

---

ANNALS  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLIX, 4

SECTIO H

2015

---

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

AGATA ADAMSKA  
TOMASZ J. DĄBROWSKI  
ANNA GRYGIEL-TOMASZEWSKA

agata.adamska@sgh.waw.pl, tomasz.dabrowski@sgh.waw.pl, ag23236@sgh.waw.pl

*Institutionalne i rynkowe uwarunkowania rozwoju inwestycji  
etycznych – doświadczenia europejskie i ich implikacje dla Polski*

---

Institutional and Market Conditions for the Development of Ethical Investments

– European Experiences and their Implications for Poland

**Słowa kluczowe:** czynniki instytucjonalne, inwestowanie etyczne, inwestowanie odpowiedzialne społecznie

**Keywords:** institutional factors, ethical investments, socially responsible investments

**Kod JEL:** G18, G23, M14

## Wstęp

Polski rynek inwestycji etycznych znajduje się na początku drogi swojego rozwoju. Mimo dość wysokiej świadomości inwestorów dotyczącej istnienia takiego zjawiska, jak SRI (*Social Responsible Investing*), deklarowanie uwzględniania aspektów pozaekonomicznych podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych jest stosunkowo rzadko spotykane. W badaniu przeprowadzonym wśród inwestorów indywidualnych 59% respondentów przyznało, że słyszeli o inwestycjach odpowiedzialnych społecznie, ale jednocześnie 67% badanych stwierdziło, że nie korzysta z żadnych form tego typu inwestowania [Czerwonka, 2013, s. 160–161]. Podobna

sytuacja występowała wśród inwestorów instytucjonalnych – w 2011 r. 87,5% z nich zadeklarowało brak zainteresowania uwzględnianiem czynników ESG (*Environmental, Social, Governance*) na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnych [Deloitte, 2011, s. 14]; w 2012 r. odsetek ten zmniejszył się do 87% [Deloitte, 2012, s. 21]. Pojawia się zatem pytanie o perspektywy rozwoju inwestowania etycznego w Polsce i czynniki, które mogłyby ten rozwój stymulować. Jest ono tym bardziej zasadne, że rynek inwestycji etycznych na świecie szybko rośnie. Ocenia się, że w latach 2012–2014 w skali globalnej wzrost tego rynku wyniósł 61% – największą dynamikę odnotowano w Ameryce Północnej (Stany Zjednoczone, Kanada) oraz w Europie, która nadal pozostaje liderem tego typu inwestycji (jej udział w aktywach zarządzanych zgodnie z regułami SRI wyniósł w 2014 r. 64% [GSIA, s. 8]). Celem artykułu jest ustalenie przyczyn różnic w poziomie rozwoju inwestycji etycznych występujących między Polską a innymi krajami europejskimi, w których inwestycje te odgrywają znacznie bardziej istotną rolę, oraz identyfikacja możliwości transponowania doświadczeń tych krajów na polski rynek.

## 1. Rola czynników instytucjonalnych w rozwoju inwestowania etycznego

Inwestowanie etyczne nie jest zjawiskiem nowym. W formie zinstytucjonalizowanej pojawiło się na przełomie lat 60. i 70. XX w., kiedy to powstały pierwsze etyczne otwarte fundusze inwestycyjne. Pionierami były Ansvar Aktiefond Sverige utworzony w 1965 r. w Szwecji oraz Pax World Fund założony w Stanach Zjednoczonych w 1971 r. [Kreander, McPhail, Molyneaux, 2004]. Istotną cezurą w postrzeganiu inwestowania etycznego okazał się zapoczątkowany w 2007 r. kryzys finansowy, który w spektakularny sposób uwidocznił dysfunkcjonalności rynków finansowych. W inwestowaniu etycznym dostrzeżono wówczas duży potencjał łagodzenia tych dysfunkcjonalności ze względu na dłuższy horyzont czasowy lokowania kapitału, kierowanie jego strumienia w stronę podmiotów o wyższych standardach odpowiedzialności społecznej i finansowanie przedsięwzięć o szerszym zakresie społecznych korzyści. Możliwości wykorzystania tego potencjału będą zależały jednak od skali zainteresowania tą formą inwestowania. Dotychczas, mimo dużej dynamiki przyrostu wartości aktywów zarządzanych zgodnie z zasadami SRI, stanowią one nadal relatywnie mały odsetek całości aktywów inwestowanych na rynku finansowym. Jeszcze mniejszy jest odsetek aktywów znajdujących się pod zarządem otwartych etycznych funduszy inwestycyjnych – w Europie wyniósł on w 2013 r. 1,7% [Vigeo, 2013, s. 9], a w Polsce jedynie 0,35%.

Doświadczenia krajów mających tradycję inwestowania etycznego dowodzą, że jego popularność determinowana jest dwoma rodzajami czynników – instytucjonalnymi i rynkowymi – między którymi zachodzi dodatnie sprzężenie zwrotne. Kluczową rolę odgrywają czynniki instytucjonalne, obejmujące uwarunkowania kulturowe, rozwiązania regulacyjne i politykę państwa w zakresie promowania SRI.

Na znaczenie kontekstu kulturowego wskazuje historia narodzin inwestowania etycznego. Pojawiło się ono w krajach protestanckich, charakteryzujących się silnym etosem mieszczańskim, którego jedną z cech stanowiło łączenie sfery materialnej z moralną. Wśród prekursorów SRI znaleźli się przedstawiciele kościołów protestanckich, będący inicjatorami powstania pierwszych etycznych funduszy inwestycyjnych stworzonych w takich krajach, jak Stany Zjednoczone, Szwecja czy Wielka Brytania. Fundusze z tych dwóch ostatnich krajów nadal zachowały wiodącą pozycję w Europie pod względem wartości zgromadzonych w nich aktywów, obok funduszy z Holandii i zsekularyzowanej Francji. Z kolei w krajach o odmiennej tradycji, takich jak Hiszpania, Polska czy Włochy, inwestowanie etyczne cieszy się mniejszą popularnością.

Wpływ uwarunkowań kulturowych będzie jednak słabł, ustępując miejsca oddziaływaniu czynników związanych ze sferą regulacyjną. Istotną rolę w stymulowaniu rozwoju SRI odegrały trzy rodzaje inicjatyw z tego zakresu. Pierwszy odnosił się do wprowadzanego w rosnącej liczbie krajów wymogu ujawniania przez fundusze emerytalne bądź instytucje prowadzące pracownicze programy emerytalne stopnia, w jakim są przez nie brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych kwestie społeczne, środowiskowe i etyczne. Pionierem tego typu rozwiązań była Wielka Brytania, w której wymóg ten pojawił się w 2000 r. w wyniku uchwalenia poprawki do Pension Act z 1995 r. W kolejnych latach rozwiązania takie wprowadzono m.in. w Belgii, Niemczech i Włoszech. Jeszcze dalej poszły Francja i Szwecja, w których fundusze emerytalne zostały zobowiązane do uwzględniania aspektów społecznych, środowiskowych i etycznych (Francja) bądź jedynie środowiskowych i etycznych (Szwecja) w swojej polityce inwestycyjnej. Tego typu regulacje nie tylko zwiększyły pulę środków lokowanych z uwzględnieniem zasad etycznego inwestowania, ale przede wszystkim miały walor edukacyjny. W wymiarze indywidualnym prowadziły do wzrostu świadomości szerokiego grona członków funduszy i uczestników programów emerytalnych, w wymiarze branżowym natomiast zapewniały bodźce dla doskonalenia metod inwestowania uwzględniającego kryteria pozaekonomiczne.

Drugi rodzaj inicjatyw dotyczył wymogu szerszego zakresu ujawnień dokonywanych przez spółki będące przedmiotem inwestycji. W Europie prekursorem we wdrażaniu takich regulacji była Francja, która w 2001 r. wprowadziła obowiązek publikowania informacji odnoszących się do kwestii społecznych i środowiskowych w tradycyjnych raportach rocznych spółek. Dalszemu upowszechnianiu się raportowania pozafinansowego będą sprzyjały zmiany w regulacjach Unii Europejskiej prowadzące do ujednoczenia wymogów w tym zakresie i wymuszające szersze stosowanie tego raportowania przez podmioty działające w poszczególnych krajach Unii [Parlament Europejski, 2014]. Poszerzenie się obowiązkowego zakresu ujawnień, obejmującego kwestie pozafinansowe, ma duże znaczenie z punktu widzenia dostępu do informacji umożliwiających ocenę spółek pod kątem poziomu ich odpowiedzialności społecznej. Upowszechnienie tego typu informacji ułatwia dokonywanie ewaluacji spółek z uwzględnieniem czynników ESG i tym samym zwiększa popularność inwestowania etycznego.

Wreszcie trzeci rodzaj inicjatyw odnosił się do kreowania przez państwo bodźców fiskalnych zachęcających do różnych form inwestowania odpowiedzialnego społecznie. Tego typu rozwiązania funkcjonują m.in. w Niemczech i Holandii, w których w ten sposób promuje się inwestycje proekologiczne, czy w Wielkiej Brytanii, w której występują zachęty podatkowe wobec inwestorów lokujących środki w akredytowanych organizacjach (*Community Development Finance Institutions* – CDFIs) zajmujących się działaniem na rzecz społeczności znajdujących się w niekorzystnym położeniu ekonomicznym oraz wspieraniem przedsiębiorstw funkcjonujących w tych społecznościach. Łącznie regulacje w tych trzech obszarach – wymogów wobec funduszy emerytalnych, obowiązków informacyjnych spółek i rozwiązań podatkowych – stanowiły *gros* inicjatyw podejmowanych na poziomie poszczególnych krajów i całej Unii Europejskiej, nastawionych na tworzenie bardziej korzystnych warunków dla rozwoju inwestowania etycznego.

Obok tradycji i rozwiązań regulacyjnych ważną rolę w popularyzowaniu inwestycji etycznych odegrała także w niektórych krajach polityka państwa nastawiona na propagowanie takiego podejścia do inwestowania. W przygotowanym na zlecenie Komisji Europejskiej raporcie dotyczącym społecznie odpowiedzialnego inwestowania w krajach członkowskich UE można znaleźć przykłady realizowania tego typu polityki pochodzące z takich krajów, jak Austria czy Holandia [Steurer, Margula, Martinuzzi, 2008]. W obydwu krajach, wykorzystując środki publiczne, stworzono bądź sfinansowano powstanie narzędzi służących promowaniu SRI. W Austrii narzędziem tym stała się platforma internetowa dostarczająca inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym informacji na temat inwestycji etycznych i ekologicznych, korzyści z nimi związanych, a także produktów i funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych oraz ich certyfikacji. W Holandii rolę popularyzatorską odegrał natomiast przewodnik dla inwestorów indywidualnych zawierający oprócz informacji ogólnych również dane dotyczące działających w tym kraju funduszy etycznych i ich polityki inwestycyjnej. Publikacja tego przewodnika nie tylko doprowadziła do wzrostu świadomości inwestorów, ale również zwiększyła przejrzystość holenderskiego rynku SRI. Dodatkowo pojawiają się postulaty upowszechnienia inicjatyw służących propagowaniu rozwoju inwestowania odpowiedzialnego społecznie, zarówno na szczeblu poszczególnych krajów członkowskich, jak i całej Unii, wspieranych przez Komisję Europejską [EESC, 2010].

## 2. Czynniki rynkowe determinujące poziom inwestycji etycznych

Czynniki instytucjonalne tworzą ramy dla działań rynkowych, jednocześnie stymulując bądź ograniczając te działania. W powiązaniu z czynnikami rynkowymi decydują o możliwościach inwestowania etycznego i determinują jego skalę. Czynniki rynkowe nie mogą więc być rozpatrywane w oderwaniu od czynników instytucjonalnych. Te ostatnie wpływają bowiem na wszystkie trzy główne składowe

kształtujące rynek SRI w danym kraju – popyt, podaż i infrastrukturę rynkową. Po stronie popytowej zasadnicze znaczenie ma stan świadomości potencjalnych inwestorów i ich wiedza na temat inwestowania etycznego. Wyniki badań wskazują, że deklarowana skłonność do tego typu inwestowania znacząco wzrasta w sytuacji, gdy wiąże się ono z uzyskiwaniem podobnej stopy zwrotu, jak w przypadku inwestycji nieuwzględniających kryteriów pozafinansowych [Czerwonka, 2013, s. 164; Krumisiek, 2003]. Dowodzi to łączenia przez inwestorów inwestowania etycznego z osiąganiem niższej stopy zwrotu. Tymczasem brak jest przekonujących dowodów na występowanie takiego zjawiska – przeglądowe analizy rezultatów badań dotyczących wyników funduszy etycznych i inwestowania etycznego [Renneboog, Horst, Zhang, 2008; Rathner, 2013] nie pozwalają na sformułowanie jednoznacznych wniosków odnoszących się do negatywnego wpływu uwzględniania kryteriów pozafinansowych na uzyskiwaną stopę zwrotu. Błędne postrzeganie opłacalności inwestycji etycznych stanowi barierę ograniczającą popyt na rynku SRI, bowiem rynek ten jest kojarzony z inwestorami gotowymi do poświęcania osiągniętych zysków na rzecz wartości pozamaterialnych.

Innym czynnikiem oddziałującym na stronę popytową było różnicowanie się oczekiwań inwestorów etycznych prowadzące do wykształcenia się nowych segmentów rynku. Obok inwestorów wrażliwych na kwestie etyczne, motywowanych normami religijnymi, pojawili się inwestorzy zainteresowani zagadnieniami ekologicznymi, społecznymi, pracowniczymi, przestrzeganiem praw człowieka itd. Doprowadziło to do poszerzenia się oferty rynkowej – powstawania nowych produktów i funduszy inwestycyjnych stosujących odmienne strategie i kryteria selekcji – co przyciągnęło na rynek kolejnych inwestorów.

Zmianom po stronie popytowej towarzyszyły zmiany w podaży. Były one uwarunkowane tworzeniem się nowych sektorów w gospodarce (jak chociażby sektor odnawialnych źródeł energii) rodzących nieistniejące wcześniej możliwości lokowania kapitału. Ponadto wzrost zainteresowania spółek publicznych problematyką społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR) i zwiększenie się zaangażowania, jakie zaczęły one przejawiać w tym zakresie, poszerzyły pulę podmiotów mogących stać się potencjalnym przedmiotem inwestycji ze strony inwestorów etycznych (bezpośrednio lub za pośrednictwem funduszy etycznych).

Popyt i podaż stymulowane były również rozwojem infrastruktury rynkowej. Inicjatywy dotyczące standardów raportowania społecznego, takie jak *Global Reporting Initiative* – GRI, wzrost liczby agencji monitorujących postępowanie przedsiębiorstw pod kątem naruszania przez nie norm i podejmowania działań społecznie nieodpowiedzialnych, wprowadzenie giełdowych indeksów etycznych – zaowocowały większymi możliwościami pozyskiwania przez inwestorów informacji pozafinansowych stanowiących podstawę podejmowania decyzji odnoszących się do watorów poszczególnych emitentów. Lepszy dostęp do informacji przyciągał na rynek nowych inwestorów, a rosnące grono bardziej przejrzystych spółek poszerzało ich możliwości wyboru.

### 3. Wpływ czynników instytucjonalnych i rynkowych na rozwój SRI w Polsce

Układ czynników instytucjonalnych i rynkowych istniejący w Polsce jest zdecydowanie mniej korzystny dla rozwoju inwestowania etycznego niż warunki występujące w krajach o bardziej dojrzałym rynku inwestycji tego typu. Niesprzyjające dziedzictwo kulturowe i stosunkowo krótki okres funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego stanowią słabą podstawę do autogenicznego wzrostu popularności SRI. Rozwoju rynku inwestycji etycznych nie wspierają także regulacje. Nie wykorzystano szans, jakie niosła ze sobą reforma emerytalna z 1999 r. i powołanie do życia otwartych funduszy emerytalnych (OFE) wraz z powszechnymi towarzystwami emerytalnymi (PTE) zarządzającymi środkami gromadzonymi w OFE. Formułując, a później modyfikując zasady inwestowania przez PTE kapitału należącego do przyszłych emerytów, nie zobowiązano funduszy emerytalnych do brania pod uwagę kryteriów ESG ani nie wprowadzono wymogu informowania o stopniu uwzględniania w procesie inwestycyjnym tych kryteriów. Implementacja takich rozwiązań, występujących w innych krajach, miałyby ważny walor edukacyjny i przyczyniłaby się do rozbudowy infrastruktury rynkowej, której słabość stanowi jedną z barier rozwoju rynku SRI w Polsce. Dotychczas nie wprowadzono również żadnych regulacji tworzących zachęty ekonomiczne np. w sferze podatkowej, ukierunkowanych na promowanie inwestowania etycznego. Mimo podejmowanych prób nie przeprowadzono także skutecznych działań o charakterze informacyjnym, które doprowadziłyby do wzrostu popularności SRI.

Przykłady krajów o bardziej dojrzałym rynku inwestycji etycznych dowodzą, że zmiany w otoczeniu instytucjonalnym mogą stymulować rozwój tego rynku. W Polsce czynniki instytucjonalne nie sprzyjają ani przełamywaniu barier świadomościowych, co wpływałoby pozytywnie na stronę popytową, ani nie tworzą warunków dla wzrostu podaży. W konsekwencji dostępna oferta etycznych produktów inwestycyjnych jest uboga, a jej poszerzenie utrudnia postawa spółek publicznych, które jedynie w niewielkim zakresie dokonują ujawnień informacji pozafinansowych (w przypadku spółek notowanych na GPW w Warszawie cały czas do rzadkości należy regularne publikowanie raportów CSR przygotowanych według międzynarodowych standardów raportowania i poddanych niezależnemu zewnętrznemu audytowi) [Jędrzejka, 2014]. Brakuje więc źródeł wiarygodnych danych pozwalających na bieżącą ocenę spółek pod względem poziomu ich społecznej odpowiedzialności, a co za tym idzie – stopnia atrakcyjności dla inwestorów etycznych. Słabo jest również rozwinięta w Polsce infrastruktura rynkowa – nie wykształciła się silna grupa podmiotów zajmujących się ewaluacją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw [Grygiel-Tomaszewska, 2011], mało skutecznie popularyzowane są dobre praktyki w sferze raportowania pozafinansowego. Pozytywną zmianą, jaka zaszła w 2009 r., było natomiast – postulowane zresztą już wcześniej [Dąbrowski, 2008] – wprowadzenie przez GPW indeksu RESPECT, obejmującego spółki o wyższych standardach odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego. Pojawienie się tego indeksu nie przełamuje jednak zasadniczych barier w dostępie do informacji hamujących wzrost rynku SRI.

Polska, będąc krajem o największym rynku finansowym wśród nowych członków Unii Europejskiej, ma duży potencjał w zakresie możliwości rozwoju inwestowania etycznego. Potencjał ten jednak może pozostać niewykorzystany. Jak dowodzi przykład Hiszpanii, nawet znacznie większe rozmiary rynku finansowego nie gwarantują rozwoju rynku SRI. W Unii Europejskiej inwestowanie etyczne najlepiej rozwija się w tych krajach, w których występują najbardziej sprzyjające warunki instytucjonalne. Istniejące w nich rozwiązania stanowią dobry punkt odniesienia dla wypracowania rodzimych mechanizmów służących zwiększaniu popularności SRI w Polsce.

### Zakończenie

Rynek inwestycji etycznych, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie, dynamicznie rośnie. Inwestowanie etyczne przestaje być traktowane jako zjawisko niszowe czy przejściowa moda, staje się trwałym i pożądanym elementem krajobrazu rynku finansowego. Rozwój inwestowania etycznego nie jest jednak równomierny – przebiega odmiennie w różnych krajach. W Europie ten typ inwestycji cieszy się największym zainteresowaniem w takich państwach, jak Francja, Holandia, Belgia, Szwecja czy Wielka Brytania, jest natomiast mało popularny w Hiszpanii, Irlandii czy w krajach postkomunistycznych, w tym w Polsce. Istniejące między nimi różnice w poziomie zainteresowania inwestowaniem etycznym wynikają z odmiennego układu występujących w nim czynników instytucjonalnych i rynkowych. W Polsce układ tych czynników nie jest zbyt korzystny, co negatywnie wpływa na poziom rozwoju rynku SRI. Wprowadzenie zachęt do tego typu inwestowania, podobnych do tych funkcjonujących w takich krajach, jak Holandia czy Wielka Brytania, mogłoby się przyczynić do wzrostu zainteresowania inwestowaniem etycznym wśród rodzimych inwestorów, mających dotychczas ambiwalentny stosunek do uwzględniania w lokowaniu kapitału i praktykach właścicielskich kryteriów innych niż te o charakterze *stricte* ekonomicznym.

### Bibliografia

- Czerwonka M., *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013.
- Dąbrowski T., *Odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstwa a informacje dla inwestorów*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008.
- Deloitte, *Decyzje inwestycyjne a społeczna odpowiedzialność firm*, 2011, [www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/files/RAPORT-Decyzje\\_inwestycyjne\\_a\\_CSR.pdf](http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/files/RAPORT-Decyzje_inwestycyjne_a_CSR.pdf) [data dostępu: 10.12.2015].
- Deloitte, *Decyzje inwestycyjne a odpowiedzialny biznes*, 2012, [www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Brochures/plRaportDecyzje\\_inwestycyjne\\_odpowiedzialny.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Brochures/plRaportDecyzje_inwestycyjne_odpowiedzialny.pdf) [data dostępu: 10.12.2015].

- European Economic and Social Committee (EESC), *Opinion of the European Economic and Social Committee on Socially Responsible Financial Products (Own-Initiative Opinion)*, ECO/266, CESE 759/2010, Brussels, 26 May 2010.
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), *2014 Global Sustainable Investment Review*, [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org) [data dostępu: 10.12.2015].
- Grygiel-Tomaszewska A., *Kryteria SRI jako element analizy portfelowej funduszu inwestycyjnego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, „Inwestycje i Nieruchomości. Wyzwania i Możliwości” 2011, nr 4/7.
- Jędrzejka D., *Ujawnienia ESG spółek notowanych na GPW w Warszawie a ich wyniki giełdowe*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 66.
- Kreander N., McPhail K., Molyneaux D., *God's Fund Managers. A Critical Study of Stock Market Investment Practices of the Church of England and UK Methodists*, “Accounting Auditing & Accountability Journal” 2004, No. 17(3).
- Krumisiek B.J., *Are Social Criteria Predictive of Corporate Share Price Collapse (Due to Corporate Governance Failures?)*, UNEP Finance Initiatives Global Roundtable, Tokyo, Japan, 2003, [www.unepfi.org/events/2003/roundtable/agenda/sri](http://www.unepfi.org/events/2003/roundtable/agenda/sri) [data dostępu: 10.12.2015].
- Rathner S., *The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential Between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis*, “Journal of Business Ethics” 2013, No. 118(2) [<http://dx.doi.org/10.1007/s10551-012-1584-z>, data dostępu: 10.12.2015].
- Renneboog L., Horst J.T., Zhang C., *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior*, “Journal of Banking & Finance” 2008, No. 32(9) [[www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426607004220](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426607004220), data dostępu: 10.12.2015].
- Steurer R., Margula S., Martinuzzi A., *Socially Responsible Investment in EU Member States: Overview of Government Initiatives and SRI Experts' Expectations Towards Governments*, Final Report to the EU High-Level Group on CSR, 2008, [www.sustainability.eu/csr-policies](http://www.sustainability.eu/csr-policies) [data dostępu: 10.12.2015].
- Vigeo, *Green, Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market*, 2013, [www.vigeo.com](http://www.vigeo.com) [data dostępu: 10.12.2015].

### **Institutional and Market Conditions for the Development of Ethical Investments – European Experiences and their Implications for Poland**

The market of ethical investments is growing rapidly. Ethical investing is no longer a niche phenomenon or a fad, but it becomes a permanent and desirable element of the financial market. The development of ethical investments is not steady. Existing cross-country differences in the level of popularity of ethical investments result from local institutional and market conditions. In Poland these conditions are not very favourable. The development of domestic SRI market is therefore dependent on introducing incentives, similar to those functioning in other countries, that could contribute to the increase of interest in ethical investments among domestic investors.

### **Instytucjonalne i rynkowe uwarunkowania rozwoju inwestycji etycznych – doświadczenia europejskie i ich implikacje dla Polski**

Rynek inwestycji etycznych dynamicznie rośnie. Inwestowanie etyczne nie jest już zjawiskiem niszowym czy przejściową modą, ale staje się trwałym i pożądanym elementem rynku finansowego. Rozwój inwestowania etycznego nie jest jednak równomierny. Istniejące między poszczególnymi krajami różnice w poziomie popularności inwestowania etycznego wynikają z odmiennego układu występujących w nich czynników instytucjonalnych i rynkowych. W Polsce układ tych czynników nie jest zbyt korzystny. Rozwój rodzimego rynku SRI uzależniony jest więc od wprowadzenia zachęt, podobnych do tych funkcjonujących w innych krajach, które mogłyby przyczynić się do wzrostu zainteresowania inwestowaniem etycznym wśród krajowych inwestorów.