dłużnymi
BNP Paribas TFI

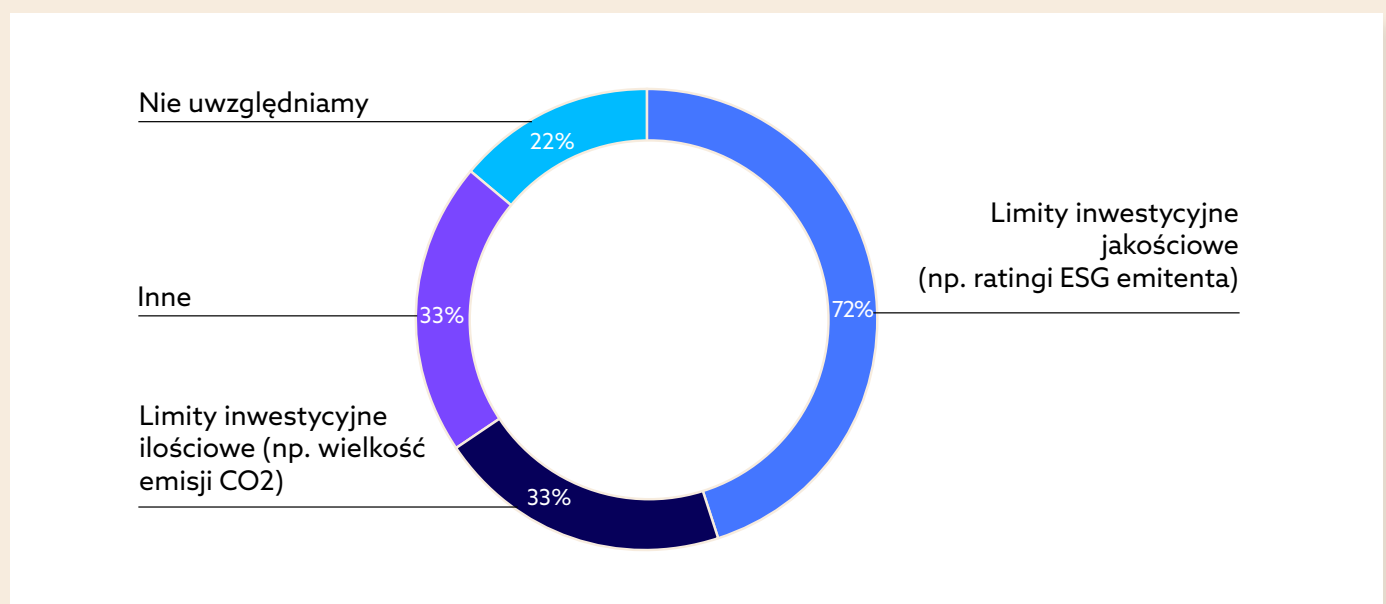


Zarządzanie ryzykiem związanym ze zrównoważoną działalnością

W ramach prowadzonej polityki inwestycyjnej istotną rolę pełni proces zarządzania ryzykiem związanym ze zrównoważoną działalnością. Zarządzanie ryzykiem w tym aspekcie pozostaje integralną częścią procesu inwestycyjnego, jednakże w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej dla danego produktu może być włączone do procesu inwestycyjnego w różnym zakresie. **Jedynie 22% TFI wskazało, że w ogóle nie uwzględnia aspektów zrównoważonego rozwoju w swoim procesie zarządzania ryzykiem.** Niemniej nawet to 22% jest zaskakujące, zważywszy na obowiązujący od sierpnia 2022 roku wymóg regulacyjny zintegrowania czynników ryzyka dla zrównoważonego rozwoju w procesie zarządzania ryzykiem.

Metody zarządzania ryzykiem ESG w krajowych TFI

opierają się na podobnych kryteriach, jak w przypadku doboru instrumentów finansowych do portfela. Zgodnie z wynikami ankiety **dwie trzecie TFI preferuje jakościowe limity inwestycyjne od limitów ilościowych.** Limity jakościowe opierają się przede wszystkim na ratingach ESG (na poziomie emitenta lub portfela), limity ilościowe na emisjach CO2 lub ilościowym scoringu ESG portfela. Część podmiotów potwierdziła, iż wykorzystuje również inne od powyższych metody zarządzania ryzykiem ESG, w tym m. in. wykluczenie ze spektrum inwestycyjnego podmiotów prowadzących działalność w określonych obszarach, takich jak na przykład produkcja broni bądź wyrobów tytoniowych. Są to metody odpowiadające tym stosowanym w polityce inwestycyjnej.



Wykres 11. Jak uwzględniają Państwo aspekty zrównoważonego rozwoju w zarządzaniu ryzykiem?

Polskie podmioty jednogłośnie wskazały jednak, iż najważniejszym narzędziem zarządzania ryzykiem w TFI pozostają ratingi ESG. Rating zrównoważonego rozwoju umożliwia ocenę jakości praktyk ESG emitenta lub jakości uwzględniania zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym produktu finansowego poprzez analizę konkretnych wskaźników. Ratingi akcji i obligacji opierają się na ocenie integracji kryteriów zrównoważonego rozwoju ze strategią, produktami i usługami danej spółki. Jeśli chodzi o źródła ratingów,

to mogą one być zarówno zewnętrzne, a więc pochodzące od organizacji specjalizujących się w ocenach ESG, jak i wewnętrzne, w postaci ocen podmiotów z grupy kapitałowej, do której należy TFI, lub ocen własnych przygotowywanych przez zarządzających portfelem.

Ankietowani wskazywali także, że stosują minimalny rating ESG, ważony aktywami dla portfela lub funduszu oraz ustanawiają limity dotyczące zaangażowania

w instrumenty o stosunkowo niskich wskaźnikach ESG. Często zespoły zarządzania ryzykiem porównują także ocenę ESG portfela lub funduszu względem odpowiednio przyjętego benchmarku.

W tym miejscu warto zaznaczyć, że należy zachować daleko idącą ostrożność w opieraniu się tylko na ratingach ESG.

Przede wszystkim dotyczy to rozbieżności ratingów pomiędzy poszczególnymi agencjami. Jak wynika z badania Berg et al. (2022)¹ średnia korelacja pomiędzy ratingami 6 agencji wynosi 0,54 (patrz tabela poniżej), przy czym dla czynnika Governance wynosi ona tylko 0,3.

	KL SA	KL MO	KSP SP	KL RE	KL MS	KL MO	KL SP	KL RE	KL MS	KL SP	KL RE	KL MS	KL RE	KL MS	KL MS	Average
ESG	0,53	0,49	0,44	0,42	0,53	0,71	0,67	0,67	0,46	0,7	0,69	0,42	0,62	0,38	0,38	0,54
E	0,59	0,55	0,54	0,54	0,37	0,68	0,66	0,64	0,37	0,73	0,66	0,35	0,7	0,29	0,23	0,53
S	0,31	0,33	0,21	0,22	0,41	0,58	0,55	0,55	0,27	0,68	0,66	0,28	0,65	0,26	0,27	0,42
G	0,02	0,01	-0,01	-0,05	0,16	0,54	0,51	0,49	0,16	0,76	0,76	0,14	0,79	0,11	0,07	0,3

Tabela 1. Korelacja pomiędzy ratingami ESG agencji KLD (KL), Sustainalytics (SA), Moody's (MO), S&P Global (SP), Refinitiv (RE) oraz MSCI (MS) oraz poszczególnymi składowymi E, S oraz G.

Źródło: Florian Berg, Julian F Kölbl, Roberto Rigobon, [Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings](#), t. 26, wyd. 6, Berg et al., listopad 2022.

Co więcej, Komisja Europejska przeprowadziła konsultacje publiczne² (zakończona we wrześniu 2023 roku) projektu rozporządzenia w sprawie przejrzystości i rzetelności działalności ratingowej z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego (ESG). Wśród głównych problemów stanowiących motywację do wprowadzenia takiej regulacji wymieniono brak przejrzystości ratingów ESG (w zakresie ich cha-

rakterystyki, metodyk sporządzania i źródeł danych) oraz brak jasności co do działalności dostawców ratingów. Podejście to popierane jest przez przedstawicieli branży, takich jak EFAMA³, którzy nawołują m.in. do zwiększenia transparentności firm nadających ratingi oraz wystandaryzowania danych ESG w celu osiągnięcia lepszych efektów dla inwestorów i zarządzających.



Z naszych analiz wynika, że różne metodologie scoringów/ratingów ESG mają różne cele, które niekoniecznie są zgodne z klasyfikacją SFDR czy też z preferencjami ESG inwestorów.

W związku z tym przy doradzaniu inwestorom detalicznym nie powinno się polegać tylko i wyłącznie na tych miarach ESG.

Vera Jotanovic

Senior Economist
EFAMA

¹Florian Berg, Julian F Kölbl, Roberto Rigobon, [Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings](#), t. 26, wyd. 6, listopad 2022 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

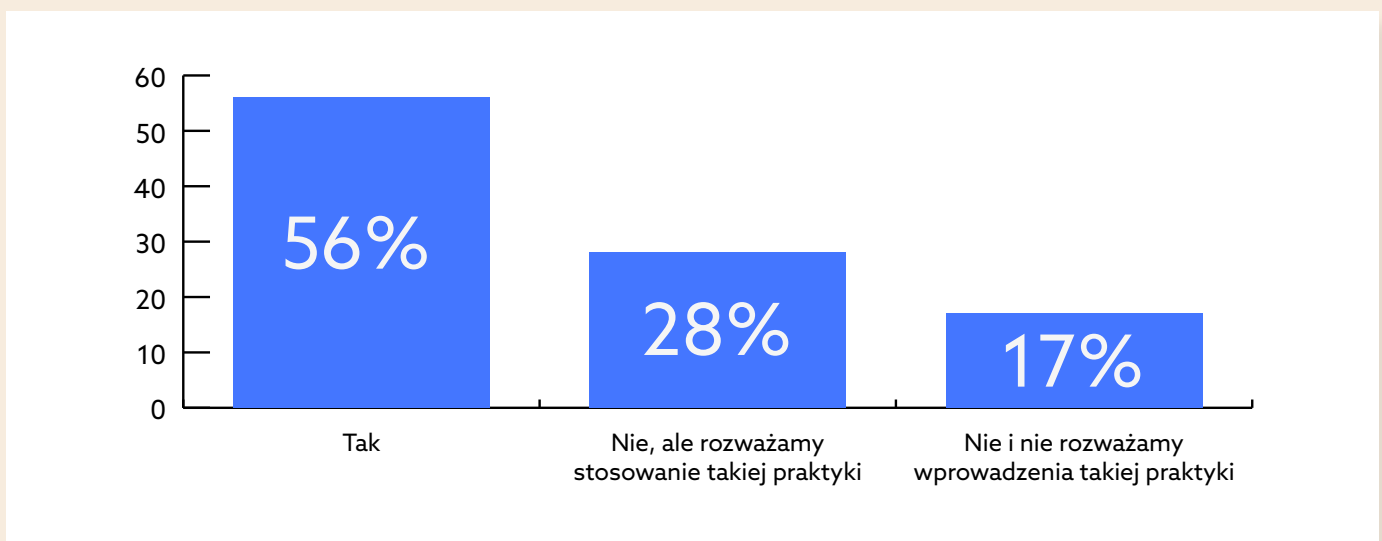
²ESMA, [Sustainable finance – environmental, social and governance ratings and sustainability risks in credit ratings](#), wrzesień 2023 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

³EFAMA [Feedback to the EC ESG Ratings Proposal for Regulation](#), wrzesień 2023 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

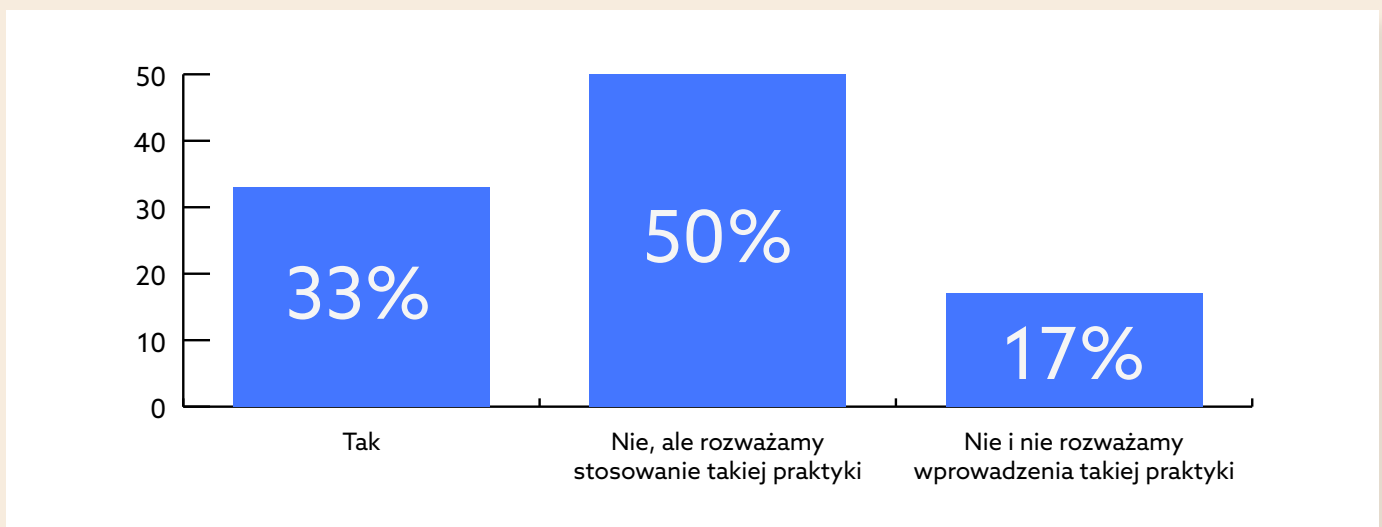
ESG a rezygnacja z inwestycji

Należy zaznaczyć, że wzrost znaczenia czynników ESG w procesie inwestycyjnym jest coraz większy. **Ponad 50% ankietowanych potwierdziło, iż, będąc inwestorem instytucjonalnym, odrzucili możliwość inwestycyjną lub wycofali się z dotychczasowej inwestycji w udziałowe lub dłużne instrumenty finansowe ze względu na niedostatki w podejściu emitenta do zarządzania kwestiami ESG.** Jedynie trzy krajowe TFI stwierdziły, że nie stosują takich praktyk i nie rozważają ich wprowadzenia do swojego procesu inwestycyjnego.

W przypadku inwestycji krajowych zarządzających w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innego funduszu (polskiego lub zagranicznego), do tej pory tylko 28% TFI odrzuciło lub wycofało się z dotychczasowej inwestycji z powodu braków w zagadnieniach ESG w polityce inwestycyjnej funduszu. Połowa ankietowanych wskazała jednak, że planuje zastosować taką praktykę w przyszłości. Podobnie jak w przypadku inwestycji w akcje i instrumenty dłużne, jedynie dla trzech firm inwestycyjnych nie jest to obecnie temat warty zmiany podejścia.



Wykres 12. Czy jako inwestor instytucjonalny odrzucili Państwo możliwość inwestycji (lub wycofali się z dotychczasowej inwestycji) w akcje lub instrument dłużny ze względu na niedostatki w podejściu emitenta do zarządzania kwestiami ESG?



Wykres 13. Czy jako inwestor instytucjonalny odrzucili Państwo możliwość inwestycji (lub wycofali się z dotychczasowej inwestycji) w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innego funduszu (polskiego lub zagranicznego) ze względu na niedostatki w zagadnieniach ESG w ich polityce inwestycyjnej?

Nasuwa się jednak pytanie: jak interpretować wyniki, w których 67% ankietowanych TFI, inwestując w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innego funduszu oraz 45%, inwestując w akcje lub instrumenty dłużne, nie wykluczyła żadnej możliwości inwestycyjnej lub nie wycofała się z żadnej inwestycji, choć 100% deklaruje uwzględnienie czynników zrównoważonego rozwoju w polityce inwestycyjnej?

Czy to znaczy, że ich portfele były już w pełni dostosowane do kryteriów ESG? Należy pamiętać, że brak rezygnacji z inwestycji lub dezinwestycja niekoniecznie równoważne są temu, że portfele inwestycyjne tych instytucji w zadowalającym stopniu spełniały kryteria ESG. Częstą alternatywą dla dezinwestycji jest strategia aktywnego zaangażowania (na jej stosowanie wskazało

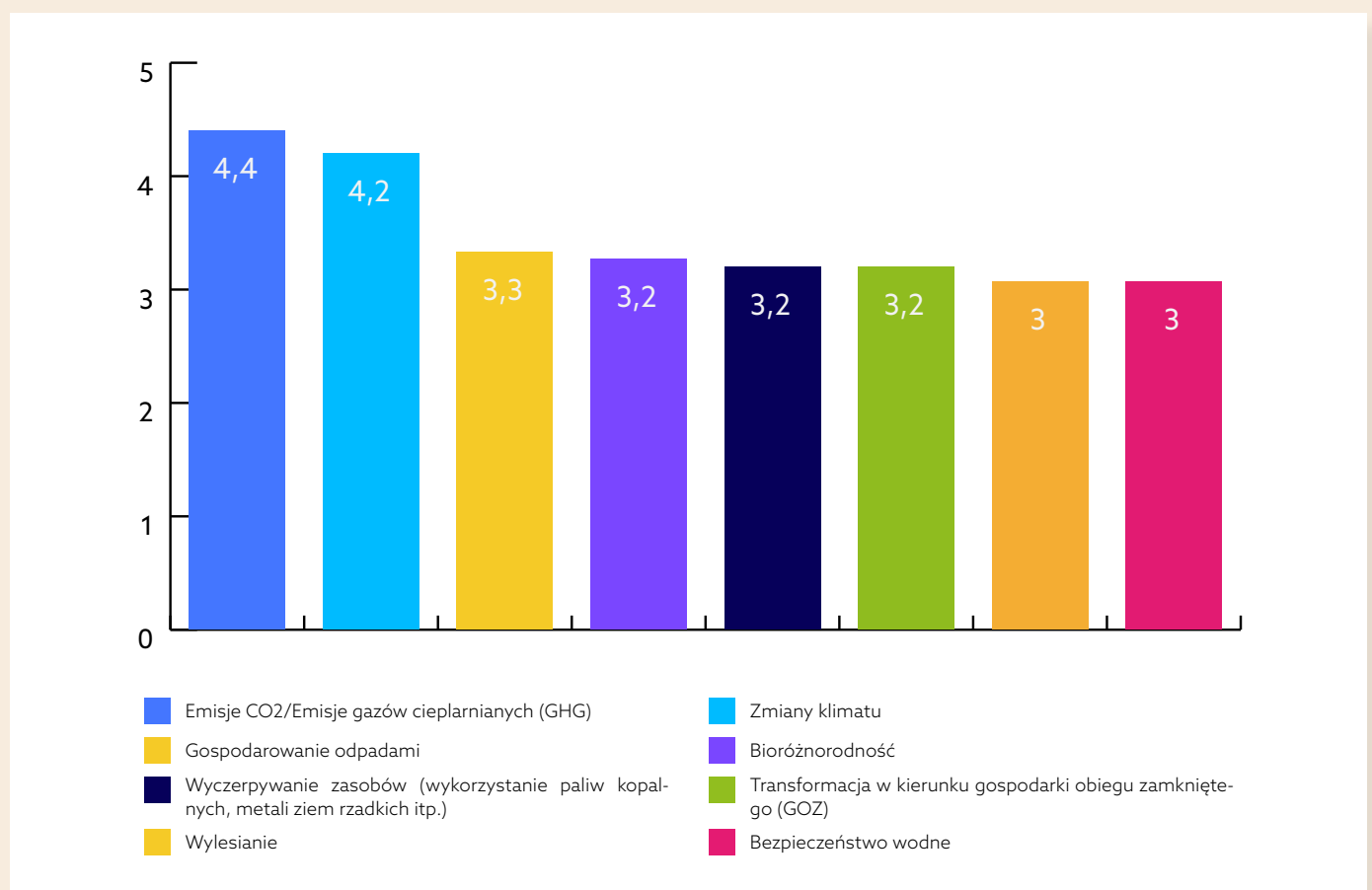
ó TFI), mająca na celu aktywne zachęcanie emitentów do dostosowania swoich praktyk w stronę bardziej zrównoważoną. Natomiast o ile takie wyjaśnienie może być stosowane dla inwestycji bezpośrednich, to już nie jest ono aplikowalne dla inwestycji w inne fundusze. Na arenie międzynarodowej wskazywany jest czasem problem (aczkolwiek nie przez respondentów naszej ankiety) zbyt małego uniwersum inwestycyjnego emitentów, prowadzących działalność w sposób wystarczająco zrównoważony, co przy chęci zachowania dywersyfikacji portfela może ograniczać możliwość wykluczenia inwestycji. Niemniej zwraca uwagę fakt tak dużej proporcji podmiotów niewykluczających inwestycji pod kątem kryteriów ESG.

Podejście do poszczególnych czynników, składających się na ESG

E, czyli środowisko

Spośród czynników środowiskowych krajowe fundusze inwestycyjne jako najważniejsze wskazały pomiar intensywności emisji gazów cieplarnianych przez spółki oraz wpływ działalności podmiotu na zmiany klimatu. Oba z nich otrzymały średnią ocenę w wysokości niemal 4,5 w pięciostopniowej skali istotności. Pozostałym czynnikom, o które pytaliśmy (odpowiedzialne gospodarowanie odpadami, bioróżnorodność, eksploatacja zasobów, transformacja w kierunku gospodarki obiegu zamkniętego, wylesianie, dbałość o bezpieczeństwo wodne) polskie towarzystwa przyznały zbliżone oceny istotności pomiędzy 3,0 a 3,5. Niektórzy respondenci wskazali, że w analizie czynników środowiskowych zwracają uwagę również na procentowy udział przychodów, pochodzący ze zrównoważonych inwestycji oraz wdrażanie przez spółkę rozwiązań, mających na celu ograniczenie energochłonności działalności.

W zakresie miar wykorzystywanych do analizy wymienionych czynników niektóre TFI opierają się w swojej praktyce inwestycyjnej na wskaźnikach niekorzystnych skutków decyzji inwestycyjnych dla czynników zrównoważonego rozwoju tzw. *principal adverse impacts* (w skrócie PAI; więcej o tych czynnikach piszemy w dedykowanej im sekcji raportu poniżej). Część respondentów wskazała dodatkowo, iż w ocenie czynników środowiskowych wykorzystuje analizę śladu węglowego, proporcje zużycia i wytwarzania energii ze źródeł nieodnawialnych oraz poziom produkcji odpadów (w tym odpadów niebezpiecznych) w ramach prowadzonej działalności. Inną miarą wskazaną przez respondentów były ratingi ESG.



Wykres 14. Które czynniki środowiskowe (ang. *environmental*) są dla Państwa najistotniejsze w procesie analizy czynników i ryzyk ESG? Wykres prezentuje średnią wartość z odpowiedzi w skali 1–5, gdzie 5 to bardzo ważne, a 1 mało ważne.

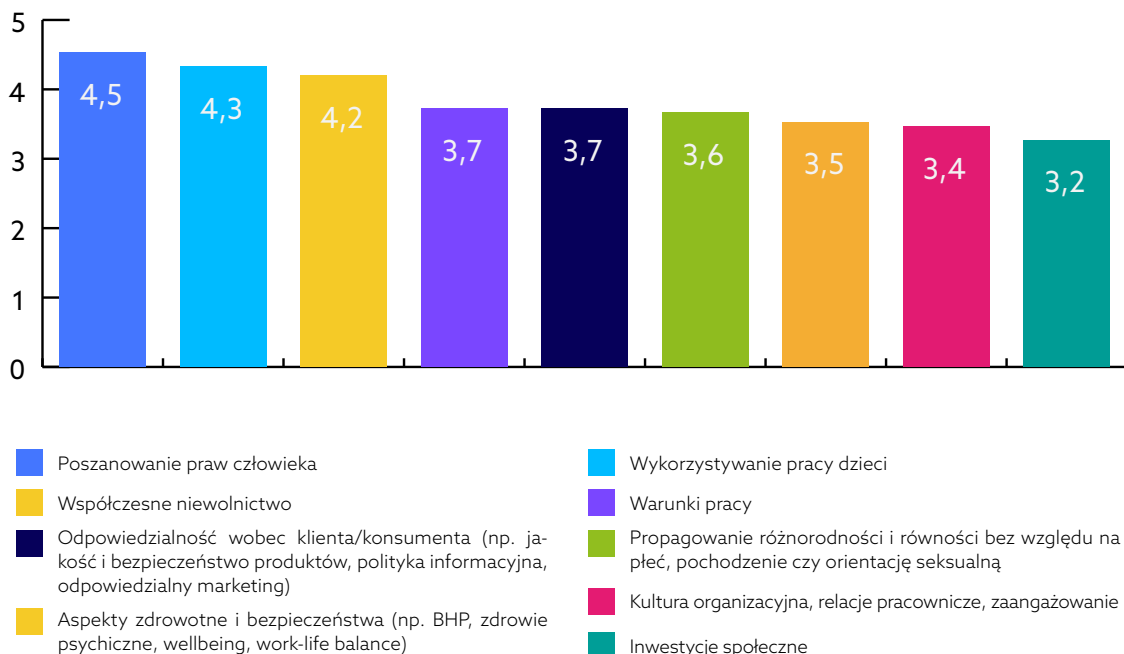
S, czyli społeczeństwo

Poszanowanie praw człowieka, z oceną istotności powyżej 4,5, zostało uznane przez polskie TFI jako **najważniejszy spośród wszystkich czynników społecznych** (a także ogólnie – spośród wszystkich czynników ESG). **Na drugim miejscu znalazły się wykorzystywanie pracy dzieci oraz współczesne niewolnictwo** (z ocenami nieco powyżej 4,0). Co nieco zaskakuje, **najniższą ocenę istotności wśród czynników społecznych otrzymało finansowanie przez spółki przedsięwzięć społecznych**. Zarządzający funduszami wskazywali także, że oprócz powyższych, istotne jest dla nich, czy spółka prowadzi dialog społeczny.

Wśród miar czynników społecznych wykorzystywanych przez krajowe fundusze inwestycyjne należy wymienić przede wszystkim (w przypadku spółek działających na wielu rynkach) udział inwestycji dokonanych w spółki, które naruszyły lub naruszają zasady inicjatywy UN Global Compact lub wytyczne OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych oraz udział inwesty-

cji dokonanych w spółki, które nie posiadają strategii nadzorowania przestrzegania powyższych zasad i wytycznych. Oprócz tego TFI wskazywały na średni stosunek liczby kobiet do liczby mężczyzn zasiadających w zarządach spółek oraz średni poziom luki płacowej pomiędzy kobietami i mężczyznami.

Warto zauważyć, że dla najważniejszych ww. przez respondentów czynników (prawa człowieka, wykorzystywanie pracy dzieci) zostały wspomniane tylko bardzo ogólne miary, takie jak naruszanie zasad UNGC. W świetle tego, iż według badania Lambillona i Chesneya (2023)⁴ spośród portfeli 290 europejskich funduszy zaklasyfikowanych jako SFDR art. 9 znaleziono 312 firm (z łącznie 4463, tj. niemal 7%) naruszających zasady UNGC lub OECD, otwartym pozostaje pytanie, czy za stosowaniem tej miary idzie również wykluczanie takich spółek z portfeli lub nieinwestowanie w fundusze posiadające takie spółki w swoich portfelach.



Wykres 15. Które czynniki społeczne (ang. *social*) są dla Państwa najistotniejsze w procesie analizy czynników i ryzyk ESG? Wykres prezentuje średnią wartość z odpowiedzi w skali 1–5, gdzie 5 to bardzo ważne, a 1 mało ważne.

⁴Adrien-Paul Lambillon, Marc Chesney, [How Green is 'Dark Green'? An Analysis of SFDR Article 9 Funds](#), luty 2023, SSRN (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

G, czyli ład korporacyjny

Spośród czynników dotyczących ładu korporacyjnego dla polskich TFI najistotniejszymi okazały się być **etyka i przeciwdziałanie korupcji, respektowanie praw udziałowców oraz przejrzystość podatkowa** (wszystkie z ocenami istotności w przedziale od 4,1 do 4,2). **Za najmniej istotny zaś (i tu ponownie dosyć zaskakujący wynik) respondenci wskazali politykę w zakresie wynagrodzeń zarządu.**

Warto zauważyć, że odpowiedzi udzielone przez respondentów w zakresie miar wykorzystywanych do analizy czynników ładu korporacyjnego nie wskazują na miary inne niż w przypadku aspektów środowiskowych i dotyczących społeczeństwa, choć wydawać by się mogło, że analiza ładu korporacyjnego powinna być pod tym kątem najbardziej dojrzała ze względu na ugruntowaną pozycję w analizie inwestycyjnej.



Wykres 16. Które czynniki ładu korporacyjnego (ang. *governance*) są dla Państwa najistotniejsze w procesie analizy czynników i ryzyk ESG? Wykres prezentuje średnią wartość z odpowiedzi w skali 1–5, gdzie 5 to bardzo ważne, a 1 mało ważne.

Produkty ESG. Oferta, popyt ze strony klientów, wyniki inwestycyjne i opłaty

Oferta produktowa funduszy zrównoważonych w Polsce

Rynek ESG polskich funduszy inwestycyjnych znajduje się obecnie w fazie początkowego rozwoju. Wraz z implementacją rozporządzenia SFDR w marcu 2021 roku rozpoczął się proces tworzenia lub przekształcania istniejących funduszy w fundusze spełniające wymogi art. 8 lub 9 tego dokumentu, czyli zdefiniowane jako „jasno” lub „ciemnozielone” fundusze inwestycyjne. Warto też mieć na uwadze, że fundusze zgodne z art. 8 lub 9 SFDR nie muszą być zorientowane na cele środowiskowe (jak mylnie może wskazywać potoczna nazwa), ale także na cele społeczne lub inne wybrane aspekty E, S lub G. Aktualnie sama Komisja Europejska poprzez organ nadzorczy ESMA otworzyła we wrześniu 2023 roku proces otwartych konsultacji publicznych⁵ na temat pożądanych zmian w rozporządzeniu SFDR, głównie zorientowanych na doprecyzowanie wymogów i bardziej szczegółową klasyfikację funduszy o zrównoważonym charakterze.

Od 2021 roku powstało na polskim rynku 56 funduszy inwestycyjnych⁶, które w swojej polityce i ujawnieniach deklarują promowanie aspektów zrównoważonego rozwoju (art. 8) lub realizację konkretnych celów z nimi związanych (art. 9). W świetle faktu, że łączna liczba funduszy inwestycyjnych w Polsce przekracza 2 tysiące, oferta zielonych funduszy wydaje się być bardzo uboga (stanowi poniżej 3% wszystkich funduszy), szczególnie na tle obrazu innych rynków Unii Europejskiej, gdzie obowiązuje SFDR. Według dostępnych danych aktywa tych funduszy w Polsce na koniec października 2023 roku wynosiły ok. 2 mld PLN, co stanowi niewielką część (0,8%) całego rynku funduszy inwestycyjnych, liczącego ponad 300 mld PLN.

Wśród dostępnych w ofercie polskich TFI funduszy realizujących zrównoważoną politykę inwestycyjną dominują fundusze inwestujące w akcje, których

jest aktualnie 36, natomiast funduszy inwestujących w strategię dłużną jest obecnie 15. Pozostałe fundusze to strategię mieszane. Warto też mieć świadomość, że znacząca (28%) liczba dostępnych w ofercie polskich TFI funduszy ESG to fundusze o charakterystyce *master feeder*, inwestujące do 100% aktywów w jednostki uczestnictwa wybranego funduszu zagranicznego, który sam spełnia kryteria art. 8 lub 9 SFDR. Potwierdzają to dane z naszej ankiety, gdzie w 50% przypadków mamy do czynienia z funduszem funduszy lub funduszem *master feeder*.

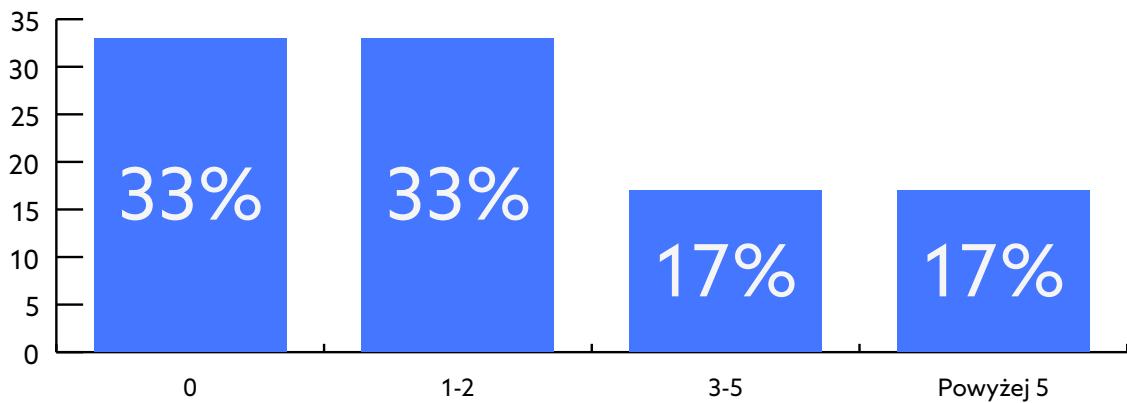
Na polskim rynku dostępna jest także szeroka oferta zagranicznych funduszy inwestycyjnych zgodnych z SFDR, głównie zarejestrowanych w Luksemburgu lub Irlandii funduszy UCITS, będących w ofercie globalnych zarządzających aktywami. Rynek unijny w tym kontekście przeżył prawdziwą rewolucję, gdyż od czasu wejścia w życie rozporządzenia SFDR w 2021 roku liczba funduszy klasyfikowanych według art. 8 i 9 sięgnęła blisko 45% łącznej liczby funduszy inwestycyjnych, a aktywa w nich ulokowane przekroczyły wartość 5 bilionów EUR, co stanowiło ponad 56% łącznych aktywów funduszy⁷.

Aktualnie dwie trzecie badanych towarzystw posiada w ofercie od jednego do kilku funduszy w rozumieniu art. 8 lub art. 9 SFDR, zaś 33% polskich TFI nie oferuje żadnego „zielonego” produktu zgodnego z SFDR. Wartość aktywów ulokowanych przez te fundusze w większości waha się w przedziale między 1 a 10% łącznych aktywów danego TFI, zaś udział powyżej 10% potwierdziły jedynie 3 podmioty. Można stąd wywnioskować wniosek, że dla większości TFI w Polsce fundusze ESG stanowią działalność niszową, którą zainteresowanych jest niewielka część ich klientów.

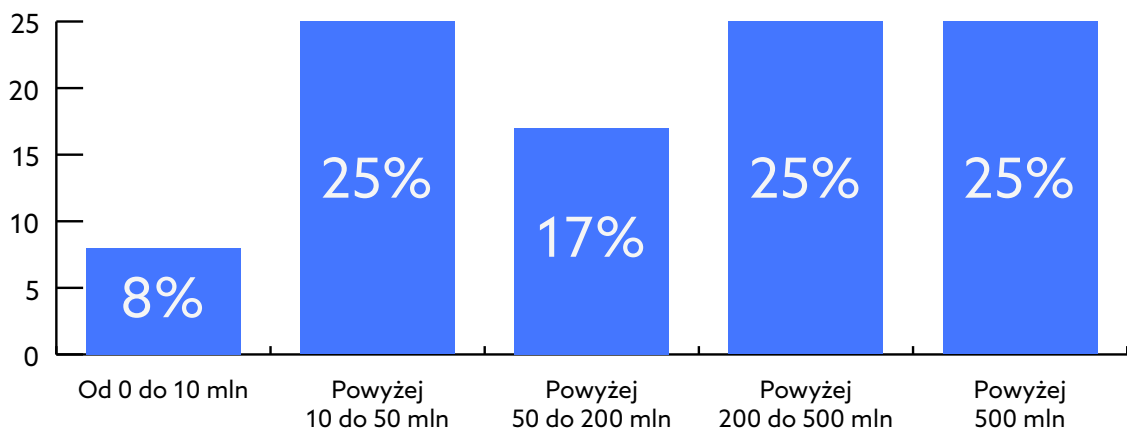
⁵Rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych – ocena, Komisja Europejska, wrzesień–grudzień 2023 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

⁶Analizy.pl, obliczenia własne, stan na dzień 20 listopada 2023 roku.

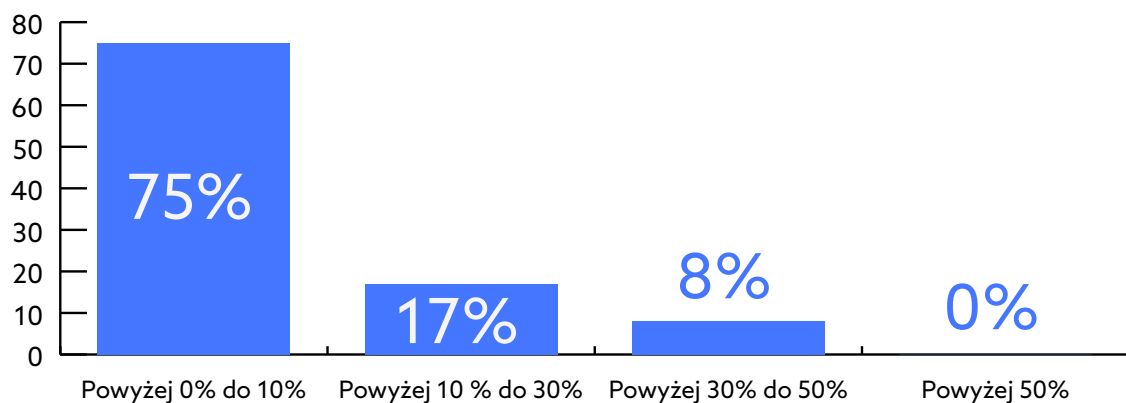
⁷Morningstar, SFDR article 8 and 9 funds Q3 2023 in Review (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)



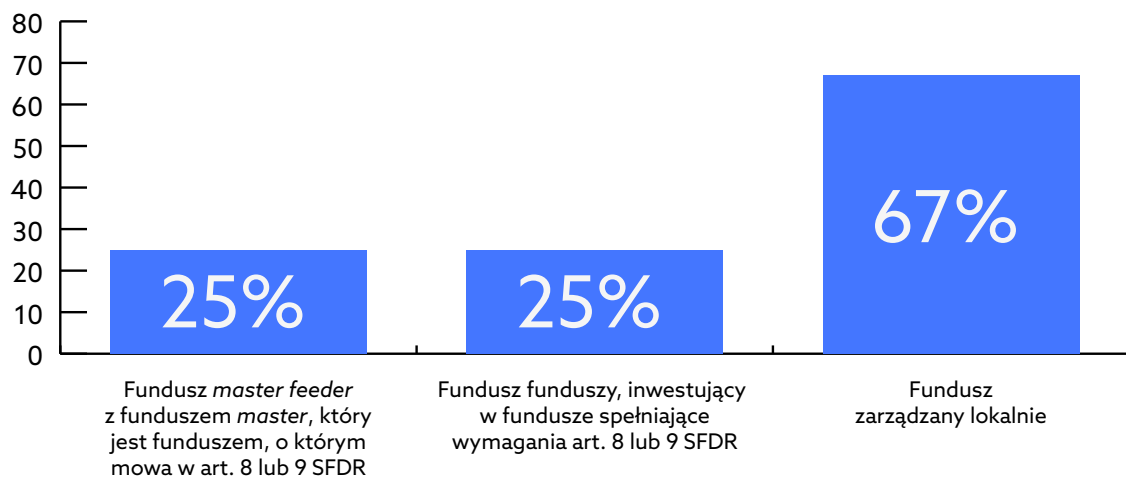
Wykres 17. Ile sumarycznie oferują Państwo produktów, promujących m.in. aspekt środowiskowy lub społeczny, lub oba te aspekty, o których mowa w art. 8 SFDR, albo funduszy mających na celu zrównoważone inwestycje, o których mowa w art. 9 SFDR na dzień 30 czerwca 2022 roku?



Wykres 18. Jaką sumaryczną wartość aktywów posiadają Państwo w funduszach promujących, między innymi, aspekt środowiskowy lub społeczny, lub oba te aspekty, o których mowa w art. 8 SFDR lub funduszach mających na celu zrównoważone inwestycje, o których mowa w art. 9 SFDR według wartości aktywów netto na dzień 30 czerwca 2023 roku? (spośród TFI, które posiadają produkty sklasyfikowane jako art. 8 lub 9 SFDR)



Wykres 19. Jaki procent wartości zarządzanych przez Państwa firmę aktywów (na dzień 30 czerwca 2023 roku) stanowią aktywa produktów promujących, m.in. aspekt środowiskowy lub społeczny, lub oba te aspekty, o których mowa w art.8 SFDR lub mających na celu zrównoważone inwestycje, o których mowa w art. 9 SFDR? (spośród TFI, które posiadają produkty sklasyfikowane jako art. 8 lub 9 SFDR)



Wykres 20. W jakiej formule zarządzają Państwo funduszami promującymi, m. in. aspekt środowiskowy lub społeczny, lub oba te aspekty, o których mowa w art.8 SFDR lub funduszami mającymi na celu zrównoważone inwestycje, o których mowa w art. 9 SFDR? (spośród TFI, które posiadają produkty sklasyfikowane jako art. 8 lub 9 SFDR; można było wskazać więcej niż jedną odpowiedź)

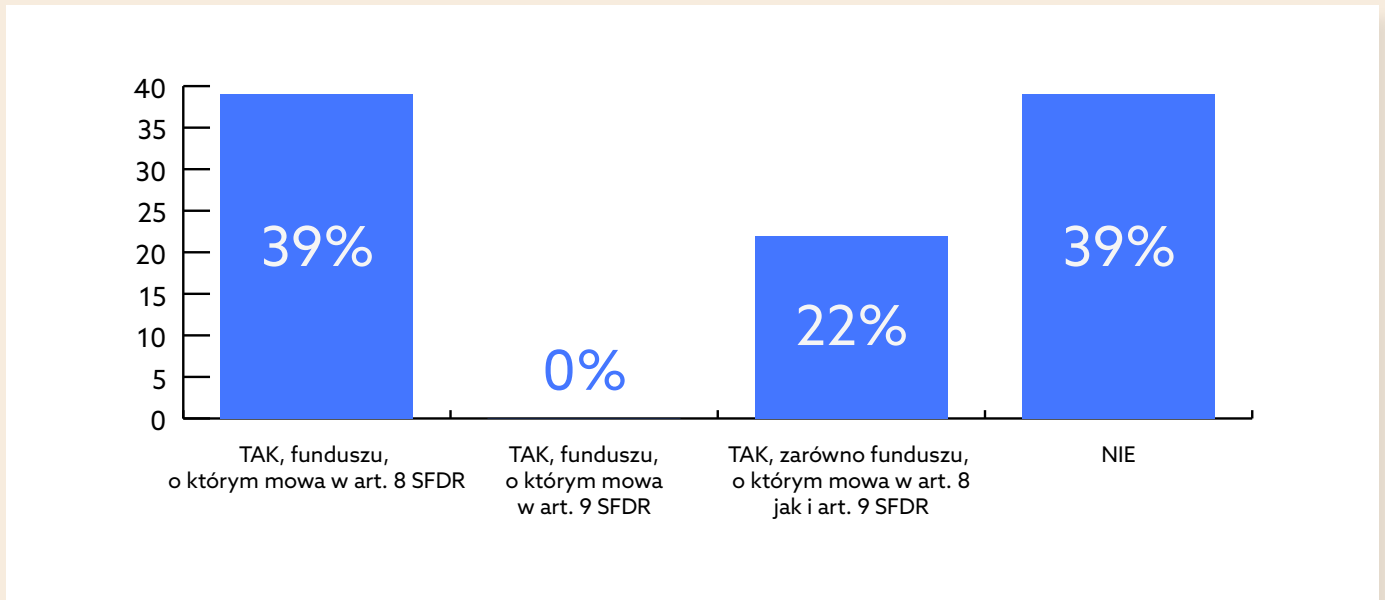
Jednocześnie znaczna część krajowych TFI (61%) planuje jednak rozwijać ofertę funduszy promujących lub realizujących zrównoważony rozwój. Większość zarządzających jest zainteresowana utworzeniem funduszu, o którym mowa w art. 8 SFDR, prawdopodobnie ze względu na niskie wymagania realizacji strategii

związanej z promowaniem aspektów ESG oraz brak szczegółowych wytycznych minimalnego zaangażowania. Jednak fakt, że polskie TFI chcą rozszerzać ofertę w tym kierunku jest dobrym sygnałem i dowodem na to, iż dostrzegają one możliwe zmiany w preferencjach inwestorów w przyszłości.

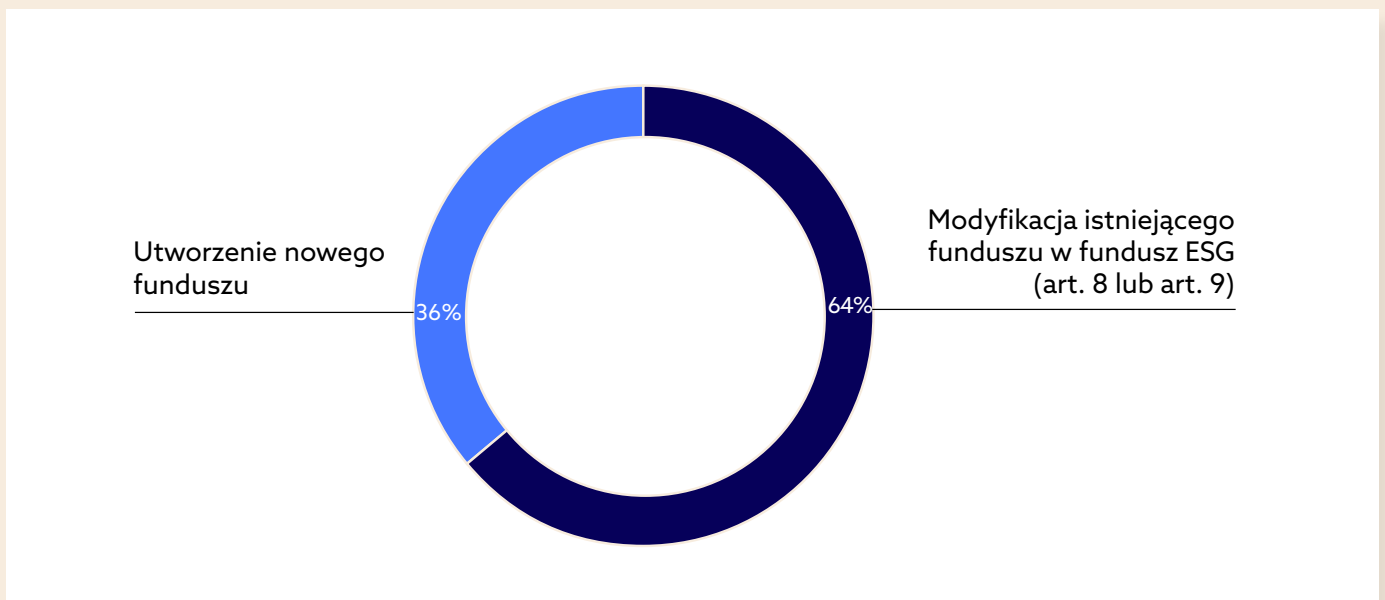
W większości przypadków (64%) nastąpi to w efekcie zmiany polityki inwestycyjnej już istniejącego funduszu w fundusz ESG. 36% TFI planuje uruchomić zupełnie nowe fundusze, które będą tzw. funduszami ESG.

Z drugiej strony prawie 40% towarzystw nie planuje w najbliższym czasie wprowadzania do swojej oferty

jakiegokolwiek funduszu ESG. Żadne z ankietowanych TFI nie planuje ponadto uruchamiania tylko tzw. ciemno zielonego funduszu tj. takiego, o którym mowa w art 9 SFDR, ewentualnie zarówno fundusze, o których mowa w art. 8 jak i te ujęte w art. 9.



Wykres 21. Czy rozważają Państwo wprowadzenie funduszy ESG (pierwszych lub kolejnych) do oferty?

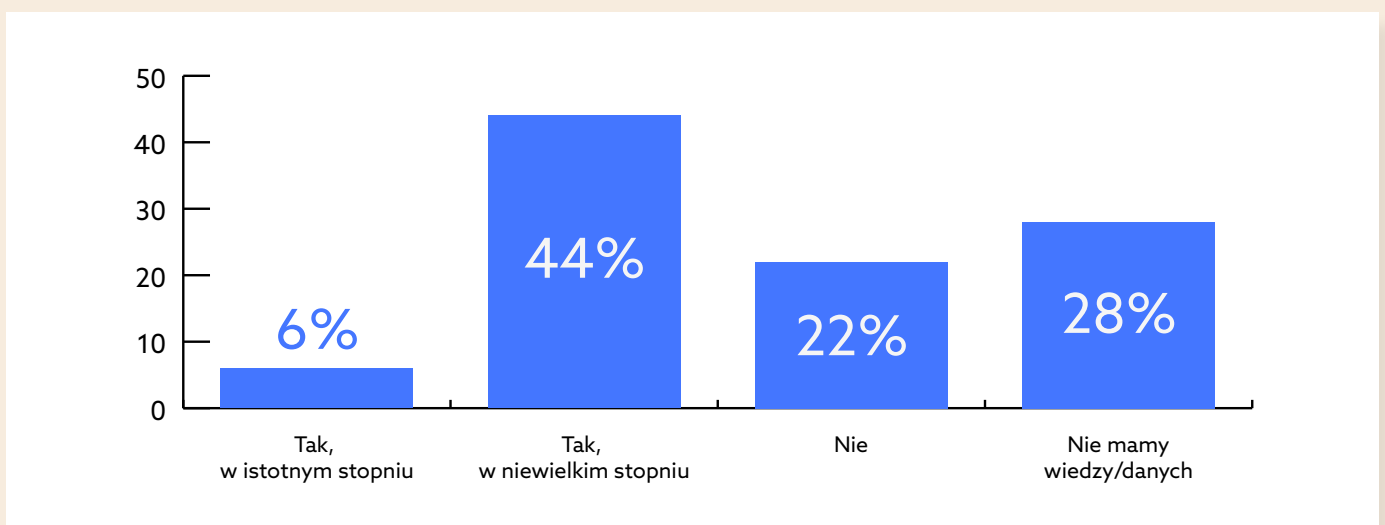


Wykres 22. W jakiej formie rozważają Państwo wprowadzenie tych produktów? (spośród tych TFI, które planują wprowadzić nowe produkty do oferty)

Popyt na uwzględnianie czynników zrównoważonego rozwoju ze strony klientów

Czy stosunkowo niewielki apetyt na tworzenie nowych produktów z kategorii art. 8 lub 9 w Polsce może wynikać z braku zaobserwowanego popytu ze strony klientów na takie produkty? **W naszym badaniu respondenci w 50% wskazali, że inwestorzy lub klienci oczekują od nich uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym** (przy czym zdecydowana większość oczekuje tego tylko w niewielkim stopniu). Oznacza to, że **połowa podmiotów nie obser-**

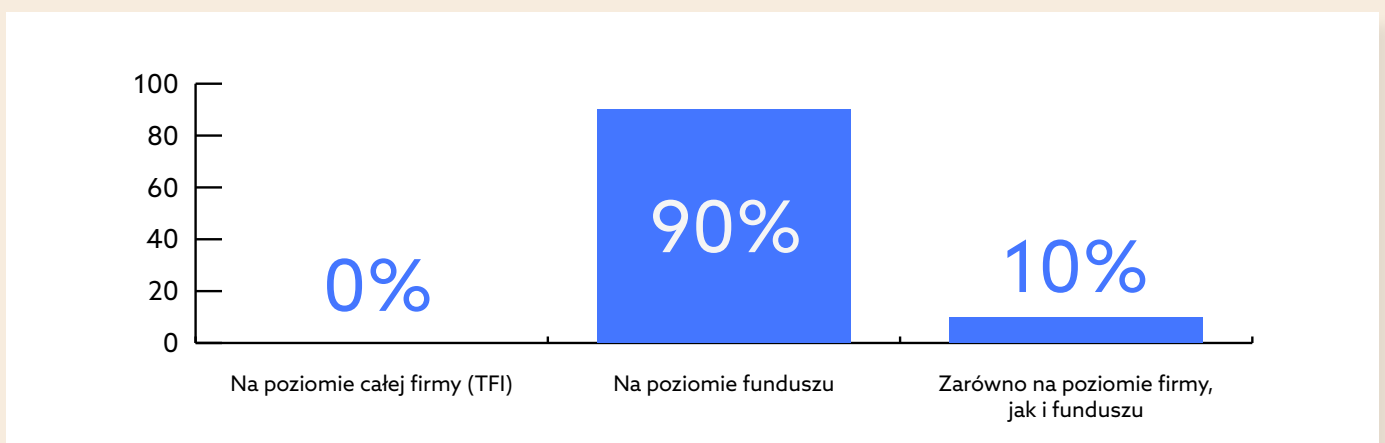
wuje lub nie zna tych oczekiwań. Co istotne, aż 28% z badanych TFI nie posiada wiedzy lub danych o preferencjach inwestorów w tym zakresie. Wskazuje to na istotny niedostatek mechanizmu transmisji preferencji inwestorów. Jeśli firmy zarządzające nie będą znały tych preferencji, będzie to skutkowało poruszaniem się we mgle w zakresie doboru oferty produktowej pod kątem potrzeb inwestorów.



Wykres 23. Czy uczestnicy Państwa funduszy, inwestorzy instytucjonalni lub klienci korzystający z usługi *asset management* oczekują od Państwa uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w procesie inwestycyjnym?

Preferencje klientów przekładają się na potrzeby informacyjne: 10 na 18 podmiotów wskazało, że klienci oczekują od nich raportowania w zakresie ESG. Spo-

śród nich w dominującej części przypadków (90%) klienci TFI oczekują raportowania na poziomie funduszu, a nie całej firmy.



Wykres 24. Na jakim poziomie inwestorzy oczekują od Państwa raportowania? (spośród tych TFI, których klienci oczekują takiego raportowania)

Wydawać by się mogło, że atrakcyjna oferta produktowa w zakresie inwestowania zgodnego z czynnikami ESG może stanowić w przyszłości istotną przewagę konkurencyjną na tym rynku. Na ten moment jednak wśród dodatkowych motywacji do włączenia czynników zrównoważonego rozwoju do procesu inwestycyjnego tylko jedno TFI wyraźnie wskazało konieczność zachowania konkurencyjnej oferty produktowej. Z drugiej strony jedno z TFI podkreśliło, że jego interesariusze nie są zainteresowani działaniami w kierunku ESG ponad tymi wymaganymi przez regulacje.

Mimo faktu, że klienci 50% ankietowanych podmiotów w jakimś stopniu oczekują uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w polityce inwestycyjnej, na polskim rynku świadomość i oczekiwania wśród klientów nie są jeszcze wszechobecne i (jeszcze?) nie przekładają się na presję konkurencyjną.

Co więcej, większość klientów (inwestorów detalicznych) funduszy inwestycyjnych nie jest świadoma istnienia „zielonych funduszy inwestycyjnych” i nie

wyraża też żadnych potrzeb związanych z realizacją aspektów zrównoważonego rozwoju w swoim portfelu. Na pytania dotyczące aspektów ESG w ankiecie MiFID pozytywnie odpowiada dziś w Polsce zdecydowana mniejszość klientów. To powoduje, że krajowe TFI nie są istotnie zainteresowane rozszerzeniem swojej oferty o produkty, które w swoich strategiach będą uwzględniać aspekty zrównoważonego rozwoju.

Ważną rolę do odegrania mają w tym obszarze same fundusze i TFI ze względu na konieczność transparentnej komunikacji, przygotowania przejrzystych materiałów marketingowych i informacji na stronach TFI, które we właściwy i odpowiedzialny sposób (nie stosując tzw. praktyk greenwashingowych) byłyby w stanie wyjaśnić potencjalnym uczestnikom funduszy, czym te produkty są i jaki jest ich rzeczywisty wpływ na poprawę środowiska lub społeczeństwa, który może być przecież mierzalny i stanowić dodatkowy (oprócz stopy zwrotu) element składający się na rezultat inwestycyjny funduszu.

Jednym z najciekawszych dla mnie wniosków badania jest przeswiadczenie, że klienci w Polsce wcale nie domagają się „zielonych” produktów. Zarządzający zwracają uwagę na obowiązki regulacyjne oraz wewnętrzne strategie firm, które reprezentują, ale ciągle brakuje nam czynnika klienckiego. Naturalnie można oczekiwać, że branża sama dojdzie do momentu, w którym większość portfeli jest zgodna z normami ESG, ale wydaje mi się, że bez presji ze strony klientów będzie to proces bardzo powolny. Tak jak w codziennym życiu kierujemy się energochłonnością urządzeń RTV i AGD albo zwracamy uwagę na zgodność samochodów, którymi jeździmy z normami środowiskowymi, tak przydałoby się, żebyśmy też pytali, jak nasze inwestycje wpływają na nasze otoczenie. Jak zwykle w kwestiach inwestycyjnych w Polsce branża powinna wykonać dodatkowy wysiłek, żeby przekonać klientów, że jest to dla nich ważny czynnik.

Bartosz Pawłowski, CFA

Wiceprezes Zarządu, CFA Society Poland oraz
Chief Investment Officer i Wiceprezes Zarządu, mTFI

Zwłaszcza, że zwracanie uwagi na przykład na długofalowe kwestie środowiskowe, koresponduje z wydłużaniem okresu inwestycyjnego, a co za tym idzie z większą tolerancją na zmienność.

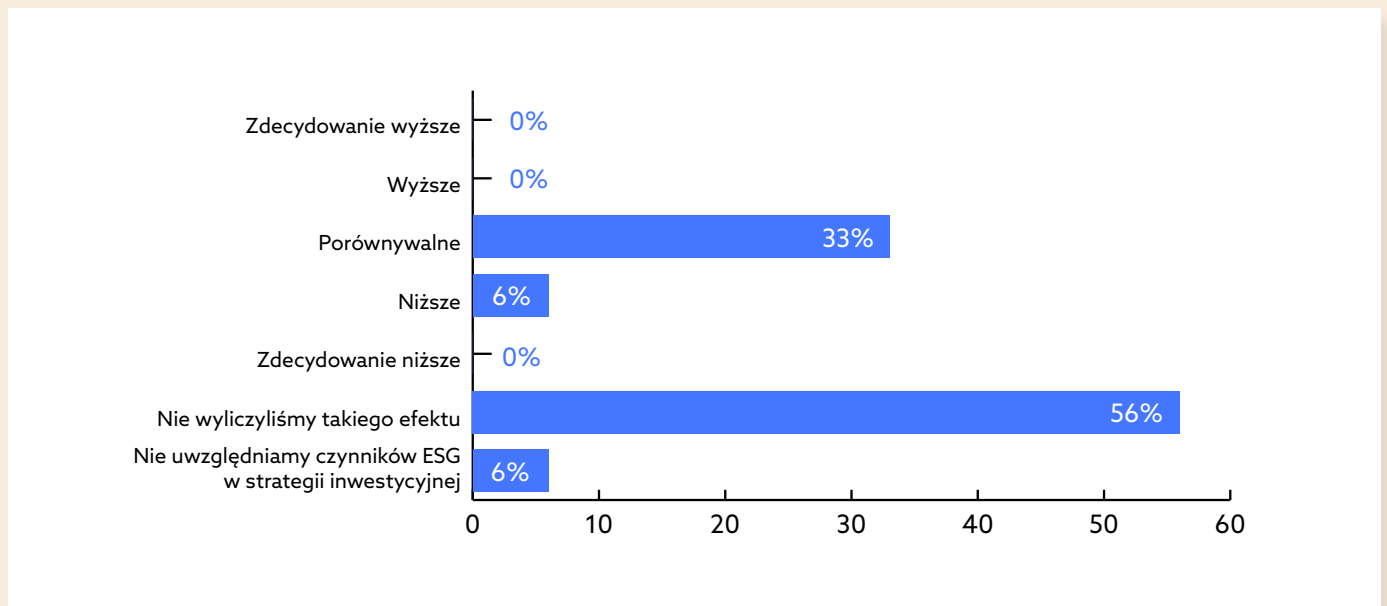


Wyniki i opłaty funduszy ESG

Wydawać by się mogło, iż duże emocje wzbudza kwestia wyników osiągniętych przez fundusze ESG i opłat za zarządzanie tymi funduszami w porównaniu do funduszy tradycyjnych. Wszak niejednokrotnie orędownicy inwestowania zrównoważonego lubią podkreślać większy potencjał stopy zwrotu z inwestycji w tego rodzaju aktywa. Jakże są odczucia ankietowanych w tym zakresie?

Okazuje się, że większość (ponad 55%) nie wyliczała wpływu uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju na osiągnięte wyniki inwestycyjne. Natomiast

jedna trzecia ankietowanych uważa, że są one porównywalne z konwencjonalnymi funduszami. W odróżnieniu od naszych lokalnych obserwacji dotychczas dostępne badania obejmujące rynek europejski wskazują na znacznie lepsze stopy zwrotu funduszy ESG akcyjnych oraz mieszanych, aktywnie zarządzanych w porównaniu do funduszy tradycyjnych, ale gorsze dla funduszy dłużnych – zostały one jednakże przeprowadzone w dość krótkim przedziale czasowym, tj. dwóch lat (2020–2021)⁸, stąd należy zachować daleko idącą ostrożność w wysuwaniu dalekosiężnych wniosków na tej podstawie.



Wykres 25. Na podstawie Państwa doświadczeń w uwzględnianiu czynników zrównoważonego rozwoju w strategii inwestycyjnej, jaki wpływ miało ono na osiągnięte wyniki inwestycyjne? Proszę uzupełnić zdanie poprzez wybranie właściwej odpowiedzi: "Zarządzane przez nas zrównoważone inwestycje miały ___ stopy zwrotu w porównaniu do inwestycji nieuwzględniających czynników zrównoważonego rozwoju."

Żadne z polskich TFI biorących udział w ankiecie nie wprowadziło ani nie planuje wprowadzić zmian w strukturze pobieranych opłat dla funduszy. Można podejrzewać, że stosunkowo niski stopień zaawansowania implementacji czynników zrównoważonego rozwoju nie generuje istotnie nadzwyczajnych kosztów, które by powodowały konieczność podniesienia opłat

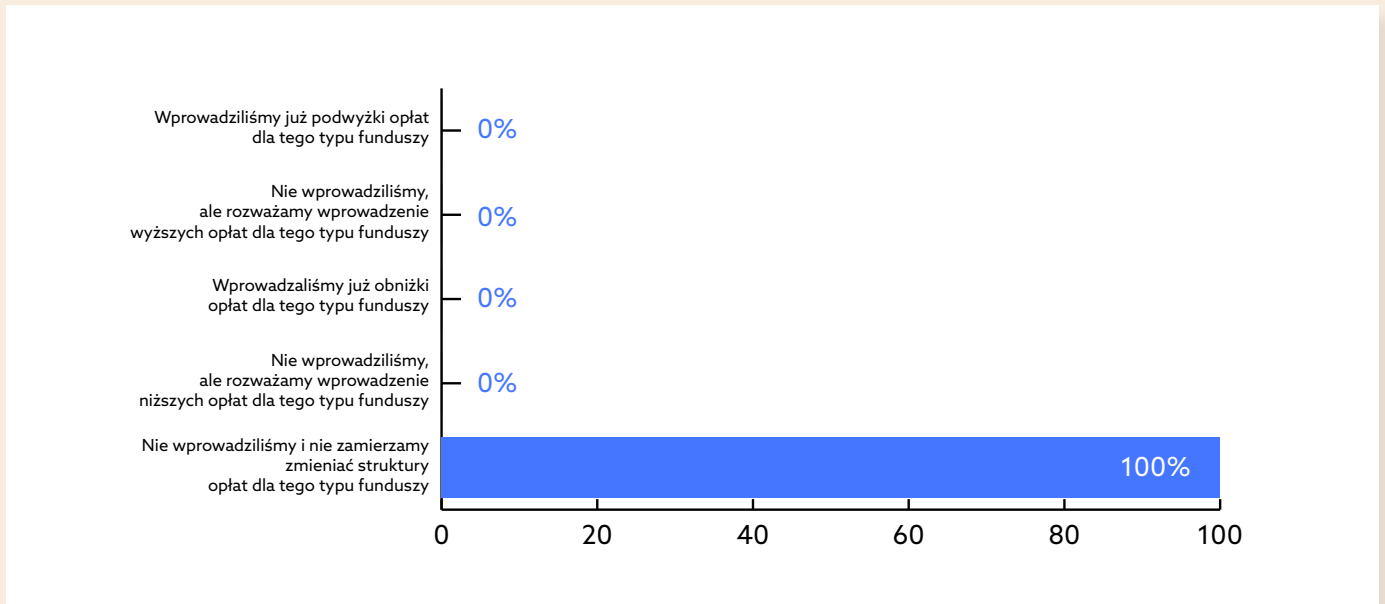
za tego typu fundusze, zwłaszcza zważywszy na wspomniany fakt, że fundusze te w dużej mierze mają charakter *master feeder* lub funduszu funduszy. Ciekawe, jak długo taka struktura się utrzyma. Dane z bardziej rozwiniętych rynków wskazują, że opłaty dla funduszy ESG są różne. Dla rynku amerykańskiego opłaty te są ok. 35% wyższe⁹, natomiast w przypadku funduszy zareje-

⁸ ESMA, *Costs and Performance of EU Retail Investment Products*, ESMA Market Report, styczeń 2023 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

⁹ Morningstar, *Morningstar 2022 U.S. Fund Fee Study* (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

strowanych w Europie są one wyższe dla funduszy ETF ESG, ale niższe dla funduszy aktywnie zarządzanych¹⁰. Może to wskazywać na to, że w przypadku tworzenia lub reklasyfikacji funduszy na polskim rynku w przy-

szłości koszty dla funduszy inwestujących lub promujących aspekty zrównoważonego rozwoju mogą również odbiegać od kosztów dla tradycyjnych funduszy.



Wykres 26. Czy w związku z kosztami związanymi z uwzględnieniem czynników ESG w polityce inwestycyjnej wprowadzili Państwo lub rozważają wprowadzenie zmian w strukturze opłat funduszy realizujących strategię zrównoważonego rozwoju (w porównaniu do innych zarządzanych funduszy, ale nierealizujących strategii zrównoważonego rozwoju)?

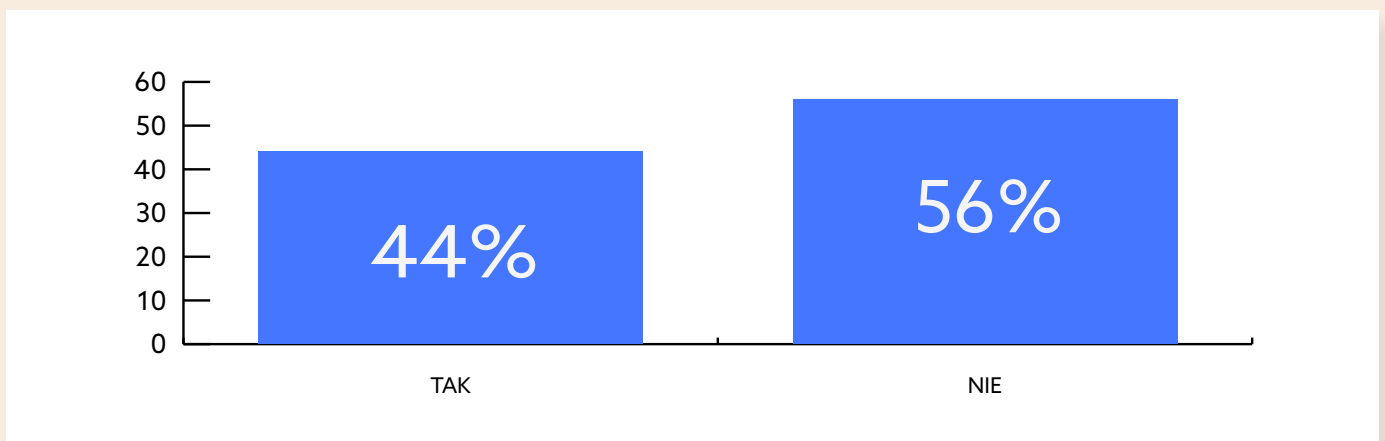
¹⁰ ESMA, [Costs and Performance of EU Retail Investment Products](#), ESMA Market Report, styczeń 2023 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

Procesy wewnętrzne: kompetencje, źródła danych, kontakty z emitentami

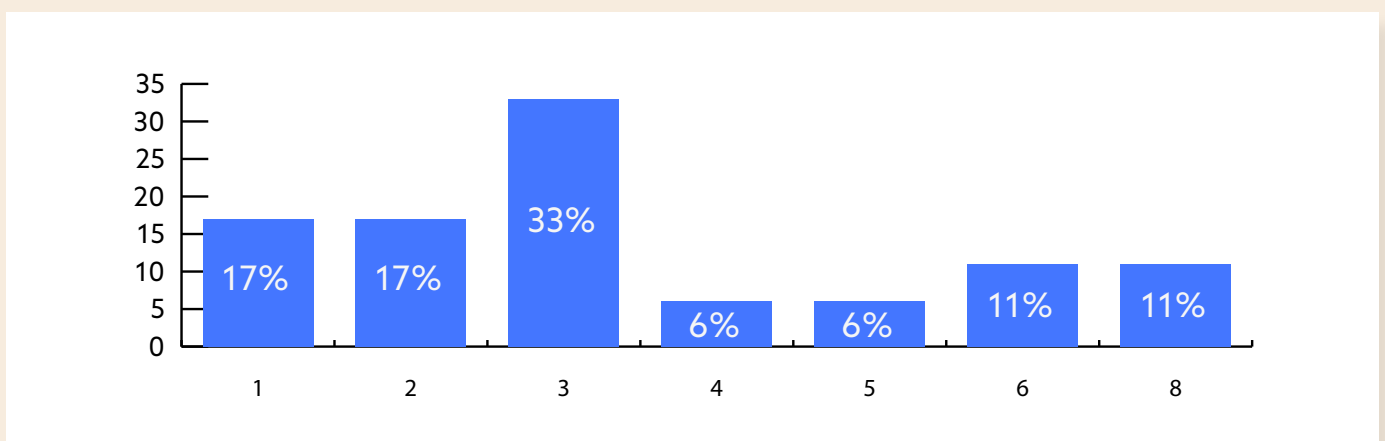
Kompetencje i edukacja ESG

Wdrożenie do firmy innowacji, jaką jest inwestowanie zgodnie z ESG, wymaga odpowiedniego przygotowania procesów wewnątrz TFI. Nie dziwi zatem fakt, że **blisko połowa ankietyowanych stworzyła dedykowaną komórkę, odpowiedzialną za opracowywanie i wdrażanie strategii ESG**. Równocześnie występuje spore zróżnicowanie, jeżeli chodzi o liczbę osób zaangażowanych w te zadania. **W większości TFI za realizację strategii ESG odpowiada do 3 osób w firmie, istnieją jednak podmioty, które dedykują temu obszarowi nawet 8 osób**. Oprócz lidera (który delegował aż 14 osób do obszaru zrównoważonych inwestycji), zwykle nie więcej niż 3 osoby odpowiadają za zrównoważone

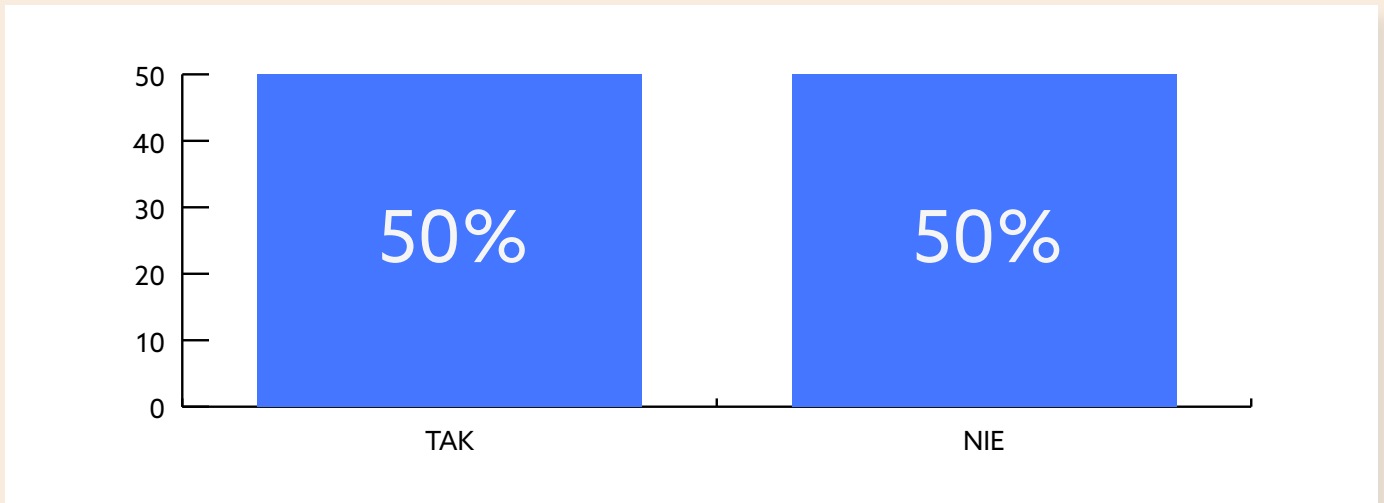
inwestowanie, a **w połowie TFI w zespole inwestycyjnym nie ma nikogo odpowiedzialnego za implementację czynników zrównoważonego rozwoju do procesu inwestycyjnego**. W związku z tym, iż wszyscy ankietyowani wskazali, że uwzględniają czynniki ESG w polityce inwestycyjnej, a połowa z nich nie wskazała konkretnej osoby odpowiedzialnej za ten aspekt, domniemywać należy, że odpowiedzialność za ten aspekt spada na cały zespół zarządzających. Ogólnie rzecz biorąc, dane te wydają się wskazywać, że polscy zarządzający aktywami są nadal na początku swojej drogi do pełnej integracji celów ESG.



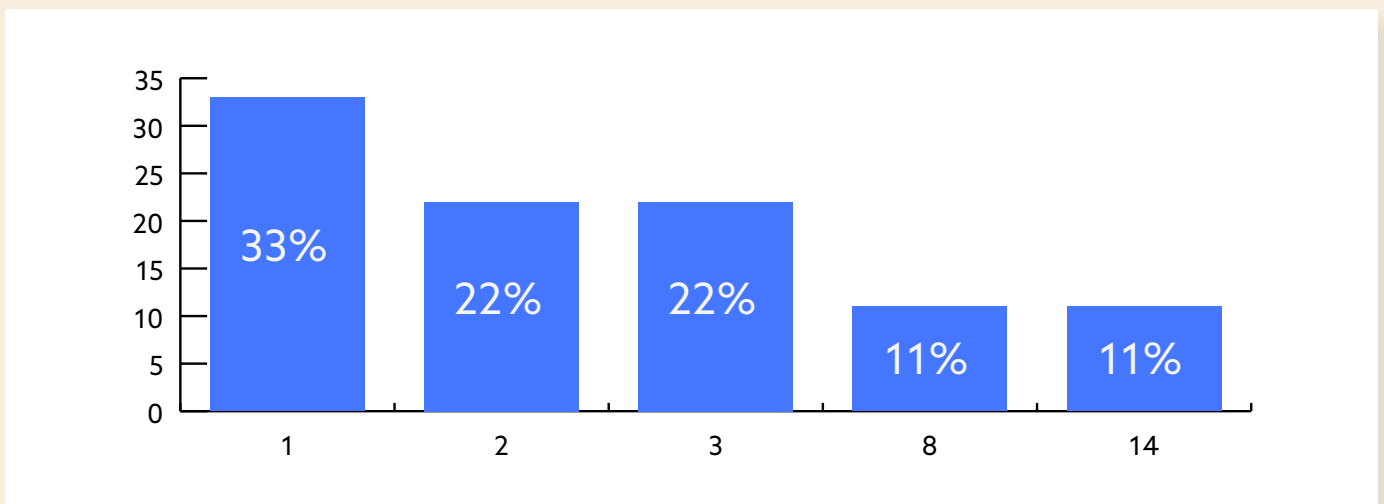
Wykres 27. Czy stworzyli Państwo dedykowaną komórkę/rolę odpowiedzialną za opracowywanie i wdrażanie strategii ESG?



Wykres 28. Prosimy o wskazanie, ile osób w firmie odpowiedzialnych jest za opracowywanie i wdrażanie strategii ESG.



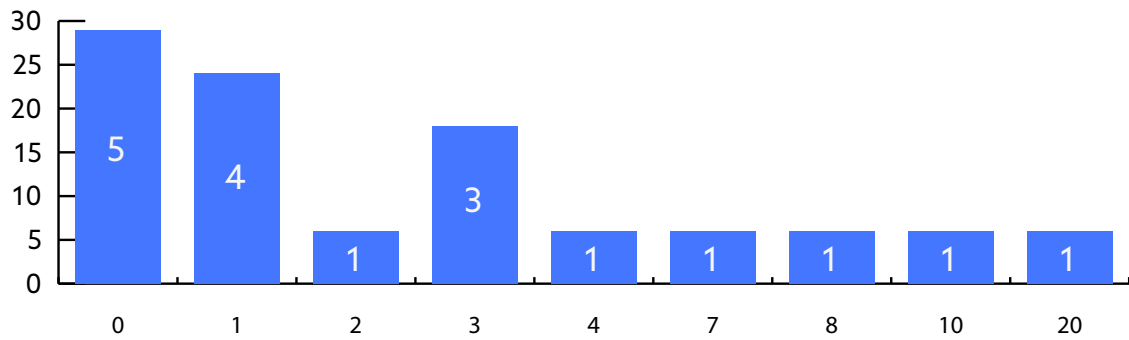
Wykres 29. Czy w zespole inwestycyjnym zostały wskazane konkretne osoby, które odpowiadają za zrównoważone inwestowanie/implementację czynników zrównoważonego rozwoju do procesu inwestycyjnego?



Wykres 30. Prosimy o wskazanie, ile osób w zespole inwestycyjnym odpowiada za zrównoważone inwestowanie/implementację czynników zrównoważonego rozwoju do procesu inwestycyjnego (spośród tych TFI, które wskazały konkretne osoby, które odpowiadają za zrównoważone inwestowanie/implementację czynników zrównoważonego rozwoju do procesu inwestycyjnego).

Należy oczekiwać, że kolejnym krokiem TFI będzie położenie większego nacisku na kompetencje ESG w zespołach inwestycyjnych. Sposobem na rozwijanie kompetencji jest oczywiście edukacja w formie szkoleń lub zewnętrznych certyfikacji. Z pomocą przychodzą tu zarówno międzynarodowe instytucje (CFA Institute, Global Association of Risk Professionals) certyfikujące wiedzę na temat inwestowania w duchu ESG, jak również polskie uczelnie wyższe z ofertą studiów podyplo-

mowych o tematyce ESG. W przypadku ankietowanych podmiotów **blisko trzy czwarte z nich zatrudnia na pełen etat przynajmniej jedną osobę z powyższymi poświadczeniami kwalifikacji, co należy uznać za dobry wynik**. Równocześnie liderzy zatrudniają nawet 10–20 osób z certyfikatami lub studiami ESG i wysoko zawieszają w tym zakresie poprzeczkę dla TFI, planujących zwiększyć swoją obecność w segmencie funduszy ESG.



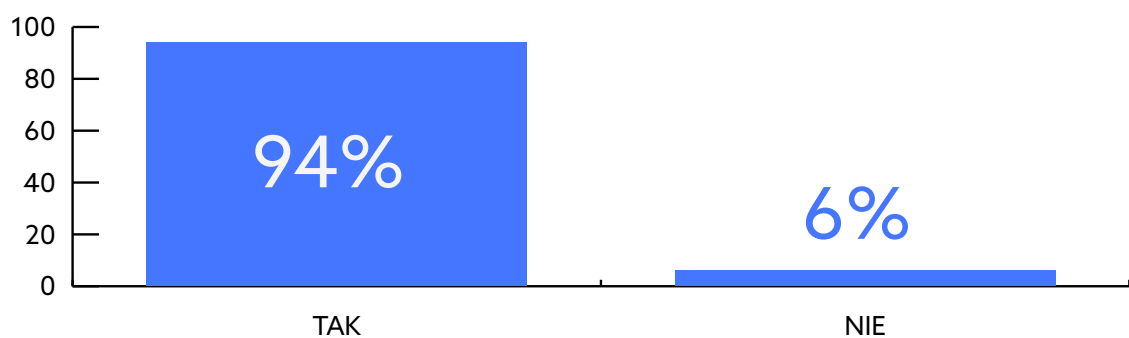
Wykres 31. Ile osób w Państwa firmie (liczba etatów) posiada formalne kwalifikacje z zakresu zrównoważonego rozwoju (certyfikaty, studia podyplomowe itp.)?

CFA Institute od 2021 roku przyznaje **Certificate in ESG investing**. Jest to poświadczenie posiadania umiejętności w zakresie włączania czynników ESG do procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych. Uczestnicy programu w rekomendowanym czasie 100 godzin nauki zdobywają wiedzę, jak analizować i włączać materialne czynniki ESG do swoich codziennych ról, zarówno jako zarządzający aktywami, jak również pracując w sprzedaży i dystrybucji, obszarze *wealth management*,

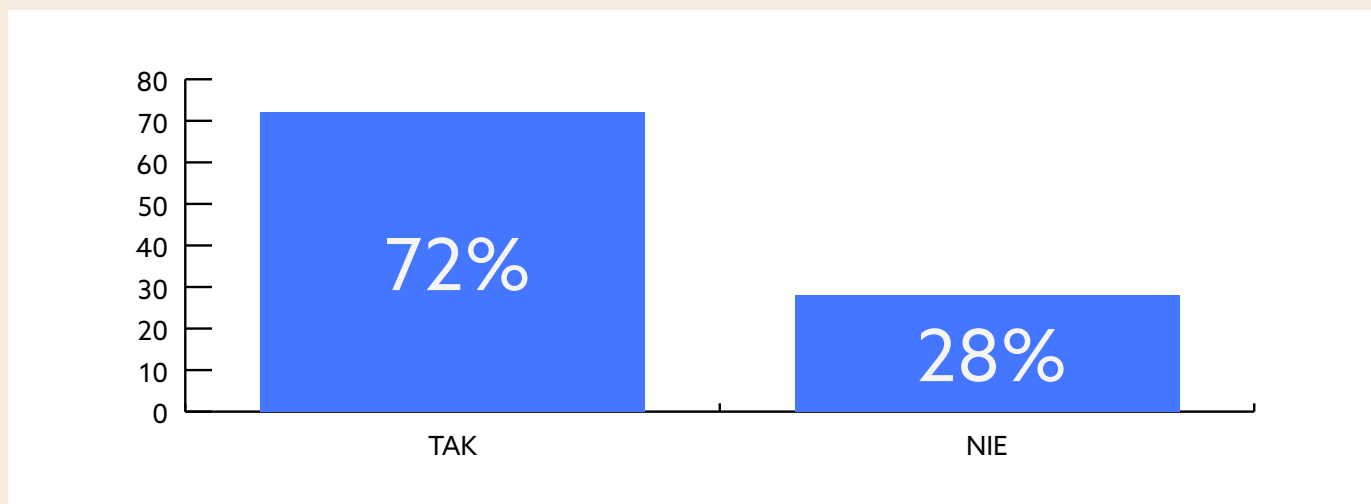
rozwoju produktów, doradztwie finansowym, konsultingu oraz ryzyku. W listopadzie 2023 roku CFA Institute uzupełnił tę ścieżkę, wprowadzając Climate Risk, Valuation, and Investing Certificate. Dzięki ścieżce kształcenia specjaliści o profilu finansowym zyskują kompleksową wiedzę na temat klimatu (podstawowe fakty i ustalenia), powiązanych zagrożeń i możliwości dla korporacji i inwestorów (wpływ) oraz regulacji (przepisy, polityki i podejścia rynkowe).

Jeśli chodzi o przeprowadzanie szkoleń z zakresu zrównoważonego rozwoju, to **niemal wszystkie badane TFI już przeprowadzają lub planują przeprowadzić szkolenia dla pracowników, a ponad 70% ankietowanych**

wskazała na potrzebę organizacji dodatkowych, branżowych inicjatyw z tego zakresu. Wyniki ankiety w zakresie edukacji i kompetencji pracowników zdecydowanie nastroją optymistycznie.



Wykres 32. Czy przeprowadzają Państwo lub planują przeprowadzić w najbliższym czasie szkolenia dla pracowników z zakresu zrównoważonego rozwoju?

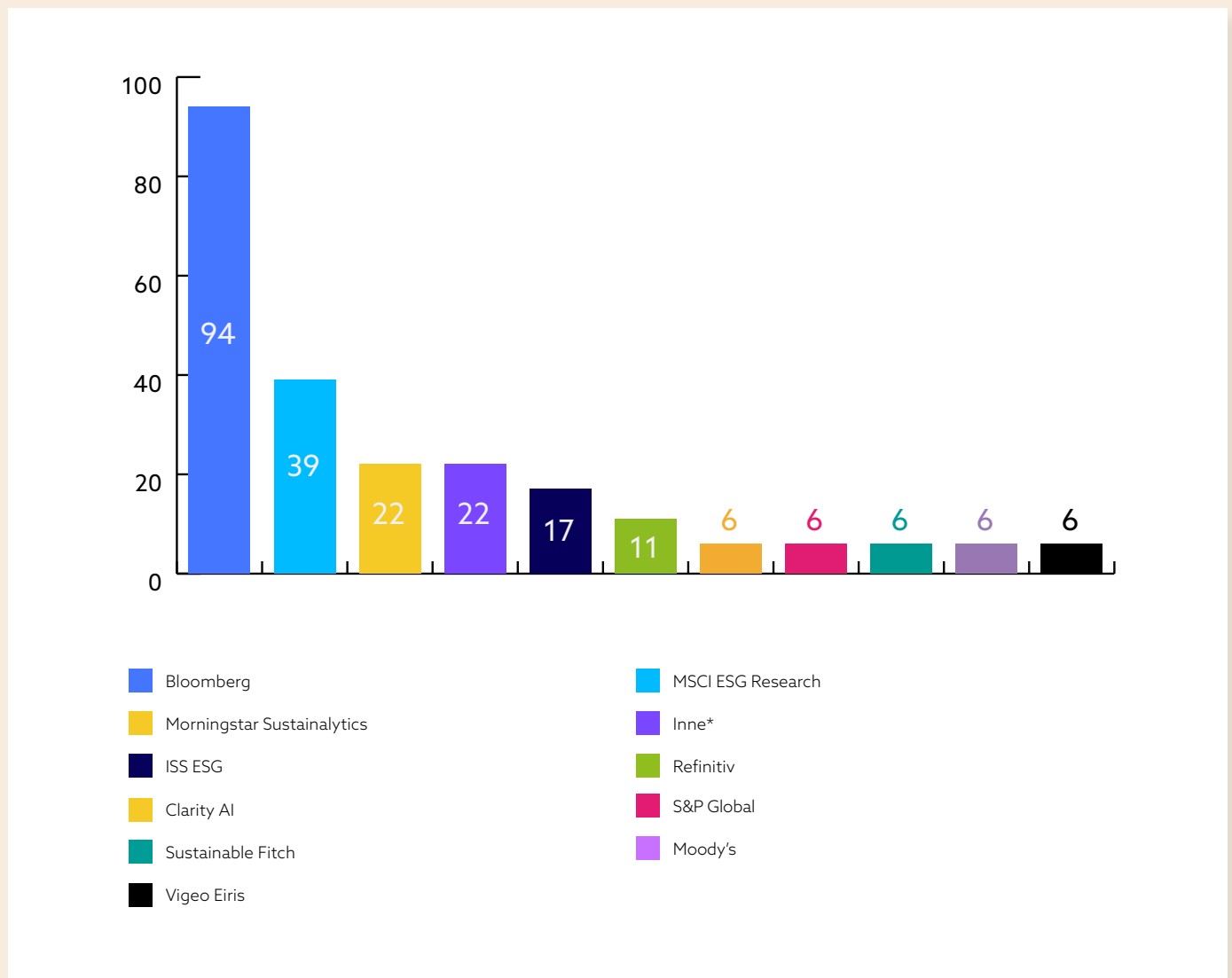


Wykres 33. Czy widzą Państwo zapotrzebowanie na dodatkowe branżowe inicjatywy edukacyjne dotyczące zagadnień zrównoważonego rozwoju (szkolenia, konferencje, opracowania itp.)?

Źródła danych ESG

Kolejnym elementem niezbędnym do wdrożenia strategii ESG w TFI jest usystematyzowanie podejścia do wykorzystywanych w procesie inwestycyjnym danych o czynnikach zrównoważonego rozwoju. Co ciekawe, **wszystkie TFI**, nawet te z relatywnie niskim poziomem integracji ESG, **wskazały w ankiecie, że pozyskują informacje o czynnikach zrównoważonego rozwoju z zewnętrznych źródeł**. Budujący jest także fakt, że **większość ankietowanych korzysta zarówno z danych bezpośrednio publikowanych przez emitentów** (m.in. w sprawozdaniach okresowych i prospektach emisyjnych), **jak również z serwisów danych**. Ponadto, ponad połowa TFI posiada dostęp do dwóch lub więcej ser-

wisów danych. **Najpopularniejszym dostawcą danych ESG wśród ankietowanych jest Bloomberg**, szeroko wykorzystywany w tradycyjnym procesie inwestycyjnym i oferujący dane ESG wszystkim użytkownikom terminala bez dodatkowych opłat. **Blisko 40% TFI korzysta także z danych dostarczanych przez MSCI**, które posiada długą historię tworzenia indeksów ESG. Wśród mniej istotnych dostawców danych znaleźli się także: Morningstar Sustainalytics, ISS ESG, klasyczne kredytowe agencje ratingowe oraz Refinitiv. Ponadto, pojedyncze podmioty korzystają z Clarity AI, Vigeo Eiris oraz z grupowych źródeł danych.

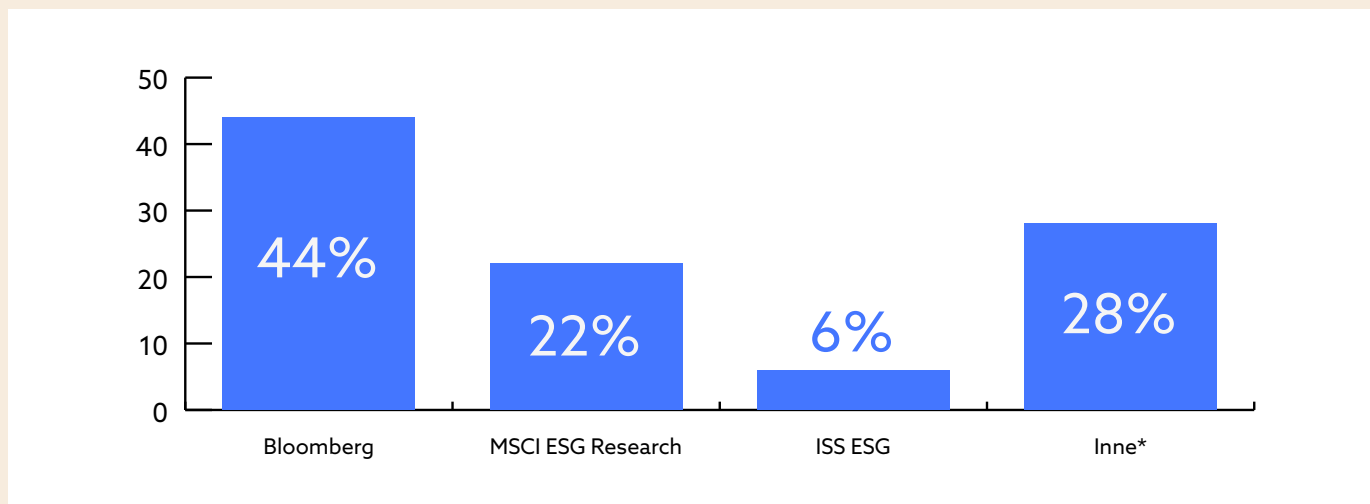


Wykres 34. Z jakich serwisów/dostawców danych w zakresie zrównoważonego rozwoju Państwo korzystają? (wartości liczbowe wyrażone w procentach)

*Inne: grupowe źródła danych, raporty spółek, biur maklerskich lub inne źródła internetowe.

Więcej danych umożliwia szersze spojrzenie na oceny ESG emitentów. Z drugiej strony, w przypadku przeciwstawnych opinii na temat tego samego podmiotu, większa liczba źródeł danych może utrudniać podjęcie decyzji inwestycyjnej. Z tego względu konieczne wydaje się opracowanie metodyki ustalającej istotność danego źródła danych w procesie inwestycyjnym. W świetle

powyższych danych nie dziwi fakt, że **jako podstawowe źródło danych blisko połowa ankietowanych wskazała serwis Bloomberg, zaś ponad 20% MSCI**. Równocześnie odpowiedzi części TFI sygnalizują bardziej złożony proces pozyskiwania wiedzy o emitentach i poleganie głównie na wewnętrznych ankietach ESG lub metodologii grupowej.



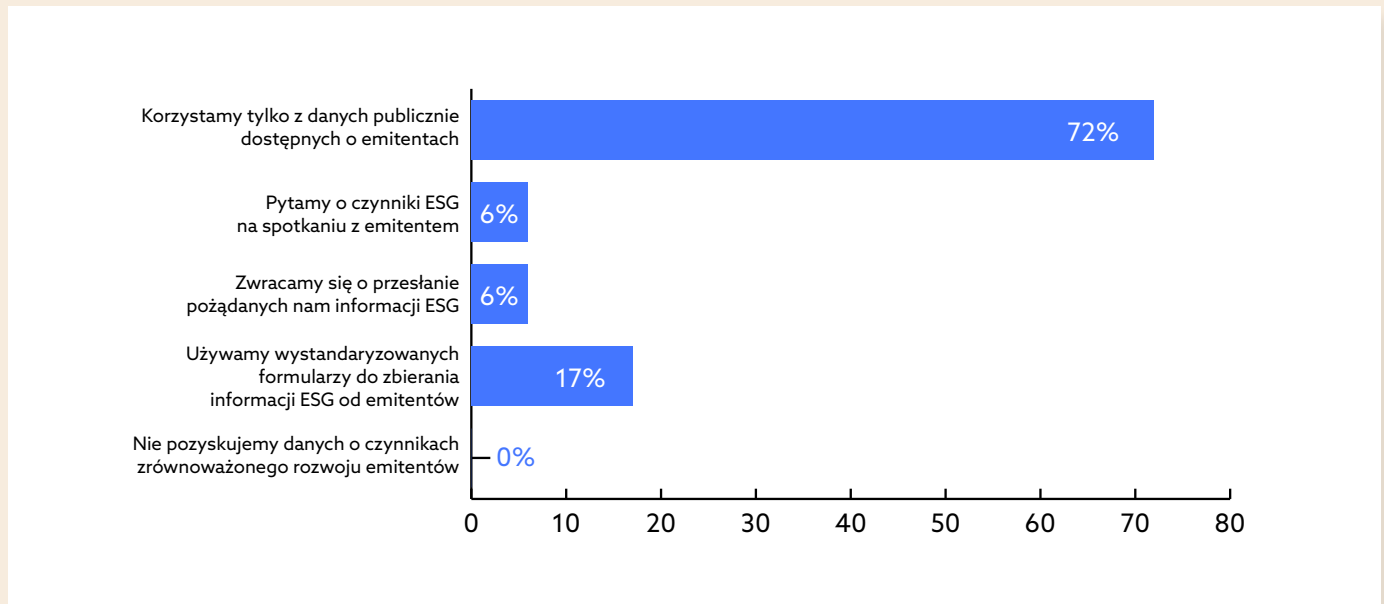
Wykres 35. Które z poniższych źródeł jest Państwa podstawowym źródłem danych w zakresie zrównoważonego rozwoju?

*Inne: grupowe źródła danych, karty funduszy, wewnętrzne ankiety ESG, raporty i informacje od spółek, biur maklerskich lub inne źródła internetowe.

Współpraca z emitentami

Większość TFI nie współpracuje z emitentami w zakresie pozyskiwania danych niefinansowych i korzysta tylko z publicznie dostępnych danych. Bliższą współpracę z emitentami (wystandaryzowane formularze,

pytania o kwestie ESG składane w formie pisemnej i bezpośrednio na spotkaniach) deklaruje 28% ankietowanych.



Wykres 36. Jak wygląda Państwa współpraca z emitentami w zakresie uzyskania informacji o czynnikach zrównoważonego rozwoju?

Wśród głównych oczekiwań wobec emitentów inwestorzy wskazują przede wszystkim szersze udostępnianie danych. Ważną kwestią jest także standaryzacja danych. Emitenci, jeśli publikują odpowiednie informacje, robią to w niejednolity sposób, co utrudnia porównywanie spółek, zwłaszcza między sektorami. Problem ten może w najbliższej przyszłości rozwiązać rozporządzenie ESRS, które stanowią uzupełnienie przyjętej pod koniec 2022 roku dyrektywy CSRD. Fundusze wskazują również na potrzebę uzyskania przez emitentów ratin-

gów ESG, które ułatwiłyby analizę i porównywalność spółek. Pojawił się także postulat wprowadzenia prostej ankiety dotyczącej tylko kilku najważniejszych czynników dla zrównoważonego rozwoju. Natomiast wobec bieżących problemów z tymi danymi dziwi fakt, że stosunkowo nieduża część podmiotów zwraca się o nie bezpośrednio do emitentów jako bieżący środek zaradczy. Większa presja ze strony inwestorów powinna budować większą świadomość potrzeby takich danych po stronie emitentów.

Wskaźniki regulacyjne

Tak jak zostało to wskazane wyżej, głównym motywem do realizacji strategii zrównoważonego rozwoju dla ankietowanych TFI są wymogi regulacyjne. Jest to najpewniej związane:

- z rozporządzeniem SFDR (obowiązującym od marca 2021 roku) oraz RTS do tegoż rozporządzenia (którego postanowienia weszły w życie od stycznia 2023 roku). Jak wspomniano wyżej, wprowadziły one m.in. obowiązki ujawnieniowe z zakresu uwzględniania (lub nie) czynników zrównoważonego rozwoju (m.in. w zakresie głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju, tj. PAI), w szczególności na stronach internetowych, w dokumentach przedmownych oraz w formie raportów okresowych;
- zmianami do dyrektywy UCITS oraz rozporządzenia ZAFI (wejście w życie od sierpnia 2022 roku), które wymogły wdrożenie czynników i ryzyk dla zrównoważonego rozwoju do procesu zarządzania portfelem inwestycyjnym oraz zarządzania ryzykiem w firmach zarządzających funduszami (m.in. poprzez dostosowanie polityk inwestycyjnych oraz polityk zarządzania ryzykiem);
- wejściem w życie w sierpniu 2022 roku zmian do rozporządzenia MiFID II (tzw. Green MiFID), zgodnie z którym firmy inwestycyjne powinny badać preferencje klientów w zakresie zrównoważonego rozwoju. Regulator wymienia trzy drogi do uwzględniania czynników ESG w produktach inwestycyjnych, które klient może wskazać jako preferowane:

- ▶ zrównoważone środowiskowo inwestycje (określone przez odpowiednią taksonomię),
- ▶ zrównoważone inwestycje (w rozumieniu rozporządzenia SFDR)
- ▶ uwzględnianie głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju (tzw. PAI).

W myśl powyższej regulacji zakazane jest rekomendowanie klientom instrumentów finansowych, które nie spełniają wskazanych przez niego preferencji. Z punktu widzenia TFI krytyczne wydaje się być przygotowanie oferty produktowej, która odpowie na potrzeby swoich klientów w zakresie zrównoważonych inwestycji.

W związku z istotnym wpływem tychże regulacji na działalność TFI, w ankiecie zadaliśmy pytania dotyczące wspomnianych najistotniejszych zagadnień poruszanych przez regulacje, tj. uwzględnienia w praktyce inwestycyjnej taksonomii środowiskowej UE, głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju (ang. *principal adverse impacts*, PAI) oraz zrównoważonych inwestycji.

Zgodnie z wynikami ankiety około 20% ankietowanych nie stosuje żadnej z powyższych dróg do uwzględniania czynników ESG w procesie inwestycyjnym. Są to jednak głównie podmioty nieoferujące funduszy z art. 8 lub art. 9 SFDR.

Taksonomia środowiskowa

Rozporządzenie UE w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie 2019/2088 (tzw. taksonomia UE) ustanowiło kryteria, służące ustaleniu, czy dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo na potrzeby określenia stopnia, w jakim dana inwestycja jest zrównoważona środowiskowo.

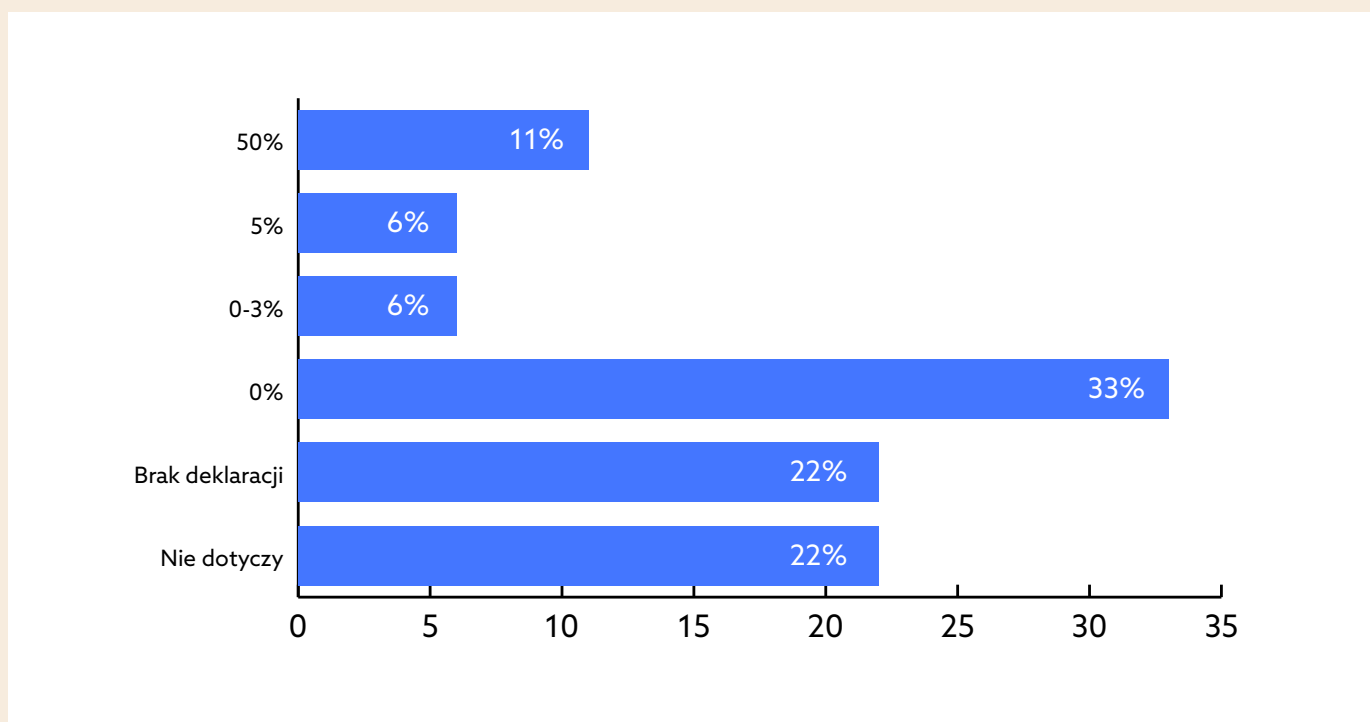
Rozporządzenie to określa rodzaje działalności kwalifikowalne (ang. *taxonomy eligible*). Działalność gospodarcza kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo, jeżeli ta działalność gospodarcza spełnia kryteria zgodności z taksonomią, m.in.:

- w znacznym stopniu przyczynia się do realizacji jednego lub większej liczby celów środowiskowych:

- ▶ łagodzenie zmian klimatu,
- ▶ adaptacja do zmian klimatu,
- ▶ zrównoważone wykorzystanie i ochrona zasobów wodnych i morskich,
- ▶ przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym,
- ▶ zapobieganie zanieczyszczeniom i ich kontrola,
- ▶ ochrona i odbudowa różnorodności biologicznej i ekosystemów;
- nie szkodzi znacząco żadnemu z celów środowiskowych.

Taksonomia UE ma na celu ułatwienie realizowania zrównoważonych inwestycji. Jej wczesny etap implementacji (ujawnienia pełnych KPI weszły w życie z początkiem 2023 i 2024 roku, odpowiednio dla instytucji niefinansowych i finansowych) powoduje, że **towarzystwa deklarują niewielki udział inwestycji zgodnych z jej wytycznymi. Jedynie co piąty ankietowany oferu-**

je produkt, dla którego minimalny odsetek inwestycji zgodnych z taksonomią jest większy od zera. Co więcej, zaledwie dwa podmioty wykorzystywały taksonomię jako istotny element strategii inwestycyjnej swoich funduszy (co najmniej połowa aktywów zgodna z tą regulacją).



Wykres 37. Jaki deklarują Państwo minimalny procent aktywów w inwestycjach zgodnie z taksonomią UE dla każdego z funduszy?

Powyższe odpowiedzi wskazują, że spośród 12 podmiotów, oferujących produkty zaklasyfikowane jako art. 8 lub 9, 10 z nich deklaruje minimalny procent aktywów w inwestycjach zgodnie z taksonomią UE (ponad 83%), **co stawia polski rynek w lepszym położeniu niż w całej UE**, gdzie zgodnie z danymi Morningstar¹¹ 62% funduszy art. 8 lub art. 9 deklaruje minimalny procent aktywów w inwestycjach zgodnie z taksonomią UE. To, że

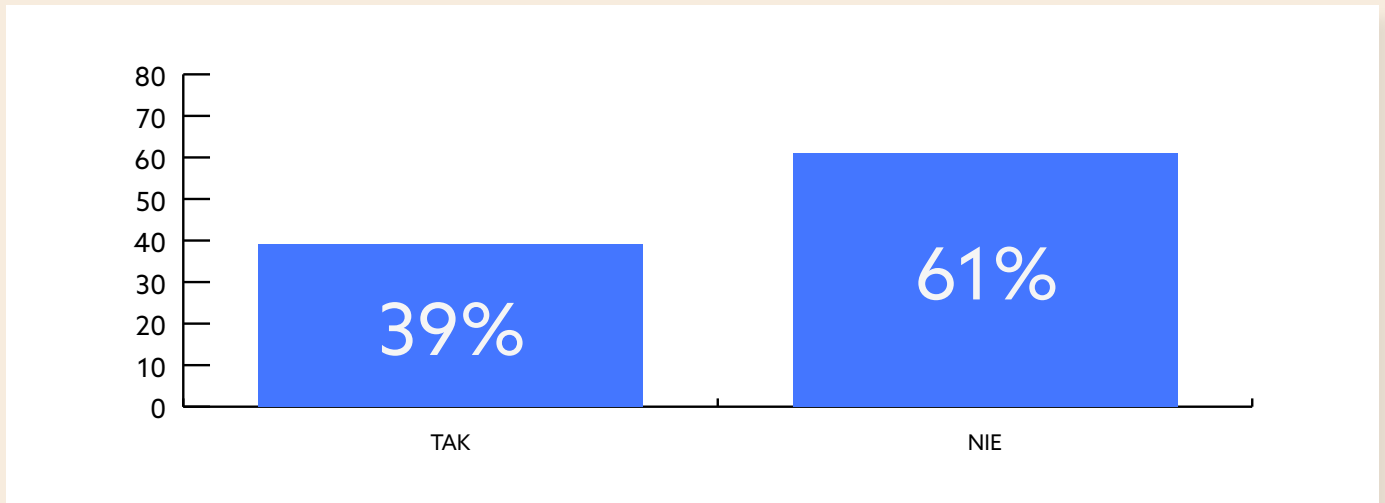
większość z tych funduszy deklaruje minimalny poziom 0%, jest również zgodne z danymi dla całej UE, gdzie ponad 90% funduszy art. 8 oraz ponad 70% funduszy art. 9 również deklaruje minimalny poziom 0%. Prawdopodobnie sytuacja ta powinna się zmienić z czasem, gdy więcej spółek będzie publikować dane o zgodności ich działalności z taksonomią.

¹¹ Morningstar, [SFDR article 8 and 9 funds Q3 2023 in Review](#) (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

Principal adverse impacts

Szersze zastosowanie znalazło uwzględnianie głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju (PAI), które w swojej praktyce inwestycyjnej wykorzystuje blisko 40% ankietowanych. Choć wynika z tego, że **na 66% ankietowanych podmiotów posiadających fundusze art. 8 lub 9, tylko 58% uwzględnia PAI**

w działalności inwestycyjnej. Na poziomie UE według stanu na koniec września 2023 roku 89% funduszy art. 8 oraz 98% funduszy art. 9 uwzględniało PAI, stąd polski rynek znacząco odstaje w tym zakresie.



Wykres 38. Czy uwzględniają Państwo niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju (PAI) w swojej praktyce inwestycyjnej (w przynajmniej jednym funduszu/produkcje)?

Główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju (ang. *principal adverse impacts*, PAI) mają na celu pokazanie inwestorom, jaki niekorzystny wpływ dany produkt finansowy może mieć na czynniki zrównoważonego rozwoju. SFDR nakazuje uwzględnianie ich lub wyjaśnienie, dlaczego

nie uwzględnia się ich w działalności inwestycyjnej.

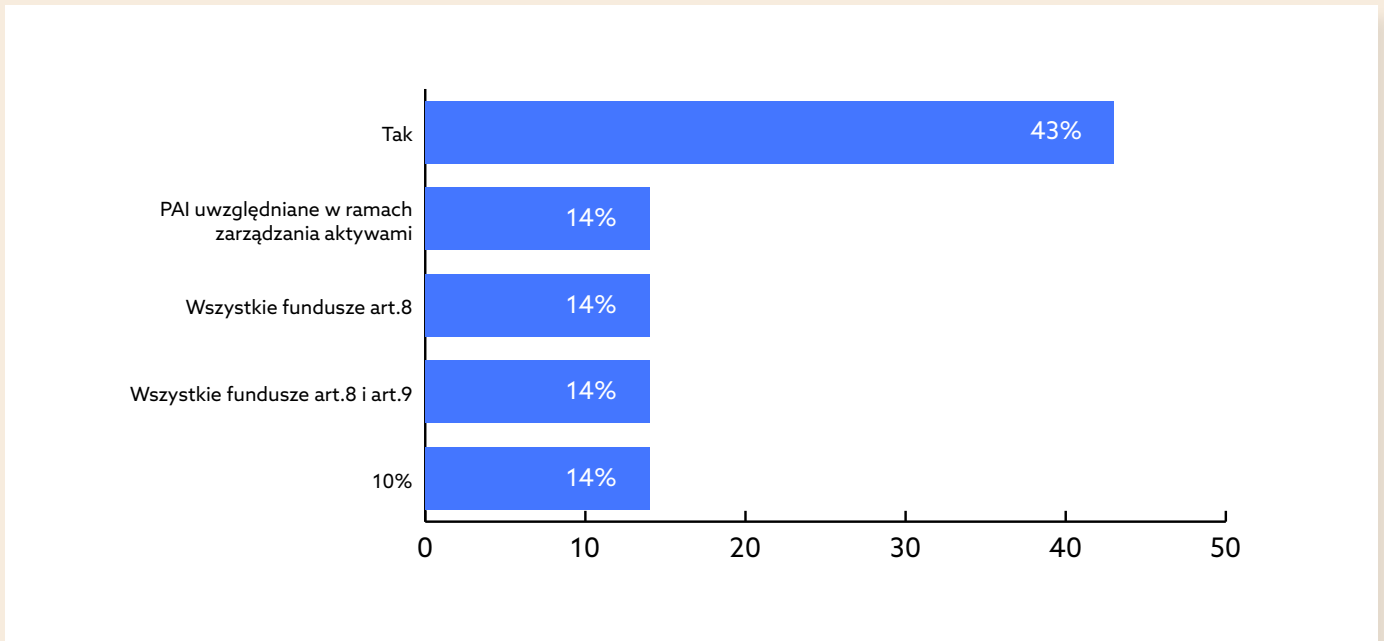
Poniżej prezentujemy listę "obowiązkowych" czynników, określonych w regulacyjnych standardach technicznych do rozporządzenia SFDR:

Zastosowanie wskaźników	Grupa wskaźników	Wskaźnik
Inwestycje w spółki	Emisje gazów	1. Emisje gazów cieplarnianych
		2. Ślad węglowy
		3. Intensywność emisji gazów cieplarnianych w przypadku spółek, w które dokonano inwestycji
		4. Ekspozycja z tytułu przedsiębiorstw działających w sektorze paliw kopalnych

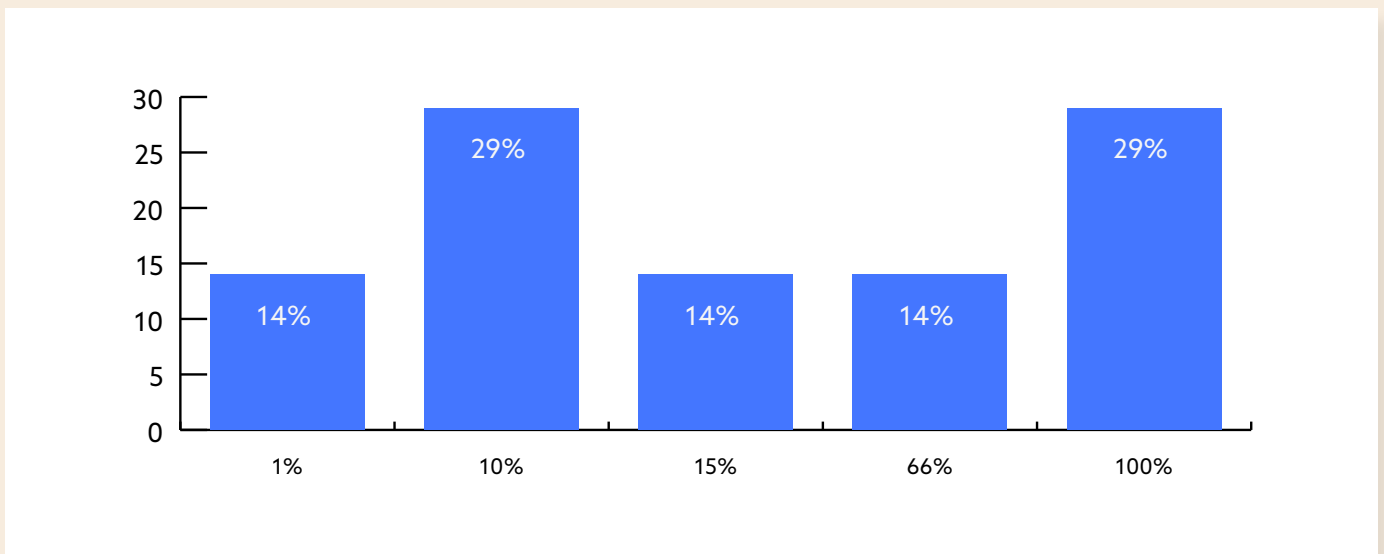
Zastosowanie wskaźników	Grupa wskaźników	Wskaźnik	
Inwestycje w spółki	Emisje gazów cieplarnianych	5. Udział zużytej i wyprodukowanej energii ze źródeł nieodnawialnych	
		6. Intensywność zużycia energii, przypadająca na dany sektor o znacznym oddziaływaniu na klima	
	Różnorodność biologiczna	7. Działania mające niekorzystny wpływ na obszary wrażliwe pod względem bioróżnorodności	
	Woda	8. Emisje do wody	
	Odpady	9. Wskaźnik odpadów niebezpiecznych i odpadów promieniotwórczych	
	Kwestie społeczne i pracownicze	10. Naruszenia zasad inicjatywy Global Compact i Wytycznych Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) dla przedsiębiorstw wielonarodowych	
		11. Brak procesów i mechanizmów kontroli służących nadzorowaniu przestrzegania zasad inicjatywy Global Compact i Wytycznych OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych	
		12. Nieskorygowana luka płacowa między kobietami a mężczyznami	
		13. Zróżnicowanie członków zarządu ze względu na płeć	
		14. Ekspozycja z tytułu kontrowersyjnych rodzajów broni (miny przeciwpiechotne, amunicja kasetowa, broń chemiczna i broń biologiczna)	
		15. Intensywność emisji gazów cieplarnianych	
	Inwestycje w obligacje skarbowe i obligacje emitowane na szczeblu ponadnarodowym	Kwestie z zakresu ochrony środowiska	16. Państwa, w których obligacje zainwestowano i których dotyczy problem naruszeń w sferze społecznej
		Kwestie społeczne	
	Inwestycje w nieruchomości	Paliwa kopalne	17. Ekspozycja z tytułu paliw kopalnych w związku z nieruchomościami
Efektywność energetyczna		18. Ekspozycja z tytułu nieruchomości nieefektywnych energetycznie	

Dzięki bardziej szczegółowej analizie okazuje się, że tylko **co piąte TFI uwzględnia wszystkie 14 wskaźników obowiązkowych przy inwestowaniu w spółki (wobec ponad 45% funduszy art. 9 oraz ponad 30% funduszy art. 8 na poziomie wszystkich funduszy oferowanych w UE)**. Różny jest także zakres stosowania omawianej praktyki: spośród towarzystw uwzględniających PAI,

tylko 3 obejmują analizą wszystkie zarządzane przez nie fundusze (ale tylko 2 dla 100% zarządzanych aktywów), pozostałe zaś ograniczają te kryteria tylko do funduszy zgodnych z art. 8 i art. 9 SFDR, co przekłada się na pokrycie nie więcej niż 15% całkowitej sumy zarządzanych aktywów.



Wykres 39. Czy czynniki PAI uwzględniane są dla wszystkich funduszy, którymi Państwo zarządzają? Jeśli nie, to proszę określić procent wszystkich funduszy, dla których PAI są uwzględniane. (spośród tych TFI, które uwzględniają PAI)



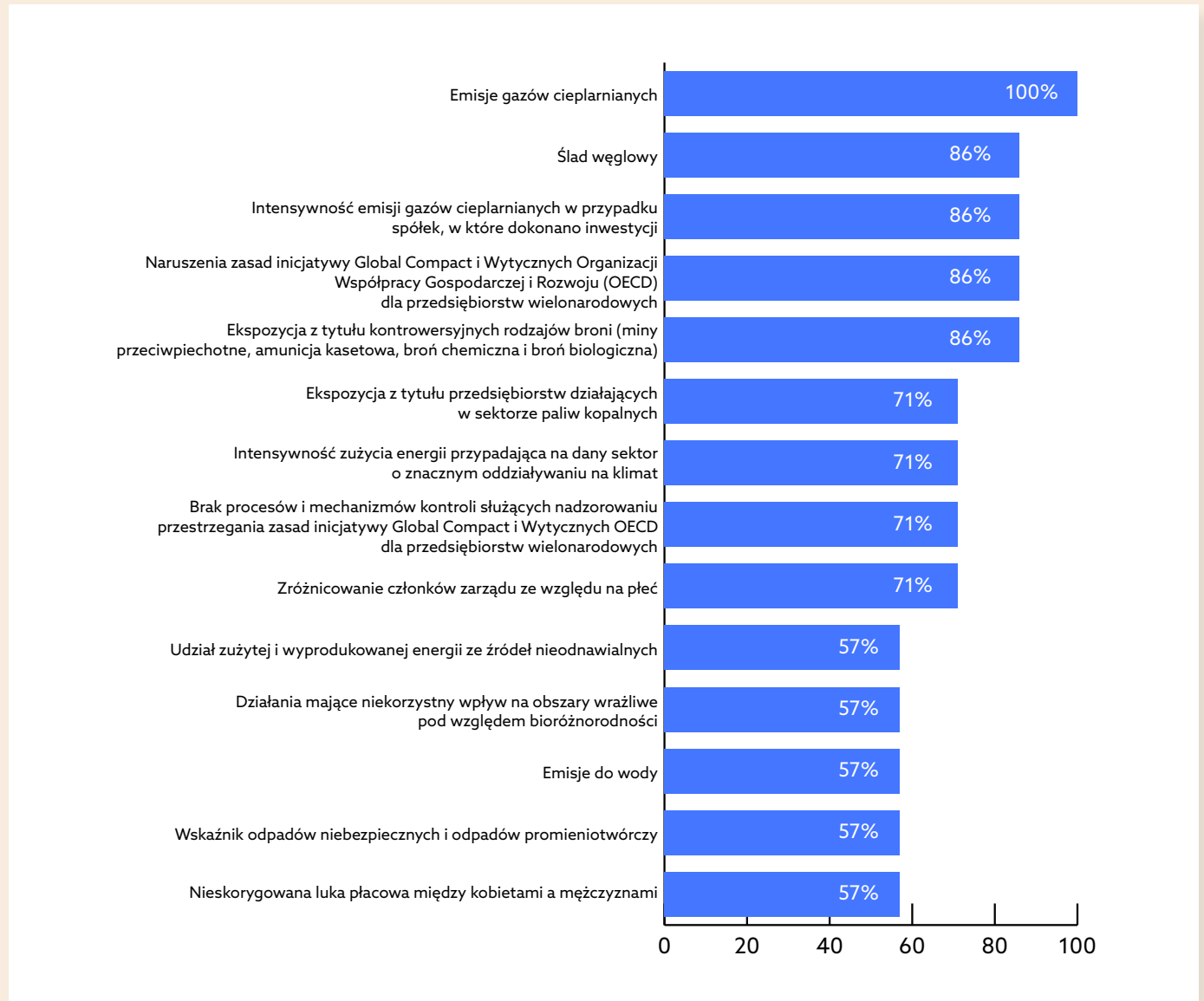
Wykres 40. Dla jakiego procentu łącznej wartości aktywów zarządzanych przez TFI PAI są uwzględniane? (spośród tych TFI, które uwzględniają PAI)

Największą popularnością spośród wskaźników na poziomie spółek cieszy się emisja gazów cieplarnianych (M1), która jest mierzona przez wszystkie towarzystwa uwzględniające PAI. Wysoko w rankingu znalazły się także inne miary związane z ocieplaniem klimatu (ślad węglowy – M2, intensywność emisji gazów cieplarnianych – M3), ekspozycja z tytułu kontrowersyjnych ro-

dzajów broni (M14) oraz naruszenia wytycznych Global Compact i OECD (M10). Większym problemem okazało się uwzględnianie nieskorygowanej luki płacowej (M12), Wskaźnik odpadów niebezpiecznych i promieniotwórczych (M9), emisje do wody (M8) oraz działania mające niekorzystny wpływ na obszary wrażliwe pod względem bioróżnorodności (M7). Są to obszary stosunkowo

słabo raportowane przez spółki (zgodnie z badaniem Morningstar¹² nie zidentyfikowali oni żadnej spółki, która według stanu na luty 2023 roku ujawniałaoby dane dla wszystkich obowiązkowych PAI), stąd należy przypuszczać, że wraz z poprawą dostępności danych zwiększy

się zakres uwzględnianych PAI. Z drugiej strony rozbudowane obowiązki raportowe powstrzymują zapewne część TFI od zadeklarowania uwzględniania jakichkolwiek niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju.

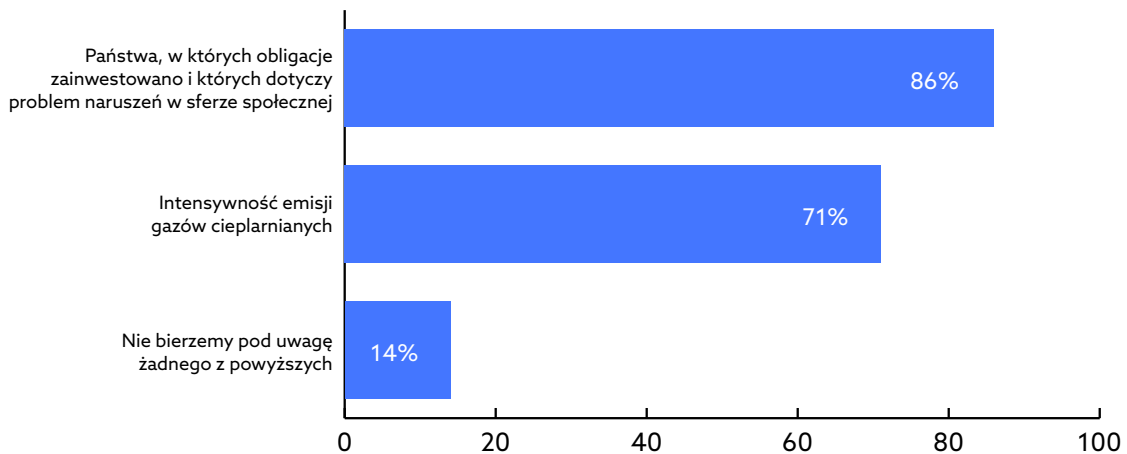


Wykres 41. Jakże wskaźniki PAI mające zastosowanie do inwestycji w spółki, w które dokonano inwestycji uwzględniają Państwo w zarządzanych funduszach? (Spośród tych TFI, które uwzględniają PAI)

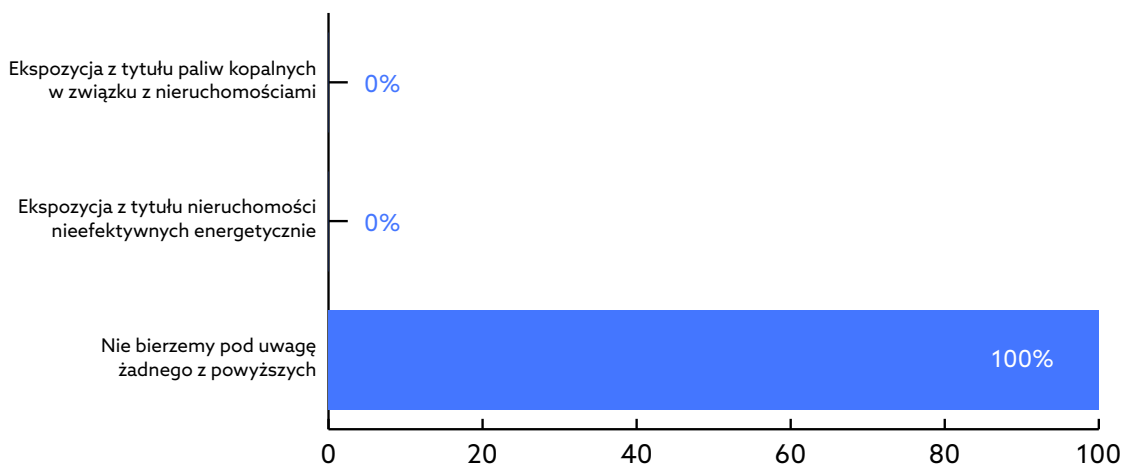
W zakresie inwestycji w obligacje skarbowe i ponadnarodowe, nieznacznie częściej brane są pod uwagę naruszenia w sferze społecznej (6 na 7) niż intensywność emisji gazów cieplarnianych (5 na 7) ze strony emi-

tentów. Żadne wskaźniki PAI nie są brane pod uwagę przy inwestycji w nieruchomości, co może wskazywać na mały lub wręcz zerowy udział tego typu inwestycji wśród podmiotów deklarujących uwzględnianie PAI.

¹²Manuela Panescu, [Filling in the Data Gaps: The Current State of Reporting on Principal Adverse Impacts Disclosures for the SFDR](#), maj 2023 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)



Wykres 42. Jakie wskaźniki PAI mające zastosowanie do inwestycji w obligacje skarbowe i obligacje emitowane na szczelnie ponadnarodowym uwzględniają Państwo w zarządzanych funduszach? (spośród tych TFI, które uwzględniają PAI)



Wykres 43. Jakie wskaźniki PAI mające zastosowanie do inwestycji w nieruchomości uwzględniają Państwo w zarządzanych funduszach? (spośród tych TFI, które uwzględniają PAI)

Zrównoważone inwestycje

Istotnym konceptem regulacyjnym w uwzględnianiu czynników ESG w produktach inwestycyjnych są zrównoważone inwestycje w rozumieniu SFDR. Poniżej pre-

zentujemy jej definicję, zgodnie z rozporządzeniem SFDR.

Zrównoważona inwestycja zgodnie z rozporządzeniem SFDR art. 2 (17) oznacza inwestycję w działalność gospodarczą, która:

- przyczynia się do realizacji celu środowiskowego lub społecznego,

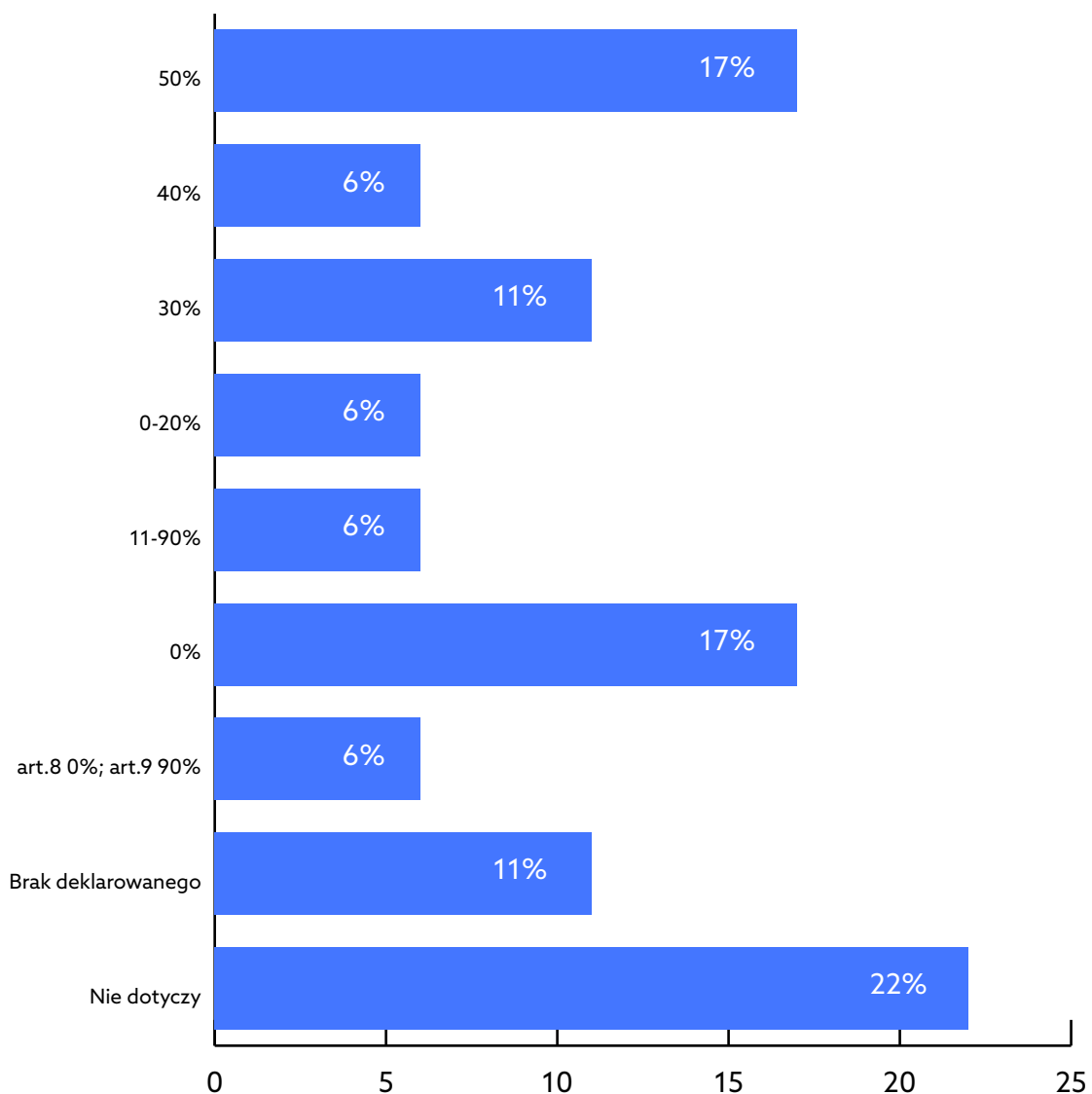
- o ile takie inwestycje nie naruszają poważnie któregokolwiek z celów społecznych lub środowiskowych,
- o ile spółki, w które dokonano inwestycji, stosują dobre praktyki w zakresie zarządzania.

Definicja zawarta w rozporządzeniu jest dość ogólna; opisuje kryteria jakościowe dla inwestycji, aby mogły zostać uznane za zrównoważone, nie podając przy tym żadnych konkretnych parametrów czy kryteriów liczbowych. Być może ta dowolność interpretacyjna przyczyniła się do tego, że aż **połowa ankietowanych w strategiach z art. 8 lub 9 SFDR deklaruje minimalny odsetek aktywów alokowanych w zrównoważone inwestycje**. Należy przy tym podkreślić, że zgodnie ze stanowiskiem europejskich instytucji nadzorczych¹³ fundusze art. 9 powinny dokonywać inwestycji tylko w zrównoważone inwestycje (pomniejszone o ewentualne zapasy płyn-

nościowe gotówki, czyli w bardzo wysokim procencie). **Blisko 30% ankietowanych oferuje produkt, dla którego deklarowany udział zrównoważonych inwestycji wynosi 50% lub więcej, czyli zgodnie z wytycznymi ESMA¹⁴ może używać w swojej nazwie odniesienia do bycia "zrównoważonym"**. Natomiast tylko dwa podmioty wskazały na minimalny poziom wynoszący 90%, charakterystyczny obecnie dla funduszy art. 9. W pozostałych przypadkach wskazywany jest niższy próg dla zrównoważonych inwestycji, karzący podejrzewać, że dotyczy on funduszy art. 8.

¹³ ESMA, [ESAs provide clarifications on key areas of the RTS under SFDR](#), czerwiec 2022 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)

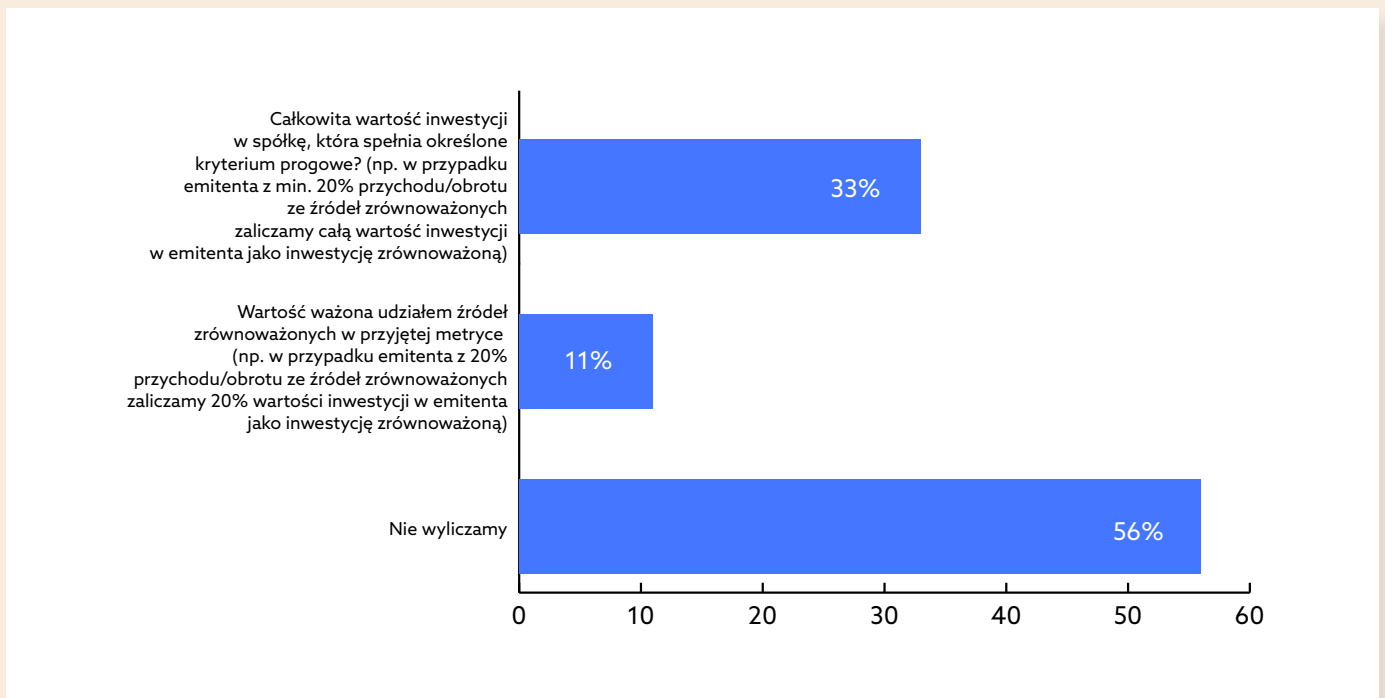
¹⁴ ESMA, [Consultation Paper On Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms](#), listopad 2022 (dostęp: 6 stycznia 2024 roku)



Wykres 44. Jaki deklarują Państwo minimalny procent aktywów alokowanych w zrównoważone inwestycje (*sustainable investments* w rozumieniu SFDR) dla poszczególnych funduszy art.8 i art. 9?

Większość TFI, deklarujących udział zrównoważonych inwestycji w aktywach, wylicza go w konwencji całkowitej wartości inwestycji w spółkę, która spełnia określo-

ne kryterium progowe. Odmiennie podejście, w którym waży się odsetek zrównoważonej działalności w przychodach emitenta, wykazały dwa towarzystwa.



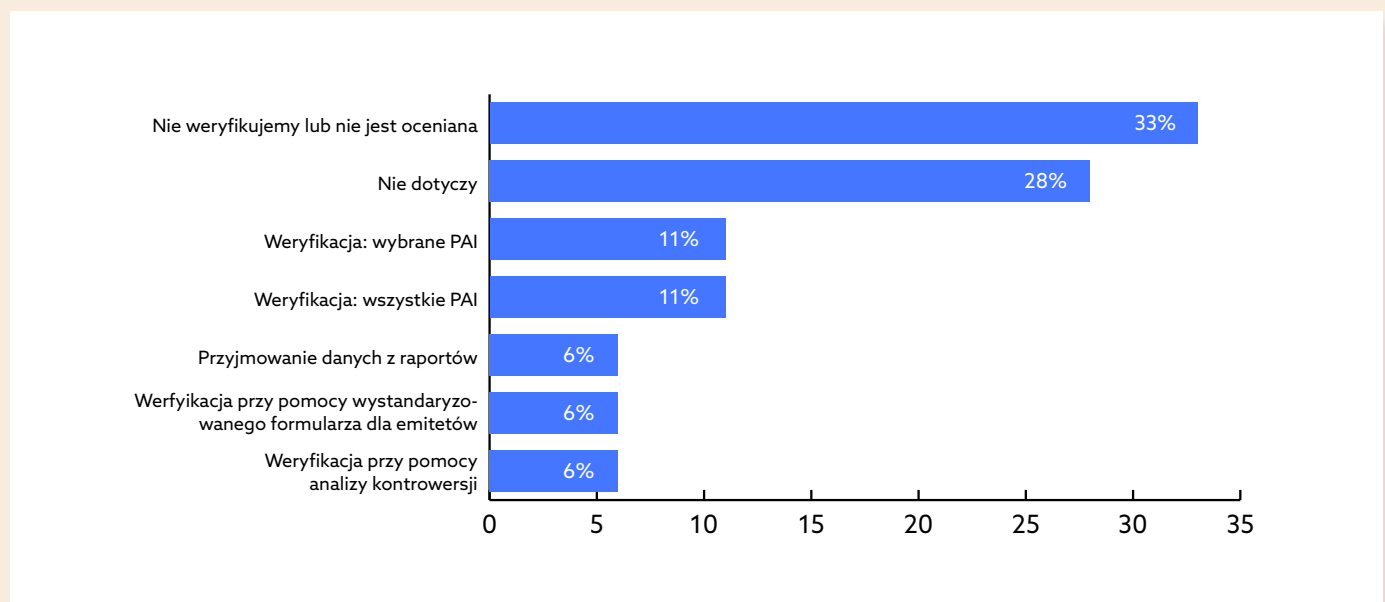
Wykres 45. W jaki sposób wyliczają Państwo udział inwestycji zrównoważonych?

Zasada “Nie czyn poważnych szkód” (Do no significant harm)

Jednym z kluczowych warunków inwestycji zrównoważonej jest nieczynienie poważnych szkód (*Do no significant harm*, w skrócie DNSH) względem celów dotyczących zrównoważonych inwestycji, doprecyzowane w ramach RTS do SFDR. Jest to jeden z obowiązkowych aspektów dla funduszu zaklasyfikowanych jako art. 9 SFDR oraz w nowej perspektywie finansowej UE zasada horyzontalna.

W ankiecie zadaliśmy pytanie, czy zasada ta jest weryfikowana przez polskie TFI i jeśli tak, to w jaki sposób. **Jedynie niewielki procent ankietowanych podmiotów wskazał, iż ocenia spółki pod kątem działalności zgodnej z zasadą nieczynienia poważnej szkody (DNSH), a znacząca większość TFI (ponad 60%) nie dokonuje takiej weryfikacji.** Zważywszy na stosunkowo niską liczbę funduszy art. 9, nie jest to wynik zaskakujący. Część

z tych podmiotów nie weryfikuje tej zasady ze względu na brak produktów z art. 8 lub 9, natomiast zdarzają się przypadki, że weryfikacja nie ma miejsca ze względu na to, iż takie fundusze działają jako fundusze funduszy. Wśród TFI dokonujących weryfikacji mamy do czynienia z metodami prostszymi (np. analiza kontrowersji, przyjmowanie danych z raportów emitentów lub weryfikacja wybranych PAI), jak i też bardziej zaawansowanymi (progi ilościowe i jakościowe na wszystkich 14 PAI dla spółek czy też analiza wykorzystująca wewnętrzne oceny klasyfikacyjne ESG). Te techniki mogą być benchmarkiem na naszym rynku, jak taką analizę można przeprowadzać. Ciekawym sposobem jest również stosowanie wystandaryzowanego formularza dla emitentów, który pozwala uzyskać informacje bezpośrednio u źródła w jednolitym formacie.

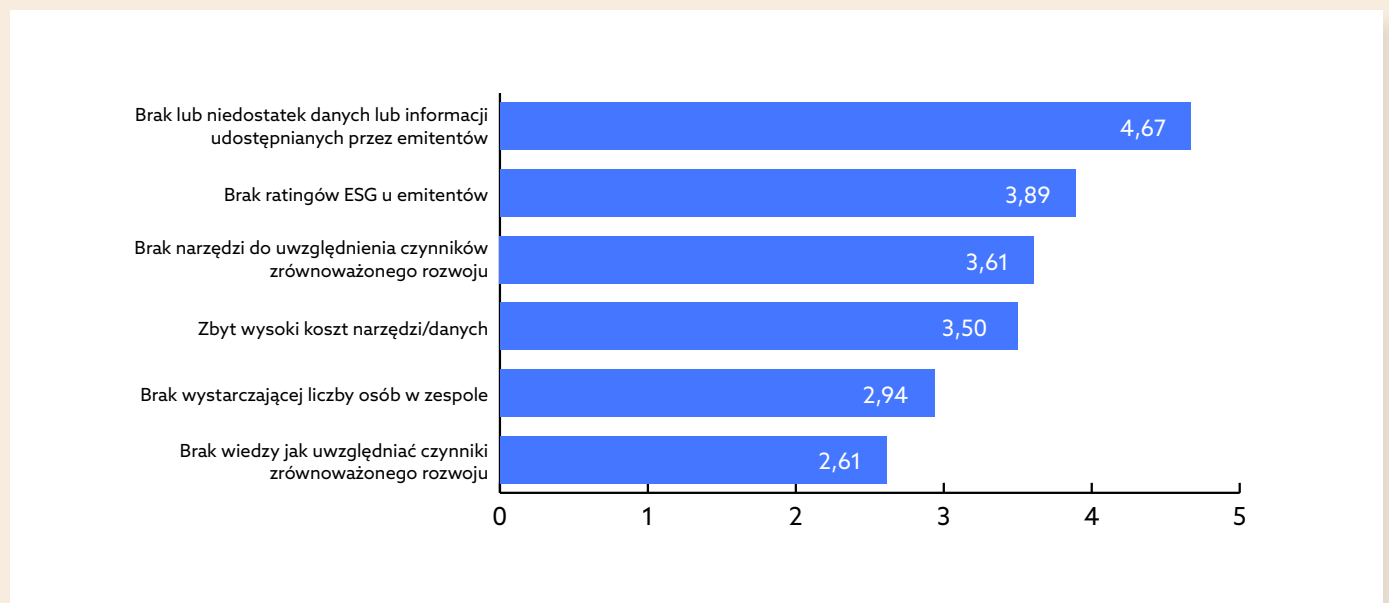


Wykres 46. W jaki sposób weryfikują Państwo zasadę nieczynienia znaczącej szkody środowisku (do no significant harm) wśród emitentów?

Główne ograniczenia i co powinno się zrobić, aby było lepiej?

W ramach przeprowadzonej ankiety staraliśmy się zidentyfikować główne ograniczenia w skutecznym uwzględnianiu czynników zrównoważonego rozwoju w praktyce inwestycyjnej. Zgodnie z informacją zawartą we wcześniejszej części raportu respondenci wskazali **przede wszystkim na brak lub niedostatek danych ze strony emitentów, jak również brak posiadania przez spółki ratingów ESG**. Na 3. oraz 4. miejscu wskazano również brak narzędzi do uwzględniania czynników ESG lub zbyt wysoki koszt takich narzędzi i danych. Zgodnie z wnioskami z sekcji dotyczącej kompetencji i edukacji,

najmniejsza waga została przypisana brakowi wiedzy, jak uwzględniać takie czynniki. Choć warto zauważyć, że wiele metod z tego zakresu (zwłaszcza bardziej ilościowych) jest wciąż na stosunkowo wczesnym etapie rozwoju, a na przykład zdecydowana większość respondentów (ponad 70%) wskazała, że nie uwzględnia czynników oraz ryzyk dla zrównoważonego rozwoju w wycenie papierów wartościowych. Wnioskując z otrzymanych odpowiedzi można założyć, że największą w tym przeszkodą jest brak danych oraz odpowiednich narzędzi.



Wykres 47. Jakie główne ograniczenia identyfikują Państwo we wdrożeniu uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w Państwa organizacji i praktyce inwestycyjnej? Wykres prezentuje średnią wartość z odpowiedzi w skali 1-5, gdzie 5 to bardzo ważne, a 1 mało ważne.

Wśród innych czynników, które utrudniają wdrożenie czynników ESG do praktyki inwestycyjnej warto wymienić wysoki stopień złożoności przepisów dotyczących ESG, brak jasnych wytycznych oraz stanowiska nadzoru.

Stworzenie nowych procesów w TFI niezbędnych do realizacji strategii ESG wymaga zasobów wewnętrznych i zewnętrznych. Ankietowane TFI wskazują, że to ta druga grupa stanowi obecnie największe wyzwanie.

Dlatego też zapytaliśmy o to, co powinno się zmienić, aby ułatwić i usprawnić wdrożenie uwzględniania czynników ESG praktyce inwestycyjnej. TFI wskazywały na:

- zadbanie o dostępność do dobrej jakości, wystandardyzowanych i porównywalnych raportów oraz danych ze strony emitentów** (wraz z danymi źródłowymi), na co wskazała pośrednio lub bezpośrednio połowa badanych podmiotów (zauważając jednocześnie, że problem ten ma być zaadresowany przez CSR/ESRS);

2. **doprecyzowanie przepisów**, definicji (np. co znaczy "uwzględnienie czynników ESG") oraz wprowadzenie jednolitych kryteriów, objaśnień/wytycznych, jak wdrażać regulacje (zwróciła na to uwagę jedna trzecia badanych) czy wręcz uproszczenie przepisów
3. **wypracowanie praktyk i standardów rynkowych** odnośnie sposobu kwalifikacji produktów i wdrażania regulacji, m.in. w zakresie rozróżnienia produktu art. 8 i art. 9, wdrażania raportowania niefinansowego czy też unikania ryzyka greenwashingu.

Warto podkreślić, że jeden z podmiotów zauważył, że uwzględniania czynników ESG jest już ułatwione i bardzo sprawne, a inny, że czynniki te w ogóle nie powinny być uwzględniane, a firmy zarządzające powinny mieć pozostawione w tym względzie wolny wybór.

Odpowiedzi te w większości spójne z obserwacjami na poziomie całej UE. Jak napisaliśmy wyżej, problem dostępności danych ma być w jakimś stopniu rozwiązany przez wejście w życie przepisów CSRD oraz ESRS, ale to będzie wymagało czasu (będą one miały zastosowanie do raportów obejmujących czynniki zrównoważonego rozwoju za rok 2024) i zwłaszcza na początku nie obejmie istotnej części populacji spółek. W zakresie punktu drugiego w okresie wrzesień—grudzień 2023 roku ESMA prowadziła konsultacje dotyczące wdrożenia SFDR i być może na podstawie otrzymanych odpowiedzi będziemy mogli liczyć na doprecyzowanie i rozjaśnienie obowiązujących przepisów w najbardziej palących miejscach poprzez opracowanie jasnych wytycznych lub zajęcie wyraźnego stanowiska przez nadzorcę.

„Bardzo się cieszę, że spotkaliśmy się z tak dużym odzewem na naszą ankietę. Pokazuje to, że polskie towarzystwa nie tylko dostosowują się do nowych regulacji, ale także świadomie i proaktywnie angażują się w realizację strategii zrównoważonego rozwoju – zarówno ze względów reputacyjnych, jak i etycznych. Ponieważ nadal jako rynek jesteśmy na początku transformacji w kierunku odpowiedzialnego inwestowania, mamy możliwość wspólnego wypracowywania dobrych praktyk i poszukiwania rozwiązań, które pozwolą efektywnie realizować cele środowiskowe, społeczne i biznesowe.

Uwzględnianie w procesie inwestycyjnym limitów ESG oraz zarządzanie funduszami zielonymi (zarówno „jasnozielonymi”, jak i funduszem „ciemnozielonym” zgodnym z art. 9 SFDR) stanowi bardzo ciekawe wyzwanie zawodowe. Świadomość, że podejmowane przez nas decyzje inwestycyjne uwzględniają nie tylko

potencjalne zwroty finansowe, ale także ich długoterminowy realny wpływ na świat, przynosi wiele satysfakcji. Liczę, że dostęp do danych niefinansowych będzie stawał się łatwiejszy, co pozwoli na jeszcze lepszą odpowiedź na potrzeby coraz bardziej świadomych klientów polskiego rynku funduszy.



Maja Motak

Młodsza Zarządzająca Funduszami
TFI PZU

Podsumowanie

Polskie TFI rozpoczęły już włączanie aspektów ESG do swoich procesów i polityk zarówno na poziomie działalności TFI, jak i zarządzanych funduszy, jednak jest to stosunkowo wczesny etap tego procesu, a zakres i rodzaj uwzględnianych czynników oraz stosowane podejście zależą często od indywidualnej polityki inwestycyjnej konkretnego funduszu bądź towarzystwa. Wszystkie podmioty deklarują uwzględnianie czynników zrównoważonego rozwoju w inwestycjach, większość również wdrożyła odpowiednie strategie lub polityki w tym zakresie.

Działania te są motywowane przede wszystkim zewnątrz, głównie przez wprowadzane wymogi regulacyjne, w mniejszym stopniu przez oczekiwania klientów lub innych interesariuszy. Oczekiwania klientów są już odczuwalne przez połowę ankietowanych, ale problemem jest znaczny stopień braku znajomości preferencji klientów w zakresie zrównoważonego inwestowania przez TFI.

Prawdopodobnie w wyniku tego oferta produktowa z zakresu funduszy art. 8 i art. 9 jest stosunkowo uboga (gdzie znaczna część produktów to fundusze funduszy lub produkty *master feeder* wobec funduszy zagranicznych), a wdrażanie czynników zrównoważonego rozwoju do polityki inwestycyjnej często odbywa się na zasadzie minimalistycznej. W zakresie stosowanych metod w większości przypadków mamy na razie do czynienia ze stosowaniem prostych metod, takich jak polityka wykluczeń czy też limity inwestycyjne oraz przede wszystkim opierania się na ratingach ESG. Przy czym w oczy rzuca się duża liczba podmiotów, które nie wykluczyły lub nie zrezygnowały jeszcze z żadnej inwestycji w zaięzku z niedostatkami w czynnikach ESG mimo deklarowania tej techniki jako jednej z najważniejszych.

Pozytywnym sygnałem jest to, że są na naszym rynku podmioty, które stosują bardziej zaawansowane metody z wykorzystaniem najlepszych dostępnych praktyk (np. uwzględnianie czynników ESG w wycenie papierów wartościowych) i źródeł danych lub chociaż w najlepszy możliwy sposób przy pomocy informacji zasobów, którymi dysponują. Ważny jest również wniosek dotyczący dobrego poziomu kompetencji ESG w towarzystwach, zapewnienie wydzielenia odpowiednich struktur oraz zrozumienia potrzeby edukacji w tym zakresie. Powinno to sprzyjać podnoszeniu poziomu stosowanych praktyk i produktów w przyszłości.

Najważniejsze wyzwania w skutecznym wdrażaniu aspektów ESG w praktyce inwestycyjnej to brak lub niska jakość informacji ze strony emitentów (w tym brak ratingów ESG). W tym zakresie duże nadzieje wiąże się z wchodzącymi niedługo w życie regulacjami dot. raportowania niefinansowego. Znaczenie ma również brak lub wysoki koszt dostępu do narzędzi i danych, jak również niejasność wprowadzonych regulacji i niedostateczne rozwinięcie praktyk i standardów rynkowych w podejściu do ich wdrażania.

Jakie wnioski płyną z powyższych informacji? **Czy uczestnicy naszego rynku mają tylko czekać z założonymi rękami na wejście w życie kolejnych regulacji lub patrzeć biernie na kolejne regulacje wpływające ze strony ESMA? Wierzmy, że nie i że każdy uczestnik naszego rynku (TFI, giełda, jak również Komisja Nadzoru Finansowego) ma swoją rolę do odegrania.**

CFA Society Poland planuje odgrywać w tym procesie istotną rolę. Tematyka ESG jest od wielu lat uwzględniana w programie egzaminów CFA. Dodatkowo, w Polsce od długiego czasu prowadzimy debaty dotyczące tej tematyki. Staramy się przy tym przedstawiać różne punkty widzenia, wierząc że tylko w toku dyskusji będziemy w stanie stworzyć dobre praktyki rynkowe. Ten raport jest naszym zdaniem dobrym punktem wyjścia do takiej dyskusji.

Zgodnie z ideą zrównoważonych inwestycji i walki ze zmianami klimatu uczestnicy rynku finansowego, czyli banki i firmy inwestycyjne zaczynają odgrywać coraz bardziej istotną rolę nie tylko w przekierowaniu strumienia kapitału w stronę bardziej „zrównoważonych” firm, ale także w procesie transformacji gospodarki w kierunku bardziej zrównoważonym, odnawialnym i wykorzystującym odnawialne źródła energii. W rezultacie mogą pełnić one ważną rolę w łagodzeniu zagrożeń klimatycznych i finansowaniu przejścia na bardziej zrównoważoną gospodarkę regulując jednocześnie koszt pozyskania kapitału dla firm zrównoważonych i niezrównoważonych.

Wielu inwestorów na świecie - i jak wskazuje nasze badanie, również w Polsce - ma oczekiwanie, że produkty, w które inwestują, będą realizowały tę misję. Dlatego, w pierwszej kolejności **firmy zarządzające aktywami, które tego jeszcze nie robią, powinny poczynić starania w kierunku zidentyfikowania preferencji swoich klientów w zakresie zrównoważonych inwestycji.** Na tej podstawie zgodnie z rolą służebną wobec interesów klienta powinny dostosować swoją ofertę do oczekiwań inwestorów.

W drugiej kolejności, jeśli takie potrzeby po stronie klientów zostaną zidentyfikowane, TFI powinny zaoferować jak

najlepszy produkt adresujący takie preferencje. Czy dzisiaj inwestor, szukając inwestycji uwzględniających czynniki ESG, może znaleźć odpowiedni dla siebie produkt w ofercie polskich TFI? Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że tak, ale w przypadku wysokich oczekiwań w tym zakresie do wyboru będzie tylko kilka odpowiednio przygotowanych podmiotów, więc wybór ten nie będzie zbyt szeroki.

Skoro główną przeszkodą zidentyfikowaną po stronie inwestorów instytucjonalnych jest brak danych lub brak dobrej jakości danych niefinansowych to, **czy Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych we współpracy z TFI może poczynić starania w kierunku standaryzacji sposobu ujawniania danych przez emitentów oraz wesprzeć ich w tym zakresie?** Co oczywiste raportowanie to stanowi kolejne, dodatkowe obciążenie dla emitentów, ale w świetle nadchodzących regulacji i tak będą do takiego raportowania zobowiązani, a bezpiecznie można założyć, że z punktu widzenia tych firm łatwiej będzie raportować według jednego, ustalonego standardu niż przysyłać te same informacje osobno do różnych inwestorów w innych formatach. Standard taki mógłby być przygotowany już w sposób zgodny z rozporządzeniem ESRS oraz CSRD.

Zważywszy na poruszony przez uczestników ankiety **brak jasnych i jednoznacznych przepisów oraz oczekiwania na wytyczne w tym zakresie, można zadać sobie pytanie, czy przedstawiciele Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Ministerstwa Finansów mogliby podjąć proaktywne działania w tej materii?** Działanie to mogłoby stanowić próbę usystematyzowania sposobu wdrożenia regulacji z zakresu zrównoważonych inwestycji na polskim rynku i mogłoby zmaterializować się w jednej z wcześniej już stosowanych form - np. wytycznych (przy czym pragniemy podkreślić różnicę między usystematyzowaniem a gold-platingiem).

Mamy nadzieję, że wszyscy uczestnicy rynku poczynią starania w kierunku wsparcia zwiększenia efektywności rynku w zakresie inwestycji zrównoważonych i sami jako autorzy tego raportu chcemy dołożyć niniejszym raportem do tego wysiłku swoją cegiełkę.

” Europa stała się przodującym rynkiem, jeśli chodzi o wielkość aktywów i liczbę funduszy deklarujących inwestycje zrównoważone lub promujące cele zrównoważonego rozwoju. Należy to docenić, ponieważ obecnie nieczęsto Europa jest w czymś pierwsza na świecie. Z kolei w USA ścierają się dwie siły przeciwników i zwolenników inwestowania ESG. Wydaje się, że obecnie naprzód wysuwa się podejście kierowania się preferencjami klienta w tym zakresie. Brak jednoznacznego podejścia w USA sprzyja temu, żeby Europa utrzymała na tym rynku pozycję lidera. Dzięki temu jest to szansa również dla polskiego rynku. Oczywiście kluczowym aspektem będzie tutaj lepsze poznanie preferencji klienta i zwiększenie poziomu świadomości problemu.

Niezależnie od oceny podejścia do walki ze zmianami klimatycznymi w Europie i przekonań z tym związanych oraz niezależnie od tego, czy wierzymy w możliwość skutecznego wpływu inwestowania na zrównoważony rozwój czy podchodzimy do tematu czysto

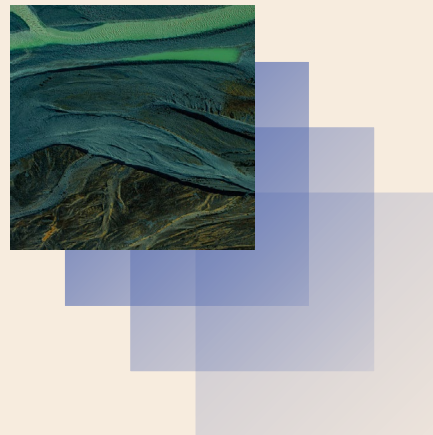
pragmatycznie, rozwój tego typu produktów jest zjawiskiem, którego nie powinno się lekceważyć. Jak do tego tematu podejździe w kolejnych latach polski rynek funduszy? Odpowiedź należy do nas.



Maciej Kowalczyk

PwC Asset & Wealth Management / Risk & Portfolio Solutions

CERTIFICATE IN ESG Investing



Dla kogo stworzyliśmy ten certyfikat?

Dla analityków, zarządzających portfelami, kadry kierowniczej lub dla każdego, kto ma podstawy w zarządzaniu inwestycjami i jest zainteresowany doskonaleniem swoich kompetencji w obszarze inwestycyjnym ESG.



Dlaczego warto wybrać certyfikat ESG Investing?

W dzisiejszym, dynamicznie zmieniającym się świecie finansów koncentracja na zrównoważonym rozwoju nie jest już opcjonalna - jest niezbędna. Certyfikat CFA Institute w zakresie inwestowania ESG stanowi podstawę do zaspokojenia tego rosnącego zapotrzebowania.

66% uczestników natychmiast wykorzystuje swoją wiedzę Certyfikat ESG Investing to

podstawowy certyfikat, który daje ogólne zrozumienie, w jaki sposób włączyć czynniki środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego (ESG) do procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Zostań wewnętrznym ekspertem ds. ESG w swojej firmie i zdobądź uznawany na całym świecie certyfikat, który potwierdza Twoją wiedzę i kompetencje.

Poznaj szczegóły

najbardziej pożądanego certyfikatu w regionie EMEA.

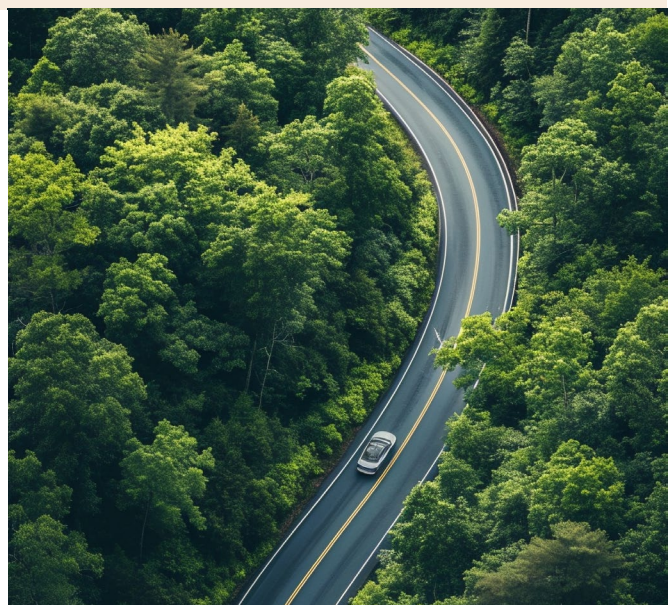
[Dowiedz się więcej](#)

JUŻ DOSTĘPNY

Climate Risk, Valuation, and Investing Certificate

Podkreśl swoją wyjątkowość na rynku pracy. Zyskaj praktyczną wiedzę i cenne umiejętności. Naucz się integrować kwestie klimatyczne z procesami wyceny i budowy portfela oraz skutecznie komunikować złożone koncepcje klimatyczne. Zbuduj swoją profesjonalną sieć w społeczności z innymi uczniami.

Koszt: 1 390 USD instytucja / 1 590 USD sprzedaż detaliczna



O CFA Society Poland

CFA Society Poland powstało w 2004 roku i jest jednym ze 157 lokalnych stowarzyszeń międzynarodowego CFA Institute. Organizacja obecna jest w 70 krajach i zrzesza blisko 200 tys. przedstawicieli branży finansowej, obecnych w ponad 164 krajach. CFA Society Poland rozpowszechnia i realizuje najwyższe standardy etyczne oraz edukacyjne w zakresie działań branży inwestycyjnej w Polsce. Organizacja skupia profesjonalistów mających związek z szeroko pojętym dokonywaniem inwestycji i zarządzaniem finansami. Jest to prestiżowe grono osób, mogące pochwalić się szerokim zakresem wiedzy finansowej i doskonałym zrozumieniem procesów gospodarczych. Certyfikat CFA to kompetencje i kwalifikacje niezbędne do wykonywania wielu zawodów. Egzaminy obejmują takie obszary, jak analiza i wycena instrumentów finansowych, zarządzanie portfelem, finanse spółek, sprawozdawczość finansowa czy etyka.