

Teresa Tatiana Czerwińska

Uniwersytet Gdański

**POLITYKA
SPOŁECZNEJ ODPOWIEDZIALNOŚCI INWESTYCJI
– UWARUNKOWANIA I PROJEKCJA IMPLEMENTACJI
NA RYNKU FUNDUSZY EMERYTALNYCH**

Streszczenie: Celem pracy jest analiza zagadnienia społecznej odpowiedzialności biznesu. Studia literatury przedmiotu skłaniają do wniosku, że u podłoża implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych leżą przede wszystkim uwarunkowania społeczne. Powodzenie zaś całego procesu wdrożenia koncepcji SRI zależy w dużym stopniu od wykształcenia się pewnych nieformalnych paradygmatów w środowisku zarządzających aktywami oraz proaktywnej postawy beneficjentów funduszy emerytalnych. Implementacja koncepcji SRI w działalności funduszy emerytalnych jest w dużym stopniu wyrazem dojrzałości społecznej w kwestii odpowiedzialności biznesu.

1. Wstęp

Na wysoko rozwiniętych rynkach kapitałowych zagadnienie społecznej odpowiedzialności biznesu, nazywane „brakującym ogniwem kapitalizmu” [Freeman, Liedtka 1991, s. 92], zyskuje na znaczeniu, zwłaszcza w warunkach ogólnego spadku zaufania do instytucji finansowych oraz występującego kryzysu gospodarczego. W tym kontekście coraz częściej pojawia się koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania¹ (*social responsible investment* – SRI), bowiem formułując politykę inwestycyjną, fundusze emerytalne, jako organizacje o charakterze społeczno-gospodarczym, nie mogą ignorować oczekiwań społecznych, bowiem w długim horyzoncie czasu to społeczeństwo jest właścicielem partycypującym w ryzyku powierzonego kapitału. Celem opracowania jest rozpoznanie uwarunkowań społecznie odpowiedzialnego inwestowania oraz wskazanie perspektyw i problemów implementacji tej koncepcji na gruncie polskiego rynku emerytalnego.

¹ Nazywana też „zrównoważonym” lub „etycznym” inwestowaniem.

2. Strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest elementem szerszej koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (*corporate social responsible – CSR*)². Studia literatury przedmiotu wykazują, że większość spotykanych ujęć koncepcji SRI odwołuje się do konieczności wkomponowania w proces inwestycyjny, oprócz kryteriów czysto ekonomicznych (ryzyko – dochód), również wartości etycznych, ekologicznych, interesów społecznych, oraz zasady partnerstwa z interesariuszami [zob. Crane i in. 2008; *How responsible...* 2002; Kekäläinen 2004; *Socially* 2000; Sparkes 2002, s. 22–26]. Istotną różnicą w relacji do klasycznego procesu inwestycyjnego jest uwzględnienie szerszego kontekstu podejmowania decyzji inwestycyjnych, poszukiwanie konsensusu rachunku ekonomicznego opłacalności inwestycji i odpowiedzialności inwestora lokującego kapitał za długoterminowe skutki inwestycji. Studia literatury przedmiotu oraz analiza praktyki gospodarczej pozwalają wyróżnić w ramach nurtu SRI cztery zasadnicze grupy strategii [zob. *European SRI Study 2006*]:

- Strategie eliminacji – polegają na stosowaniu swego rodzaju filtrów wykluczających z obszaru inwestycji pewne aktywa, przedsiębiorstwa, branże czy też całe kraje. Do najczęściej stosowanych filtrów zalicza się: filtry etyczne (*ethical exclusions*) – eliminujące np. spółki związane z produkcją i dystrybucją broni, wyrobów tytoniowych, pornografii, kraje nierespektujące praw człowieka; filtry o charakterze normatywnym (*norms-based screening*) – eliminujące podmioty, które nie respektują regulacji normatywnych i standardów wypracowanych przez organizacje międzynarodowe, tj. np.: OECD, ILO, ONZ.
- Strategie alokacji pozytywnej – polegają na poszukiwaniu podmiotów, które przejawiają zaangażowanie w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu oraz włączanie emitowanych przez nie instrumentów do portfela inwestycji. Dobór aktywów do portfela inwestycji przebiega najczęściej z wykorzystaniem rangowania ze względu na zaangażowanie emitentów w społeczną odpowiedzialność biznesu (włączanie do portfela głównych w swojej branży lub też klasie aktywów – tzw. *best-in-class*) lub też tworzenie portfeli tematycznych z instrumentów emitowanych przez podmioty należące do wybranego sektora, poszukujące rozwiązań w zakresie globalnych problemów cywilizacyjnych.
- Strategie zaangażowania – polegają na wywieraniu przez zarządzających portfelem inwestycji wpływu, głównie za pośrednictwem dialogu oraz polityki nadzoru właścicielskiego, na przedsiębiorstwa w celu zachęcenia ich do angażowania się w praktyki odpowiedzialnego biznesu.

² CSR jest koncepcją, zgodnie z którą przedsiębiorstwa dobrowolnie w swoich działaniach i interakcjach z interesariuszami łączą troskę o społeczność i środowisko w jedno z prowadzonym biznesem [zob. szerzej: *Corporate...* 2001; Szablewski 2004, s. 37–42].

- Strategie integracji – trwale włączenie przez zarządzających portfelem kryteriów dotyczących praktyk odpowiedzialnego biznesu do analizy finansowej i oceny inwestycji.

Wymienione strategie SRI w praktyce postrzegane są jako komplementarne i adresowane do innych faz procesu inwestycyjnego. Strategie alokacji pozytywnej oraz strategie eliminacji stosowane są na etapie tworzenia portfela, natomiast strategia zaangażowania i integracji – podczas bieżącego zarządzania portfelem inwestycji. Według danych statystycznych w Europie gros rynku SRI stanowią inwestycje realizowane zgodnie ze strategiami: zaangażowania, eliminacji na podstawie filtrów normatywnych oraz integracji (zaliczanymi do tzw. *broad SRI*) – 81% wszystkich inwestycji społecznie odpowiedzialnych [zob. *European SRI Study 2008*].

3. Determinanty społecznej odpowiedzialności inwestycji funduszy emerytalnych

Do uwarunkowań implementacji koncepcji SRI w działalności funduszy emerytalnych należy zaliczyć determinanty: społeczne – czynniki związane ze zmianą paradygmatu postrzegania roli instytucji finansowych w społeczeństwie; prawne – regulacje normatywne aplikacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych oraz ekonomiczne – czynniki związane z poszukiwaniem nowych możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz umocnieniem pozycji konkurencyjnej na rynku oszczędności emerytalnych.

Studia literatury przedmiotu skłaniają do wniosku, że u podłoża implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych leżą przede wszystkim uwarunkowania społeczne [zob. Kekäläinen 2004; Mansley 2000; Solomon, Solomon, Norton 2002, s. 1–13]. Skalę zainteresowania społecznego koncepcją SRI ilustrują badania przeprowadzone na rynku amerykańskim, które wykazały, że na wysoko rozwiniętych rynkach kapitałowych ok. 50% inwestorów indywidualnych bierze pod uwagę kryteria SRI przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych³. Obecnie obserwuje się pewną ewolucję paradygmatu roli organizacji gospodarczych w społeczeństwie: od biznesu, którego jedynym rodzajem społecznej odpowiedzialności jest dążenie do maksymalizacji majątku właścicieli na tyle, na ile pozostaje to w zgodzie z regułami konkurencyjnego rynku [Friedman 1993, s. 127–128, za: Kulawczuk 2009, s. 22], do przedsiębiorstwa, które ma wiele zobowiązań w stosunku do swojego otoczenia, a właściciele nie są jedynym i najważniejszym podmiotem, któremu powinna być podporządkowana jego działalność [zob. Lis, Sterniczuk 2005, s. 40]. Przedsiębiorstwa zaczynają być postrzegane jako integralny element społeczeństwa, wchodzący w interakcje nie tylko z otoczeniem gospodarczym, co powoduje,

³ Badania przeprowadzono w Stanach Zjednoczonych przez Investment Company Institute [zob. Hayes 2005, s. 59–63].

że ich decyzje rodzą również krótko- i długofalowe istotne skutki społeczne. Jest to szczególnie istotne dla funduszy emerytalnych, bowiem ich pozycja rynkowa – jako instytucji powierniczej – w znacznie większym stopniu zależy od zaufania i dobrych relacji z podstawowymi grupami interesariuszy niż w przypadku „tradycyjnych” przedsiębiorstw [zob. Szablewski 2004, s. 33]⁴.

Kolejną istotną grupą determinantów implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych są uwarunkowania prawne. Wzrost świadomości w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu oraz presja społeczna spowodowały, że w 2001 r. Komisja Europejska wydała dokument *Green paper promoting a European framework for corporate social responsibility*, zalecający krajom członkowskim wypracowanie odpowiednich narodowych rozwiązań legislacyjnych w celu zapewnienia podstaw do rozwoju praktyk CSR. Obecnie w Europie co najmniej osiem państw wprowadziło już krajowe regulacje dotyczące aplikacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych, tj.: Wielka Brytania (od 2000 r.), Francja, Niemcy i Szwecja (od 2001 r.), Belgia, Norwegia i Włochy (od 2004 r.) oraz Austria (od 2005 r.) [zob. *Pension...*]. Ponadto ustawodawstwo w dziedzinie SRI zainicjowały również: Holandia, Dania, Szwajcaria i Hiszpania. Najbardziej restrykcyjne regulacje, dotyczące SRI dla rynku emerytalnego, wprowadzono w Szwecji i Norwegii, gdzie kwestie SRI dla funduszy emerytalnych ujęte są w formie obligatoryjnych wytycznych uwzględnienia w polityce inwestycyjnej, poza kryteriami ryzyko – dochód, kryteriami społecznymi, etycznymi i ekologicznymi oraz rocznego raportowania o respektowaniu tych kryteriów [zob. *The Norwegian...*].

W Wielkiej Brytanii, która jako pierwsza zainicjowała ustawodawstwo w dziedzinie SRI, regulacje prawne nakładają na zarządzającego funduszem (powiernika) obowiązek raportowania uwzględnienia (lub pominięcia) kryteriów społecznych, ekologicznych i etycznych w procesie inwestycyjnym oraz polityki w zakresie wykonywania praw związanych z aktywami wchodzącymi w skład portfela inwestycji⁵. Bardzo podobne w swojej istocie, zainspirowane modelem brytyjskim, rozwiązania prawne zostały wprowadzone we Włoszech, Francji, w Niemczech i Belgii. Nie wdając się w szerszą prezentację rozwiązań prawnych w zakresie SRI na rynku emerytalnym w poszczególnych krajach, warto wskazać, że ich cechą wspólną jest wymóg jedynie raportowania zakresu aplikacji (bądź pominięcia) kryteriów SRI w procesie inwestycyjnym. Wprowadzone regulacje ani nie nakładają wymagań szczegółowych co do rozmiarów alokacji portfela funduszy emerytalnych, zgodnie z kryteriami SRI, ani nie uszczegółwiają kryteriów SRI, brak również mechanizmów kontrolnych oraz wytycznych co do sposobu raportowania

⁴ Jak wykazują badania, ponad 96% badanych wskazuje reputację firmy ubezpieczeniowej jako jeden z najważniejszych czynników decydujących o zawarciu polisy ubezpieczeniowej [zob. Atchinson 2005, s. 56–60].

⁵ *Statutory Instrument 1999*, no. 1849; *Amendment Regulations 1999* [zob. szerzej: *How responsible...* 2002].

aplikacji SRI w procesie inwestycyjnym. Ponadto wprowadzone regulacje nie przewidują w zasadzie sankcji dla funduszy emerytalnych w przypadku zaniedbania obowiązku raportowania aplikacji SRI w realizowanej polityce inwestycyjnej, co rodzi trudności z ich egzekwowaniem. Zatem swoistą „wartość dodaną” wprowadzonych na rynku emerytalnym regulacji prawnych w zakresie SRI należy dostrzegać raczej w zalegalizowaniu praktyk SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych, co oznacza, że są one obecnie traktowane jako wartościowe i równorzędne z „klasycznymi” strategiami tworzenia i zarządzania portfelem inwestycji, oraz zwróceniu uwagi zarządzających na konieczność zajęcia stanowiska w kwestii społecznej odpowiedzialności inwestycji [zob. *How responsible...* 2002].

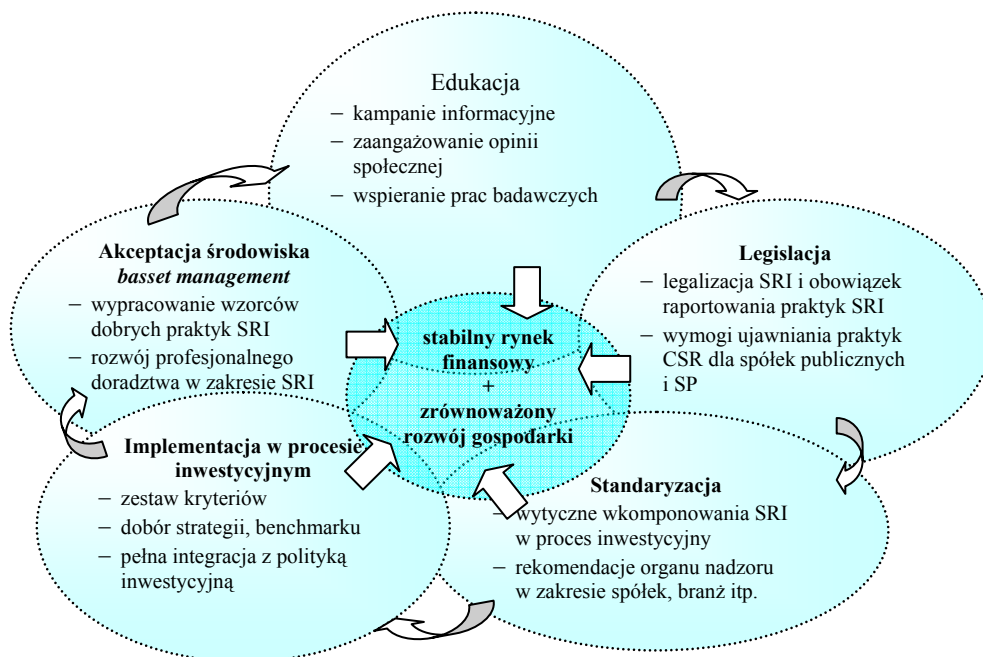
Uwarunkowania ekonomiczne implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych związane są przede wszystkim z poszukiwaniem nowych możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz kształtowaniem wizerunku instytucji i jej pozycji konkurencyjnej na rynku oszczędności emerytalnych. Jak dotychczas brakuje bezspornych dowodów na pozytywne oddziaływanie aplikacji strategii SRI na efektywność portfela inwestycji. W literaturze przedmiotu dyskusja zaś koncentruje się głównie wokół dwóch koncepcji: jednej bazującej na argumentacji teorii portfelowej, drugiej opartej na argumentacji teorii zarządzania [zob. Kekäläinen 2004]. W świetle klasycznej teorii portfelowej oraz hipotezy rynku efektywnego konstrukcja portfela z uwzględnieniem kryteriów SRI może skutkować obniżeniem efektywności portfela inwestycji w długim okresie. W warunkach efektywnego rynku efektywność portfela rynkowego przewyższa bowiem wszystkie inne skonstruowane portfele (również portfele tworzone z wykorzystaniem strategii SRI). Stąd im bardziej efektywny jest rynek kapitałowy, tym bardziej oczywisty jest wpływ wdrożenia SRI na wyniki zarządzania portfelem. Ponadto, wkomponowanie kryteriów SRI do procesu inwestycyjnego funduszu emerytalnego wiąże się również z problemem jego odpowiedniej dywersyfikacji. Wykluczanie pewnych branż lub obszarów geograficznych z portfela inwestycji może prowadzić do wzrostu ryzyka systematycznego portfela [zob. szerzej: Kekäläinen 2004].

Z kolei biorąc pod uwagę dorobek teorii zarządzania i argumenty przeciwko hipotezie rynku efektywnego, zakładającej pełny powszechny dostęp inwestorów do informacji, można traktować implementację strategii SRI jako jedną z metod wzrostu efektywności portfela. Badacze argumentują, że wskutek asymetrii informacyjnej w zakresie praktyk CSR poszczególnych emitentów aplikacja kryteriów SRI do konstrukcji portfela inwestycji daje inwestorowi pewną przewagę informacyjną, co może skutkować osiągnięciem przez niego ponadprzeciętnych wyników [zob. Hudson 2006; Kekäläinen 2004]. W tym ujęciu pozytywny wpływ aplikacji strategii SRI na efektywność portfela inwestycji związany jest z uzyskiwaniem lepszych wyników na działalności operacyjnej i finansowej w długim okresie przez przedsiębiorstwa działające zgodnie z koncepcją CSR. Dyskusja tocząca się w przedmiotowej sprawie zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wśród zarządzających aktywami znajduje swój

wyraz w poszukiwaniu empirycznych dowodów na występowanie pozytywnej zależności między dochodowością a społeczną odpowiedzialnością biznesu. Przegląd zrealizowanych badań empirycznych wykazuje, że wdrożenie strategii SRI w procesie inwestycyjnym w większości przypadków nie powoduje obniżenia efektywności i wzrostu ryzyka działalności inwestycyjnej w długim okresie [zob. *Demystifying...* 2007; *Pension...*; Scholtens 2005, s. 63–72]. Jednocześnie, należy zaznaczyć, że implementacja koncepcji SRI nie pozwala na automatyczne uzyskiwanie ponadprzeciętnych wyników zarządzania portfelem inwestycji.

4. Projekcja implementacji koncepcji SRI na rynku emerytalnym w Polsce

Implementacja koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych wymaga poszukiwania rozwiązań umożliwiających łączenie celów typowo biznesowych funduszu z celami społecznymi na gruncie praktyki. Wdrożenie koncepcji SRI wymaga nie tylko zaangażowania OFE i zarządzających nimi PTE, lecz także szerszego współdziałania środowiska rynku kapitałowego, organów nadzorczych oraz beneficjentów systemu emerytalnego. Możliwy ramowy scenariusz wdrożenia koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych w Polsce przedstawia rysunek 1.



Rys. 1. Schemat ideowy implementacji koncepcji SRI na rynku oszczędności emerytalnych w Polsce

Źródło: opracowanie własne.

Mając na uwadze, że podstawowym bodźcem na rzecz SRI jest dojrzałość społeczeństwa w kwestii zrównoważonego rozwoju, pierwszym etapem procesu wdrażania SRI, swoistym kołem zamachowym jest – zdaniem autorki – edukacja zarówno członków funduszy emerytalnych, jak i menedżerów zarządzających aktywami. Zdając sobie sprawę, że edukacja jest procesem czasochłonnym, oraz jak znaczny dystans dzieli polski rynek kapitałowy w kwestiach zrównoważonego rozwoju od wysokorozwiniętych krajów Unii Europejskiej, należy rozważyć przyspieszenie tego procesu poprzez wprowadzenie rozwiązań legislacyjnych w zakresie implementacji SRI w instytucjach profesjonalnie zajmujących się długoterminowym inwestowaniem powierzonych kapitału, przede wszystkim: funduszach emerytalnych, zakładach ubezpieczeń na życie, instytucjach prowadzących IKE. Należy zaznaczyć, że regulacje prawne w zakresie ujawniania praktyk CSR, np. w raportach rocznych, powinny obejmować szersze środowisko emitentów instrumentów finansowych oraz spółki Skarbu Państwa. Umożliwi to efektywną implementację strategii SRI, co wymaga transparentności. Istotną rolę powinna odgrywać proaktywna postawa organu nadzoru, do którego należą interpretacja norm legislacyjnych i doprecyzowanie ram aplikacji koncepcji SRI w konkretnych realiach rynkowych oraz skuteczne egzekwowanie. Wzorem rozwiązań stosowanych w krajach skandynawskich, organ nadzoru może pełnić również pewne funkcje doradcze w zakresie implementacji koncepcji SRI, np. wydawać rekomendacje dotyczące społecznej odpowiedzialności biznesu poszczególnych branż lub spółek⁶. Mając na uwadze, że SRI to nie tylko zestaw wymogów, które można narzucić funduszom emerytalnym, lecz przede wszystkim także koncepcja postrzegania ich roli w społeczeństwie, regulacje prawne – w przekonaniu autorki – powinny koncentrować się na wytyczeniu i egzekwowaniu standardów na poziomie minimum. Natomiast szczegółowe kwestie implementacji SRI powinny być wypracowywane na zasadzie konsensusu w drodze dialogu funduszy emerytalnych z interesariuszami. Powodzenie zaś całego procesu wdrożenia koncepcji SRI zależy w dużym stopniu od wykształcenia się pewnych nieformalnych paradygmatów w środowisku zarządzających aktywami oraz proaktywnej postawy beneficjentów funduszy emerytalnych.

OFE prowadzące działalność w Polsce zobligowane są dokonywać alokacji powierzonych kapitału zgodnie z dość restrykcyjnym systemem limitów i ograniczeń zawartych w regulacjach normatywnych [zob. Ustawa...; Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 lipca 2004 r.]. Mając na uwadze specyfikę polskiego rynku kapitałowego, przede wszystkim: jego płytkość i znaczną koncentrację, oraz fakt, że OFE mogą ulokować poza granicami kraju nie więcej niż 5% zarządzanych aktywów [zob. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r.], można wskazać na istotne problemy implementacji SRI w procesie inwestycyjnym OFE, tj.:

⁶ Por. rozwiązania dla funduszy emerytalnych stosowane w Norwegii [*The Norwegian...*].

- pogodzenie ograniczeń prawnych w zakresie alokacji aktywów z aplikacją wybranej strategii SRI – istnieje duże prawdopodobieństwo, że OFE będą miały trudności z przestrzeganiem limitów alokacji kapitału, np. limitów koncentracji w instrumentach jednego emitenta, bowiem w przypadku np. wykluczenia kilkunastu dużych spółek notowanych na GPW powstaje problem alokacji stale napływającego do OFE kapitału;
- dostępność aktywów inwestycyjnych spełniających kryteria SRI – w Polsce kwestie zrównoważonego rozwoju są zaledwie w początkowej fazie rozwoju, zatem OFE będą miały istotne trudności z dostępnością odpowiedniej ilości aktywów inwestycyjnych, z jednej strony spełniających kryteria obranej strategii SRI, a z drugiej – odpowiadających wymogom w zakresie systemu limitów prawnych;
- benchmarkowanie portfela inwestycji – obecnie w Polsce brak indeksu rynkowego dla portfeli SRI, jednocześnie nie ma możliwości zastosowania (z powodu 5-procentowego limitu inwestycji zagranicznych) indeksów światowych, tj. np.: DJ Sustainability Index, Domini400 SocialSM Index, do benchmarkowania portfela inwestycji OFE;
- dostępność informacji co do praktyk CSR poszczególnych emitentów – obecnie w Polsce nie ma standardów w zakresie raportowania praktyk CSR, a co za tym idzie – trudno jest ocenić rzeczywiste zaangażowanie przedsiębiorstwa w zakresie CSR.

5. Podsumowanie

Implementacja koncepcji SRI w działalności funduszy emerytalnych jest w dużym stopniu wyrazem dojrzałości społecznej w kwestii odpowiedzialności biznesu. Niemniej jednak, jak wykazują doświadczenia międzynarodowe, wdrożenie koncepcji SRI powinno być poparte odpowiednimi uregulowaniami prawnymi, które zalegalizują i zapewnią jej skuteczność wdrożenia w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych. Koncepcja SRI, choć ciekawa i przekonująca w swojej istocie, obecnie nie znajduje należytego zainteresowania na polskim rynku emerytalnym. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest fakt, że fundusze emerytalne nie odczuwają presji zarówno ze strony członków funduszy, co jest związane z relatywnie niskim poziomem świadomości społecznej w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu, jak i ze strony organów nadzorczych i legislacyjnych – brak odpowiednich regulacji prawnych stymulujących uwzględnianie kryteriów SRI w procesie inwestycyjnym oraz obowiązków informacyjnych co do praktyk społecznej odpowiedzialności biznesu.

Literatura

- Atchinson B.K., *Ethics after Enron: The next 10 years in the financial services profession*, „Journal of Financial Service Professionals” 2005, January.
- Corporate social responsibility*, Partners for Progress, OECD, 2001.
- Crane A.A., McWilliams D., Matten J., Moon D., *The Oxford handbook of corporate social responsibility*, Oxford University Press, Oxford 2008.
- Demystifying responsible investment performance. A review of key academic and broker research on ESG factors, a joint report by the asset management working group*, UNEP FI and Mercer, October 2007.
- European SRI Study 2006*, Eurocif (www.eurocif).
- European SRI Study 2008*, Eurocif (www.eurocif).
- Freeman E.R., Liedtka J., *Corporate social responsibility: A critical approach*, „Business Horizons” 1991, July–August.
- Friedman M., *Kapitalizm i wolność*, Centrum im. A. Smitha i Rzeczpospolita, Warszawa 1993.
- Hayes S.K., *Socially responsible mutual funds: Issues to consider when investing with your conscience*, „Journal of Financial Service Professionals” 2005, September.
- How responsible is socially responsible investment?*, OECD Workshop on Issues in Pension Reform, Australia, March 2002.
- Hudson J., *The social responsibility of the investment profession*, The Research Foundation of CFA Institute 2006.
- Kekäläinen S., *Sustainability of privately managed pension funds*, Final thesis for the department of Organization and Strategy, University of Tilburg, 2004.
- Kulawczuk P., *Determinanty społecznej odpowiedzialności instytucji finansowych w Polsce*, w: *Spoleczna odpowiedzialność instytucji finansowych*, red. M. Bąk, P. Kulawczuk, Instytut Badań nad Demokracją i Przedsiębiorstwem Prywatnym, Warszawa 2009.
- Lis K.A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Mansley M., *Socially responsible investment: A guide for pension funds and institutional investors*, UK Monitor Press, 2000.
- The Norwegian government pension fund-global's ethical guidelines*.
- Pension programme social responsible investment toolkit 2004–2005*, Eurocif.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 lipca 2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz.U. z 10 sierpnia 2004 r.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (Dz.U. nr 15, poz. 182 z późn. zm.).
- Scholtens B., *Style and performance of dutch socially responsible investment funds*, „The Journal of Investing” 2005, spring.
- Socially responsible investment by pension funds – a state of the knowledge report*, Ellipson, Basel 2000.
- Solomon J.A., Norton S., *Socially responsible investment in the UK: Drivers and current issues*, „Journal of General Management” 2002, vol. 27, no. 3.
- Sparkes R., *Socially responsible investment: A global revolution*, J. Willey & Sons, Ontario, Canada, 2002.
- Szablewski A., *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuziemek, Poltext, Warszawa 2004.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jednolity: Dz.U. 2004, nr 159, poz. 1667 z późn. zm.).

**THE SOCIAL RESPONSIBILITY
OF THE INVESTMENT OF PENSION FUNDS
– CONDITIONS AND THE PROJECTION
OF THE IMPLEMENTATION**

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