



KLASYFIKACJA ZRÓWNOWAŻONYCH (ODPOWIEDZIALNYCH) INWESTYCJI W POLSCE I WYBRANYCH KRAJACH EUROPEJSKICH – ANALIZA PORÓWNAWCZA

Robert Sroka, Paweł Makuch

Streszczenie

Cel. Jednym z kluczowych wyzwań przekierowania środków inwestycyjnych na realizację celów klimatycznych zdefiniowanych w Ramach Zrównoważonego Finansowania Unii Europejskiej jest odpowiednia klasyfikacja funduszy, która pozwalałaby określić, które z nich można zaliczyć do tych wspierających zrównoważony rozwój. Jednym z wyzwań związanych ze zrównoważonym (odpowiedzialnym) inwestowaniem jest greenwashing. Także różnorodność funduszy, ich polityk inwestycyjnych, składu portfela czy specyfik krajowych powodują, że powstaje trudność w zakresie ich porównywalności oraz możliwości rozwoju rynku zrównoważonego inwestowania na poszczególnych rynkach.

Celem artykułu jest dokonanie analizy porównawczej zrównoważonych inwestycji z wybranych rynków europejskich, w tym z Polski, w ramach wybranej klasyfikacji zrównoważonych funduszy inwestycyjnych.

Metoda. Aby zrealizować cel badawczy, zastosowano kilka komplementarnych metod badawczych. Przeprowadzono krytyczny przegląd literatury przedmiotu oraz analizę regulacji europejskich dotyczących zrównoważonych finansów. Następnie dokonano szczegółowej charakterystyki i klasyfikacji zrównoważonych inwestycji. Wykorzystano również metody ilościowe, opierając się na danych pozyskanych od polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz analizę porównawczą danych dotyczących zrównoważonego inwestowania w innych krajach, opracowanych zgodnie z metodologią Eurosif.

Wyniki. Wyniki prowadzonych analiz pozwalają twierdzić, że nawet pomimo stosowania takiej samej, dobrze zdefiniowanej klasyfikacji odpowiedzialnych inwestycji, odmienne podejścia wykorzystania jej do badań przez różne organizacje na poszczególnych rynkach wciąż powoduje trudności porównawcze i wymaga doprecyzowania samej klasyfikacji jak i sposobu jej zastosowania.

Słowa kluczowe: zrównoważone inwestycje, ESG, zrównoważony rozwój

Klasyfikacja JEL: E22, E27, G23, R42, Q001

Wstęp

Komisja Europejska szacuje, że ograniczenie emisji gazów cieplarnianych do net-zero, czyli poziomu, w którym emisje równoważą się z ich pochłanianiem na terenie Unii Europejskiej, będzie wymagało inwestycji wartych 1,5 biliona euro. Około dwie trzecie tych wydatków ma być finansowane przez sektor prywatny, w tym przez fundusze inwestycyjne (Parlament Europejski 2021). Natomiast z raportu opracowanego przez Grupę Banku Światowego wynika, że dekarbonizacja polskiej gospodarki do 2050 r. będzie wymagała inwestycji w wysokości około 450 miliardów dolarów. Zdaniem autorów tego opracowania, środki publiczne i unijne są w stanie zaspokoić mniej niż połowę niezbędnych potrzeb inwestycyjnych. Kluczowe będzie więc zaangażowanie kapitału prywatnego (Bank Światowy 2024, s. 69).

Aby zmobilizować kapitał prywatny w kierunku finansowania działań prowadzących do realizacji zdefiniowanego celu, Unia Europejska wprowadziła ramy zrównoważonego finansowania UE¹. Jest to pakiet regulacji, który ma nie tylko wesprzeć przekierowanie środków na transformację europejskiej gospodarki, ale również definiuje, jakiego typu projekty służą, a które nie tej transformacji (Calipha i in., 2025, s. 22–23). Innymi słowy, jednym z elementów tych regulacji jest przeciwdziałanie *greenwashingowi* (Randazzo i in., 2025), co jest możliwe dzięki odpowiedniej klasyfikacji funduszy inwestycyjnych.

Istotną rolę w finansowaniu celów klimatycznych Unii Europejskiej mają odgrywać fundusze inwestycyjne, a w szczególności zrównoważone lub, inna nazwa – odpowiedzialne - fundusze inwestycyjne (Kemfert, Schäfer, Semmler, 2020). Różnorodność funduszy, ich polityk inwestycyjnych, składu portfela czy specyfik krajowych powodują, że powstaje trudność w zakresie ich porównywalności, a co za tym idzie możliwości rozwoju rynku zrównoważonego inwestowania na poszczególnych rynkach.

Jednym z głównych wyzwań tego typu analiz porównawczych jest dobór odpowiedniej metody klasyfikowania funduszy. Po przeprowadzeniu analizy literatury i dostępnych danych autorzy artykułu zdecydowali się na wybór metody zaproponowanej przez organizację Eurosif (Buch i in., 2024, s. 6). Wybór ten został dokonany ze względu na szczegółowość opisu metody, uniwersalne podejście niezależne od aktualnego stanu regulacji prawnych, a jednocześnie zgodność z Ramami Zrównoważonego Inwestowania UE, oraz, co stanowiło kluczowy element selekcji, dostępność danych dotyczących rynku polskiego. Metoda ta, jej ograniczenia oraz różnice jej stosowania w krajach objętych badaniem zostaną szczegółowo opisane w niniejszym artykule.

Realizacja zdefiniowanego celu niniejszego artykułu będzie przebiegała w następujący sposób. W pierwszej kolejności zostanie zaprezentowana metoda, zgodnie z którą została przeprowadzona analiza porównawcza. Następnie zostanie opisany proces doboru próby badawczej. Kolejną część stanowi zaprezentowanie wyników badań porównawczych. Wnioski kończące niniejszy artykuł zawierają kluczowe obserwacje wynikające z analizy oraz rekomendacje odnośnie do ulepszenia wykorzystanej metody, stanowiącej podstawę do analiz porównawczych stosowanych klasyfikacji.

1. Metoda badania

Na rynku finansowym wypracowano różne metody klasyfikacji zrównoważonych funduszy inwestycyjnych. Jednak wiele z nich jest na tyle ogólne, że dokonywanie na ich podstawie porównań jest obciążone ryzykiem braku precyzji (Cremasco, Boni, 2024). Dlatego na podstawie analizy dostępnej literatury i proponowanych w niej metod określania zrównoważonych inwestycji na potrzeby realizacji badań porównawczych w wybranych

¹ ang. EU Sustainable Finance Framework

krajach europejskich, wykorzystano metodę opracowaną przez Grupę Badawczą ds. Zrównoważonego Inwestowania działającą przy brukselskiej organizacji pozarządowej Eurosif. Metoda powstała we współpracy z Uniwersytetem w Hamburgu, Grupą Badawczą ds. Zrównoważonych Finansów oraz Advanced Impact Research (Buch i in., 2024).

Metoda ta bazuje na aktualnych, najczęściej stosowanych praktykach związanych ze zrównoważonym inwestowaniem w Europie. Wprowadza ona podział na cztery kategorie odpowiedzialnych inwestycji, które prezentują poziom zaawansowania w zakresie wspierania transformacji w kierunku bardziej sprawiedliwej i zrównoważonej gospodarki. Na początku warto zaznaczyć, że opisane kategorie nie są spójne z podziałem inwestycji zrównoważonych proponowanych w europejskich regulacjach dotyczących zrównoważonego inwestowania. Istotne jest jednak to, że nie stoi z nimi w sprzeczności i jest na tyle uniwersalna, że uwzględnia potencjalne zmiany w prawie w tym zakresie. Celem takiego podejścia jest uniezależnienie tej metody od przyszłych zmian regulacyjnych, które już zostały zapowiedziane przez Komisję Europejską. Chodzi przede wszystkim o takie regulacje jak Rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym finansowaniem² (Rozporządzenia UE 2019/2088) oraz Rozporządzenie w sprawie Taksonomii UE (Rozporządzenie (UE) 2020/852). Wykorzystana do przeprowadzenia badań metoda, opisana wcześniej w raporcie Zrównoważone inwestycje w Polsce 2025 (Sroka, 2025) przede wszystkim pozwala na ewaluację celu inwestycji. W związku z tym w prezentowanym badaniu inwestycje związane ze zrównoważonym rozwojem analizowane są przez pryzmat: celu inwestycyjnego; podejścia inwestycyjnego, oraz; pomiaru wyników w zakresie wskaźników środowiskowych, społecznych i zarządczych do których stosuje się skrót ESG³, lub wpływu. Cel inwestycyjny oznacza jasno określony związany ze zrównoważonym rozwojem cel danej inwestycji. Cele inwestycyjne opisują to, w jaki sposób różne kategorie inwestycji wykorzystują informacje ESG raportowane przez spółki portfelowe przy rozwijaniu produktów inwestycyjnych oraz w swoich procesach inwestycyjnych.

Prezentowana metoda rozróżnia cztery rodzaje celów inwestycyjnych związanych ze zrównoważonym rozwojem: 1) integracja czynników ESG; 2) systematyczna analiza i uwzględnianie czynników ESG; 3) zgodność z pozytywnym wpływem na środowisko i/lub społeczeństwo, oraz; 4) mierzalny wkład w pozytywne efekty w rzeczywistej gospodarce. Cel pierwszy i drugi w szczególności analizują ryzyka i/lub szanse związane ze zrównoważonym rozwojem, natomiast trzeci i czwarty koncentrują się na wpływie inwestycji na aspekty ESG. Warto zaznaczyć, że zaprezentowany opis kategorii inwestycyjnych jest spójny z podejściem takich organizacji jak Global Sustainable Investment Alliance, CFA Institute oraz PRI (GISA, 2024).

Metoda uwzględnia nie tylko cel inwestycyjny, ale również pozwala na uchwycenie odmiennych kategorii realizacji odpowiedzialnych inwestycji. Do kluczowych kategorii zalicza selekcję (*screening*). Selekcja to stosowanie zasad opartych na określonych kryteriach, które decydują o dopuszczalności inwestycji. Tą kategorię podzielono na selekcję pozytywną i negatywną. Selekcja pozytywna (*positive screening*) definiuje, czy realizowana inwestycja jest dopuszczalna na podstawie kryteriów ESG, które są: 1) pożądane - klasyczna selekcja pozytywna, 2) pożądane w porównaniu do konkurencji - selekcja typu *best-in-class*, 3) zgodne z normami i standardami ESG - selekcja oparta na normach (*norms-based screening*). Selekcja negatywna natomiast (*negative screening*) określa, czy dana inwestycja jest niedopuszczalna na podstawie: 1) niepożądanych kryteriów ESG - selekcja wykluczająca (*exclusionary screening*), 2) nieprzestrzegania norm i standardów ESG - selekcja oparta na normach (*norms-based screening*). Istotne jest, aby selekcja była traktowana jako element wiążący. Zgodnie z omawianą metodą również podejścia typu *best-in-universe* oraz *best-in-progress* mogą być

² W skrócie: SFDR

³ Skrót od angielskich słów: E – environmental, S – social, G – governance.

zaliczane do kategorii selekcji pozytywnej. *Best-in-universe* polega na wyborze wyłącznie liderów lub najlepiej ocenianych podmiotów/instrumentów w całym uniwersum inwestycyjnym. *Best-in-progress* (lub *best-effort*) oznacza wybór podmiotów, które wykazują postęp w zakresie określonych kryteriów zrównoważonego rozwoju lub ogólnych ocen ESG/SDG w czasie (Sroka, 2025).

Innym rodzajem klasyfikacji odpowiedzialnego inwestowania jest integracja ESG. Jest to strategia, w której systemowo uwzględniana się czynnik ESG w analizie inwestycyjnej i procesie decyzyjnym. Takie wzbogacenie analizy inwestycyjnej ma na celu poprawę stopy zwrotu skorygowanej o ryzyko. W tym podejściu dane ESG nie decydują o doborze inwestycji ale stanowią jeden z elementów procesu inwestycyjnego. W efekcie taka praktyka nie prowadzi do zawężenia zakresu doboru spółek a jedynie do lepszego rozumienia ryzyka inwestycji. W zrównoważonym inwestowaniu istotne jest natomiast uwzględnienie nie tylko wpływu finansowego lecz również oddziaływanie na czynniki ESG. Jedynie tego typu inwestycje zostały uwzględnione w prezentowanym badaniu.

Kolejną kategorią jest inwestowanie tematyczne (*thematic investing*) polegające na doborze aktywów w celu uzyskania ekspozycji na określone trendy, takie jak środowiskowe, społeczne, ale również demograficzne czy związane z nowymi technologiami. Aby inwestycja mogła zostać zaliczona do tej kategorii musi być bezpośrednio związana nie tylko z ryzykiem lub z poziomem zwrotu lecz również z wspieraniem określonego elementu w ramach zrównoważonego rozwoju.

Kolejną kategorią jest *stewardship*, które zdefiniowane jest jako zarządzanie aktywami z odpowiedzialnością właścicielską. W ramach tego podejścia inwestorzy korzystają ze swoich praw i możliwości oddziaływania na inwestycje po to, aby zwiększyć zarówno wartość dla swoich klientów jak i zadbać o obszary ESG. Ten rodzaj aktywności przejawiać się może poprzez: zasiadanie w radzie nadzorczej lub nominowanie członków zarządu, składanie propozycji akcjonariuszy, głosowanie na walnych zgromadzeniach (*voting*), czy bezpośrednie zaangażowanie w dialog ze spółkami portfelowymi (*engagement*) (Sroka, 2025).

W zaprezentowanej metodzie wzięto również pod uwagę element mierzenia osiągnięć ESG. Rozumie się przez to pomiar wyników inwestycji w zakresie ryzyk i/lub szans związanych ze zrównoważonym rozwojem. Jest on wykazywany w szczególności dzięki odniesieniu do ratingów ESG, zarówno w skali literowej (AAA–CCC) jak i punktowej (np. 0–100). Ocena wpływu (*impact performance measurement*) dokonywana jest na podstawie informacji pozwalających na wskazanie rzeczywistych zmian w obszarach społecznych lub środowiskowych. Wpływ spółki definiowany jest jako zmiana we wskaźniku ESG, która powstała na skutek działania inwestora. Jednak bardziej popularną nazwą jest „wkład inwestora” (*investor contribution*) niż „wpływ inwestora”. W prezentowanej metodzie wkład inwestora rozumiane jest poprzez działania umożliwiające spółkom portfelowym (lub pośrednikom inwestycyjnym) osiągnięcie wpływu. Warto zaznaczyć, że definicja ta, jest spójna z podejściem wypracowanym przez Impact Management Platform (2024). Dla lepszego zobrazowania tej metody dodajmy, że narzędzia i podejścia w niej wykorzystywane to ratingi bazujące na Celach Zrównoważonego Rozwoju ONZ dostarczane przez agencje ESG, które mierzą pozytywne i negatywne wpływy działalności spółek na cele zrównoważonego rozwoju (Zanten, Anton, Huij, 2024) czy Taksonomia UE.

Proponowana metoda bierze również pod uwagę cztery kategorie inwestycji związanych ze zrównoważonym rozwojem: 1. Podstawowe inwestycje ESG (*Basic ESG investments*); 2. Zaawansowane inwestycje ESG (*Advanced ESG investments*); 3. Inwestycje zgodne z wpływem (*Impact-Aligned investments*) 4. Inwestycje generujące wpływ (*Impact-Generating investments*) (Sroka, 2025).

W raporcie „Zrównoważone inwestycje w Polsce 2025” zostało wyjaśnione, że podstawowe inwestycje ESG to takie, które koncentrują się na integracji czynników ESG po to, aby

precyzyjniej określać ryzyka i szanse inwestycyjne. W mniejszym stopniu uwzględnia się aspekt etyczny inwestycji czy gotowość do spełniania międzynarodowych norm odpowiedzialnego prowadzenia biznesu. Do zaawansowanych inwestycji ESG zalicza się te, które w szczególności koncentrują się na szansach inwestycyjnych w obszarze zrównoważonego rozwoju. Te dwie kategorie różni to, że w przypadku inwestycji zaawansowanych, po zastosowaniu selekcji, inwestorzy mogą zainwestować w nie więcej niż 80% zakładanej puli inwestycyjnej.

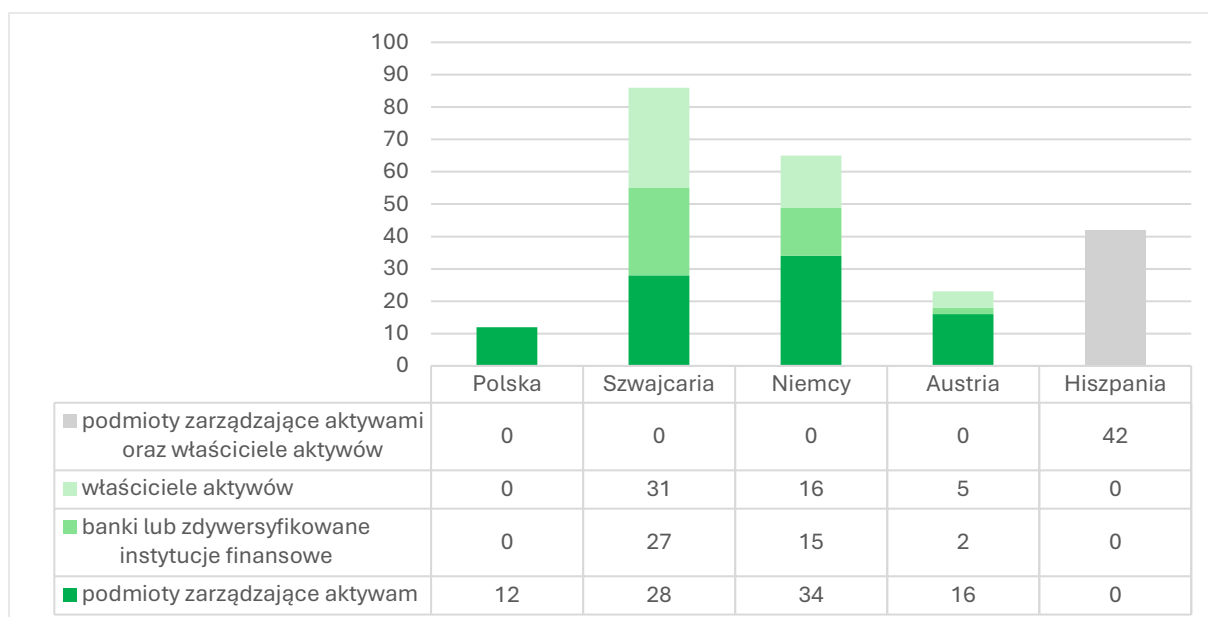
Natomiast inwestycje powiązane z wpływem, oprócz celu finansowego, przyjęły strategię i cel w zakresie powodowania pozytywnych zmian w obszarach ESG poprzez aktywne działania inwestycyjne oraz wpływ na portfel inwestycyjny. Oznacza to, że w polityce inwestycyjnej uwzględniają selekcje pozytywne i negatywne. Od inwestycji zaawansowanych to podejście odróżnia praktyka ujawniania informacji na temat wpływu. Realizowane jest to poprzez raportowanie udokumentowanych wskaźników wpływu ESG i prezentowanie ich w porównaniu do benchmarku.

Ostatnia kategoria to inwestycje generujące wpływ. Mają one strategię i cel polegające na wywieraniu pozytywnego wpływu w spółkach i ich otoczeniu, obok celu finansowego. Realizacja tej kategorii odbywa się poprzez selekcję negatywną oraz selekcję pozytywną lub wykorzystanie możliwości oddziaływania na portfel za pomocą dostępnych narzędzi stewardship. W tym podejściu istotna jest ocena aktywności inwestora, który formalnie dąży do poprawy wskaźników ESG w swoim portfelu inwestycyjnym. Analizie podlega planowany i rzeczywisty wpływ na poziomie spółki (*company impact*), oraz inwestora (*investor contribution*) (Sroka, 2025).

2. Zakres analizy porównawczej

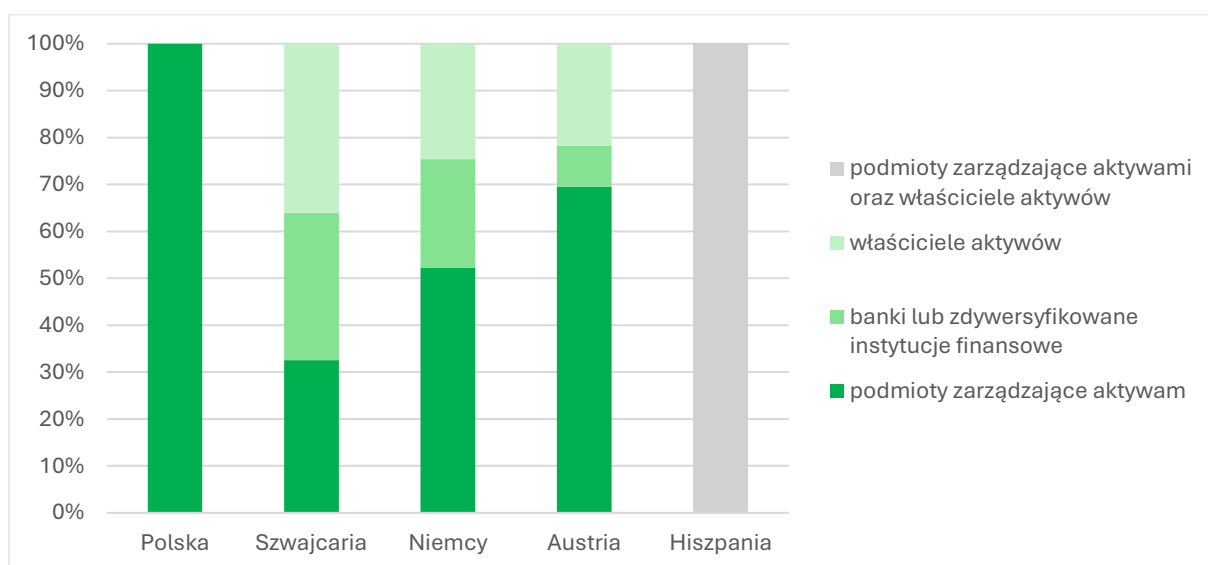
Przegląd literatury europejskiej z poszczególnych krajów, w których działają organizacje zrzeszone w ramach Eurosif pozwolił na zidentyfikowanie źródeł zawierających wyniki badania rynku zrównoważonych inwestycji przeprowadzonych na pięciu rynkach europejskich zgodnie z opisaną powyżej metodą. Badania te przeprowadziły organizacje z następujących krajów: Polski (POLSIF), Szwajcarii (SSF), Niemiec i Austrii (przez jedną organizację FNG), oraz Hiszpanii (SPAINSIF). Badania dla Polski (Sroka, 2025) oraz Niemiec i Austrii opublikowano w 2025 roku (FNG, 2025), a dla Hiszpanii w 2024 roku (Spainsif, 2024). Raport zrównoważone inwestycje w Szwajcarii z 2025 roku nie stosuje metody Eurosif, więc w porównaniu postanowiono wykorzystać również wyniki z 2024 roku (SSF, 2024). W dalszej części raportu wykorzystano również raport dla Niemiec i Austrii opublikowany w 2024 roku (FNG, 2024).

Z porównywanych badań najszerszą formułę wybrały SSF i FNG, rozsyłając kwestionariusze do zarządzających aktywami, właścicieli aktywów, oraz banków i zdywersyfikowanych instytucji finansowych. Spainsif ograniczył się do zarządzających aktywami i właścicieli aktywów. Badanie POLSIF objęło wyłącznie Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), czyli część podmiotów zarządzających aktywami. Różnica w konstrukcji badań przełożyła się na znaczące różnice w liczbie zebranych odpowiedzi (Rys. 1.), oraz kompozycji próby (Rys. 2.).



Rysunek 1. Liczba respondentów w podziale na typ instytucji

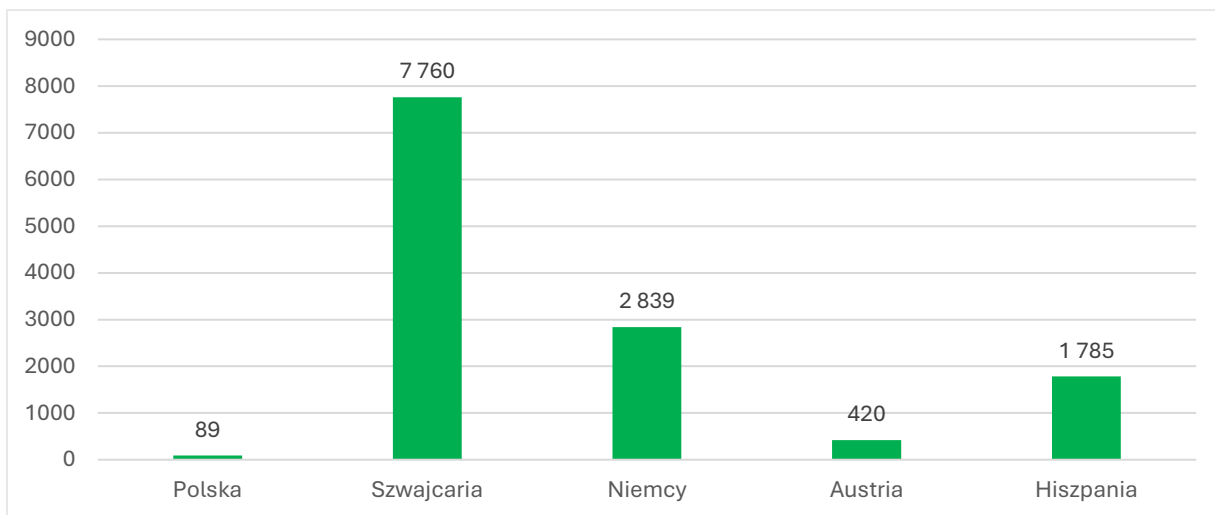
Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 2. Udział typów instytucji w badaniu (według liczby odpowiedzi)

Źródło: Opracowanie własne.

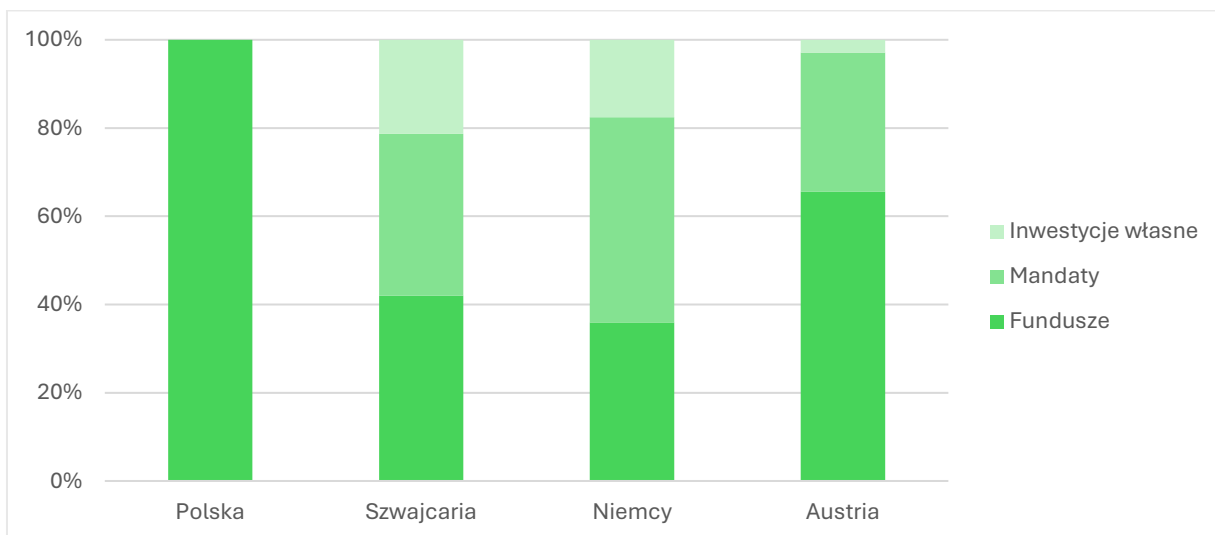
Badania różniły się nie tylko liczbą odpowiedzi, ale również wartością aktywów instytucji finansowych objętych analizą (Rys. 3.). Choć różnice można przypisać charakterystyce poszczególnych rynków krajowych, zestawienie szerokich badań przeprowadzonych przez kraje o bardziej rozbudowanym rynku finansowym, z badaniem skierowanym do jednego z typów instytucji finansowych, może dodatkowo zaburzać porównanie.



Rysunek 3. Aktywa objęte badaniem (w mld PLN)

Źródło: Opracowanie własne.

Opisując próbę w badaniach SSF oraz FNG, wyróżniono również aktywa zarządzane przez fundusze detaliczne, mandaty (aktywa zarządzane w imieniu organizacji) oraz własne inwestycje (aktywa zarządzane wewnątrz - *in-house*). Polskie badanie ograniczyło się do analizy praktyk funduszy detalicznych zarządzanych przez TFI. W pozostałych badaniach, aktywa zarządzane przez fundusze detaliczne stanowiły: 66% dla Austrii; 42% dla Szwajcarii; 36% dla Niemiec (Rys. 4.). Aktywa zarządzane w imieniu organizacji poprzez mandaty stanowiły kolejno 37%, 46% i 31% próby, stanowiąc istotną część próby. Aktywa zarządzane wewnątrz w Szwajcarii stanowiły 21%, w Niemczech 18% i zaledwie 3% w Austrii.

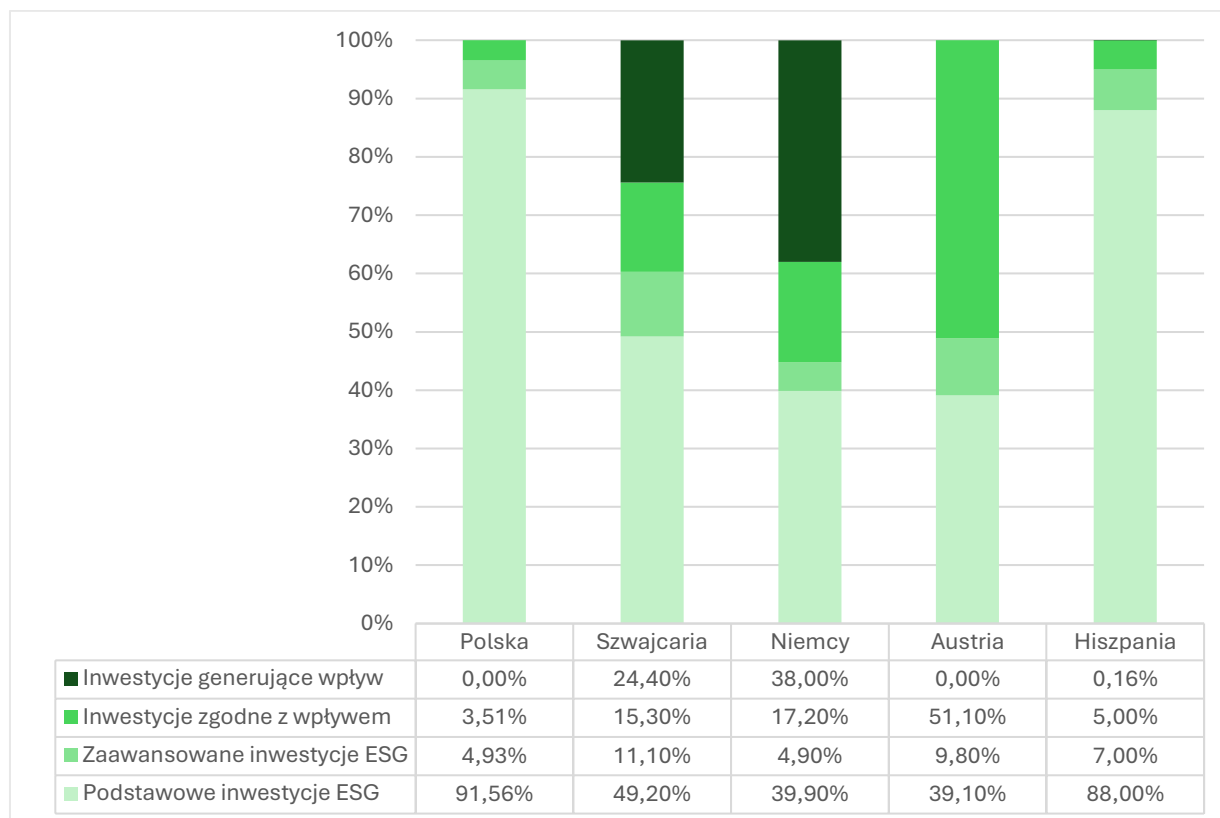


Rysunek 4. Udział typów instytucji w badaniu (według wartości aktywów)

Źródło: Opracowanie własne.

3. Wyniki analizy porównawczej

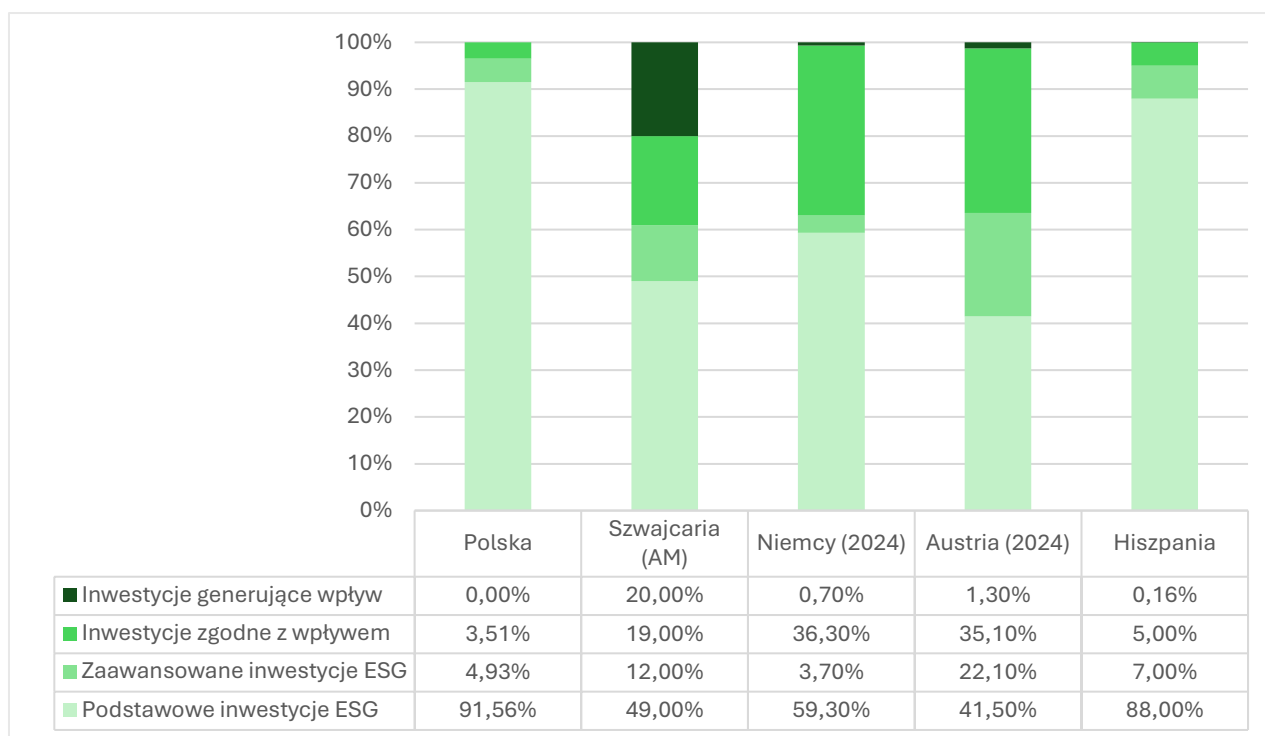
Mając na względzie wszystkie ograniczenia przedstawione w poprzedniej sekcji, na Rys. 5. przedstawiono porównanie najbardziej aktualnych badań zrównoważonych inwestycji według kategoryzacji zaproponowanej przez Eurosif.



Rysunek 5. Zrównoważone inwestycje według kategoryzacji EUROSIF

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie informacji zawartych w badaniach można zaproponować kilka korekt, aby zwiększyć porównywalność wyników. W badaniu SSF, w kontekście udziału kategorii zrównoważonych inwestycji zaproponowanych przez Eurosif, porównano wyniki dla zarządzających aktywami i właścicieli aktywów. Wyłączenie właścicieli aktywów z porównania zmniejsza udział inwestycji generujących wpływ, z uwagi na istotną grupę podmiotów tego typu korzystających z rozbudowanych usług w zakresie zaangażowania właścicielskiego. Kolejną proponowaną korektą jest wykorzystanie wyników raportu z 2024 roku dla Niemiec i Austrii. Jak zauważają autorzy raportu, praktyki funduszy uległy znaczącej poprawie od pierwszej edycji raportu (FENG, 2025, s. 5). Biorąc pod uwagę istotną rolę publikacji takich jak te w kształtowaniu dobrych praktyk na rynku, porównanie do roku 2024 można uznać za uzasadnione. Porównanie uwzględniające obie te korekty przedstawiono na Rys. 6.

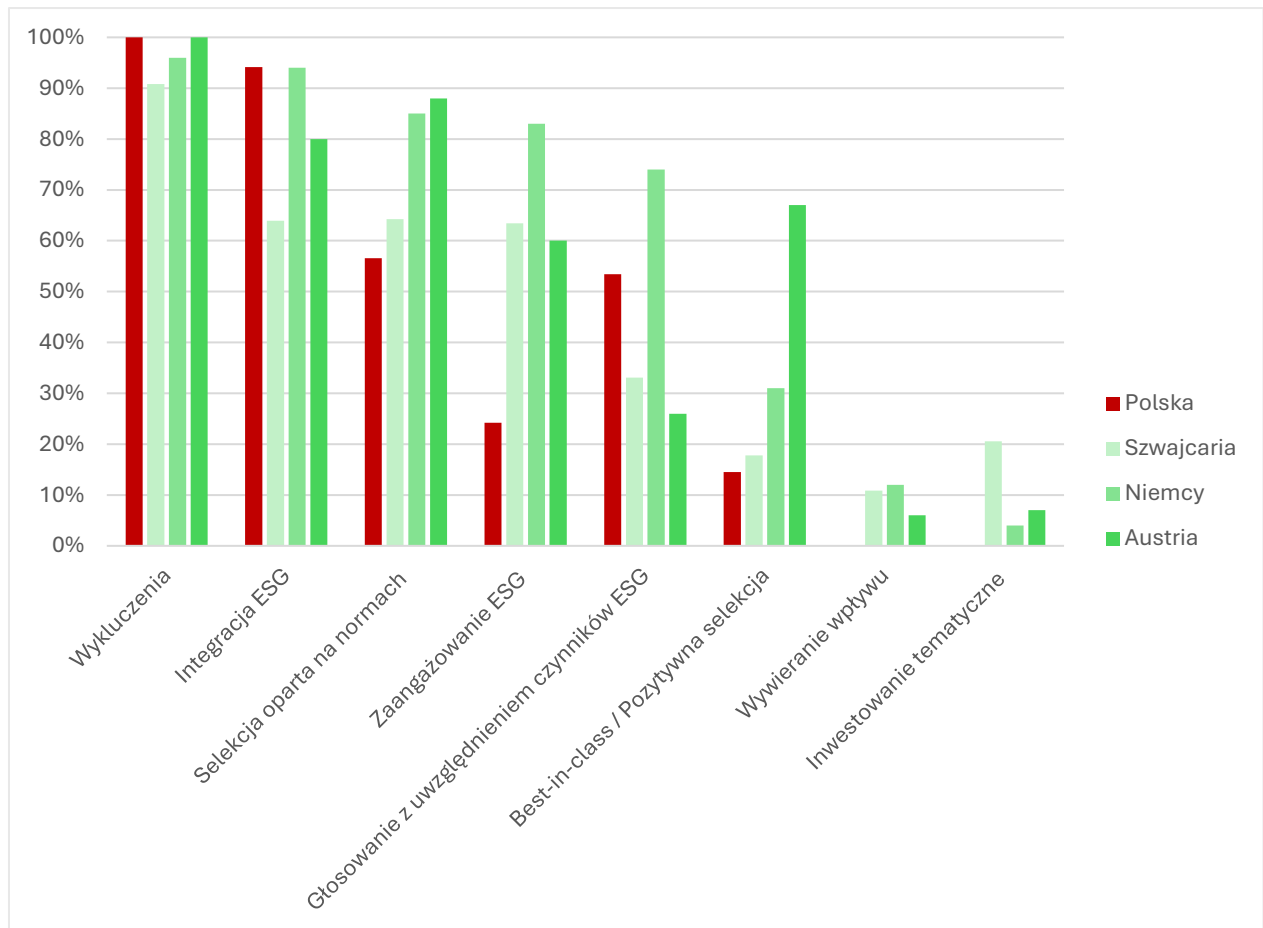


Rysunek 6. Zrównoważone inwestycje według kategoryzacji EUROSIF (skorygowane)

Źródło: Opracowanie własne.

Powyższe wyniki wskazują, że TFI w Polsce stosują najmniej zaawansowane podejście do zrównoważonych inwestycji w porównaniu do innych prezentowanych krajów. Ponad 90% TFI realizuje podstawowe inwestycje ESG. Żaden z nich nie inwestuje generując wpływ, podczas gdy w Szwajcarii poziom tego stosowania tego typu podejścia wynosi 20% badanej próby, przy jednoczesnym znacznym wyższym poziomie uwzględnionej w badaniu wartości aktywów. Niewielki udział inwestycji wyższych niż podstawowe jest widoczny również w zestawieniu z wynikami dla Austrii, której próba jest najbliższa tej polskiej (blisko 65% udziału funduszy detalicznych w obu badaniach, niewielki udział inwestycji zarządzanych *in-house*, druga najniższa wartość przebadanych aktywów). Nawet przy najbardziej konserwatywnym założeniu, że wszystkie zrównoważone inwestycje na poziomie podstawowym mogłyby być przypisane do funduszy detalicznych w Austrii, 35% aktywów zarządzanych przez fundusze detaliczne mogło być sklasyfikowane w kategorii wyższej niż podstawowa.

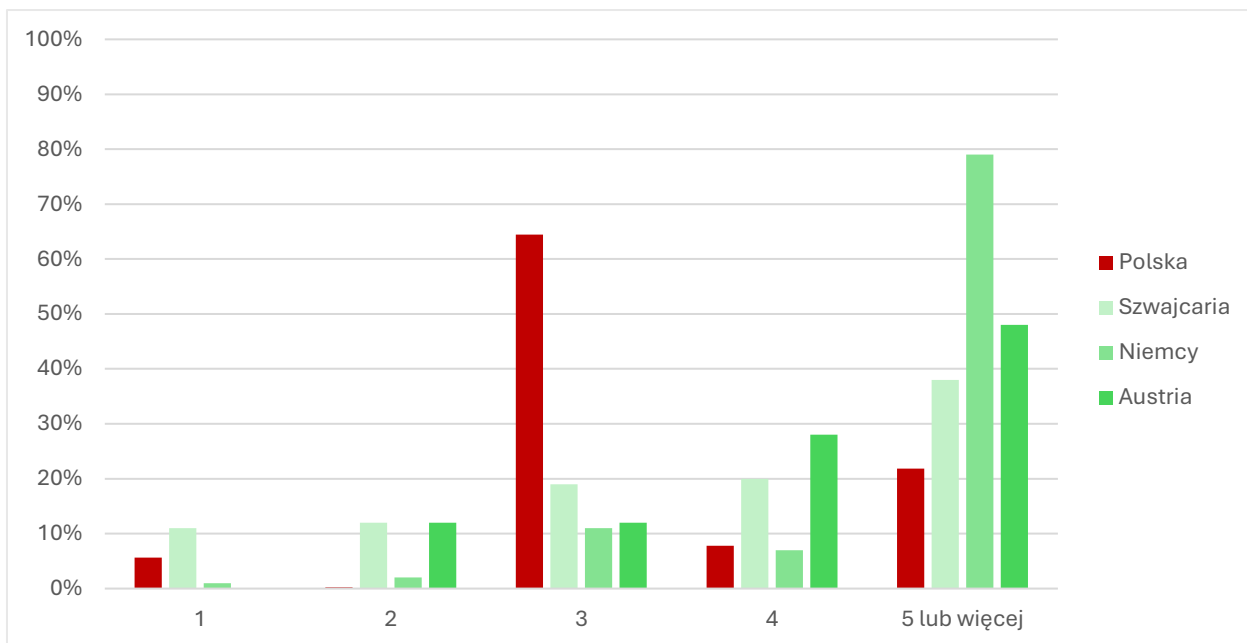
Metoda badania zasugerowana przez Eurosif, pozwala również na zidentyfikowanie najpopularniejszych podejść do zrównoważonych inwestycji. Przy wszystkich ograniczeniach porównania, można wskazać różnice między podejściem polskich TFI, a instytucji objętych badaniem ze Szwajcarii, Niemiec i Austrii (Rys. 7.). Polskie TFI wyróżniają się wysoką integracją ESG oraz wykorzystaniem prawa do głosu. Relatywnie niska część TFI przebadanych przez POLSIF wykorzystuje wykluczenia oparte na normach, zaangażowanie właścicielskie czy strategię *Best-in-class*. Pomijalna część przebadanych TFI wykorzystuje inwestowanie z wpływem i zrównoważone inwestowanie tematyczne.



Rysunek 7. Strategie zrównoważonych inwestycji (% aktywów)

Źródło: Opracowanie własne.

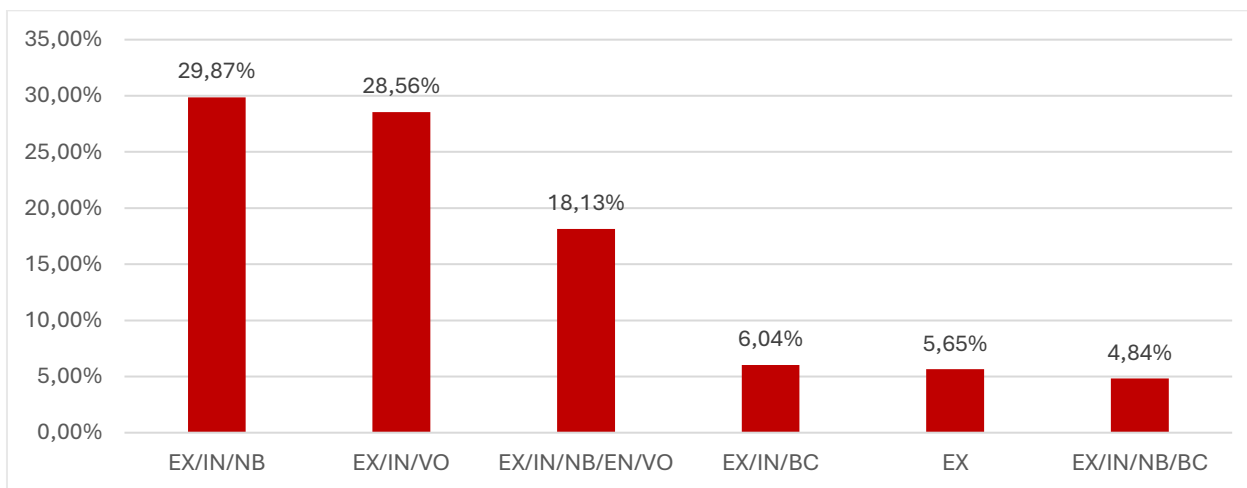
Inwestorzy instytucjonalni łączą różne podejścia w swoich strategiach inwestycyjnych. Ponad 60% aktywów zarządzanych przez polskie TFI korzysta z kombinacji 3 podejść dla zrównoważonych inwestycji, co jest wynikiem gorszym od instytucji objętych badaniem w Szwajcarii, Austrii i Niemczech (Rys. 8.).



Rysunek 8. Liczba wykorzystywanych podejść do zrównoważonego inwestowania

Źródło: Opracowanie własne.

Kombinacje odpowiadające za niemal 60% aktywów to wykluczenia, integracja ESG i selekcja w oparciu o normy lub wykorzystanie prawa głosu (rys. 9.). Jako najpopularniejszą kombinacją łączącą 5 podejść, wskazano wykluczenia, integrację ESG, selekcja w oparciu o normy, zaangażowanie właścicielskie i wykorzystanie prawa głosu. Tę strategię wskazano dla 18.13% aktywów.



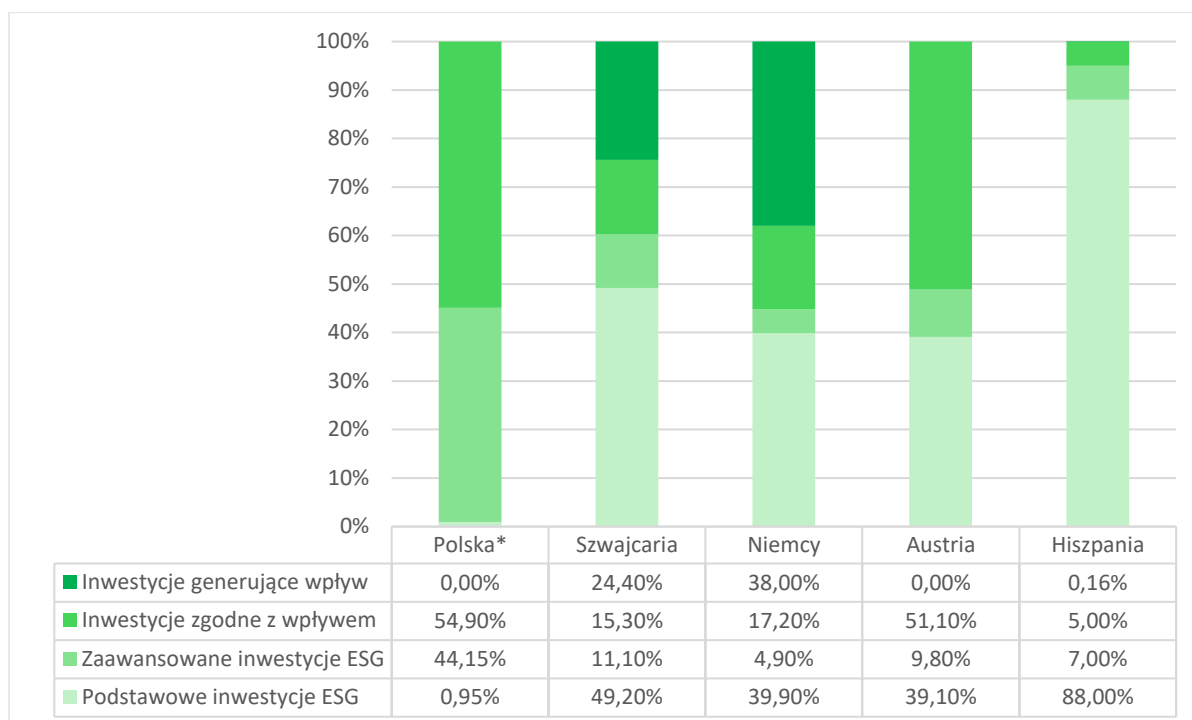
Rysunek 9. Najpopularniejsze kombinacje podejść Polskich TFI (udział aktywów)

Legenda Rys. 8.: BC - Best-in-class / Pozytywna selekcja; EN – Zaangażowanie ESG; EX – Wykluczenia II – Wywieranie wpływu; IN - Integracja ESG; NB - Selekcja oparta na normach; TH - Inwestowanie tematyczne; VO – Głosowanie z uwzględnieniem czynników ESG

Źródło: Opracowanie własne.

Wnioski

Analiza szczegółowych odpowiedzi polskich TFI umożliwia również zidentyfikowanie praktyk, które pozwoliłyby na uzyskanie lepszych wyników w kolejnych edycjach badania. Kryterium, które wykluczyło znaczącą część funduszy już na poziomie podstawowej inwestycji ESG, to konieczność ograniczenia uniwersum inwestycyjnego do mniej niż 80% możliwych inwestycji. Kryterium tego nie spełniło ponad 90% wolumenu. W sytuacji spełnienia wymogu ograniczenia uniwersum inwestycyjnego do mniej niż 80%, blisko 99% wolumenu kwalifikowałoby się do kategorii zaawansowane inwestycje ESG oraz inwestycje zgodne z wpływem (Rys. 10.).



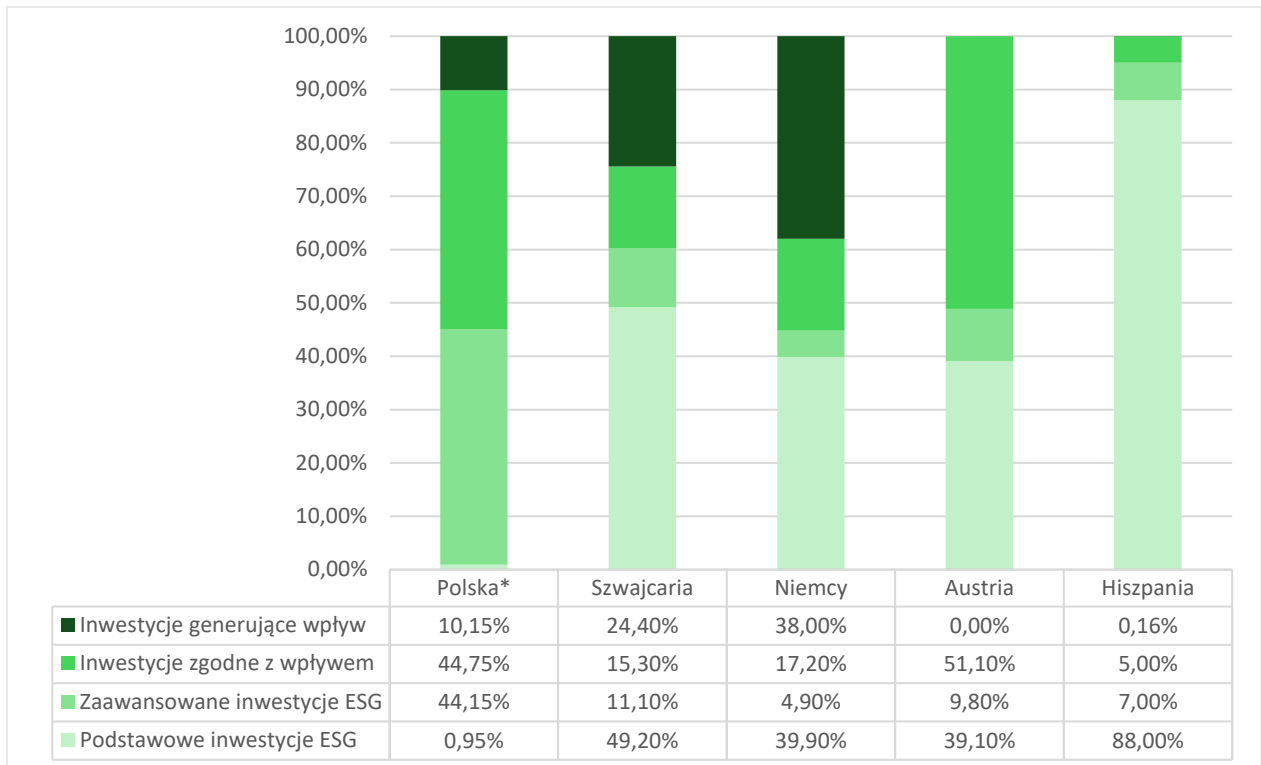
Rysunek 10. Zrównoważone inwestycje według kategoryzacji EUROSIF (zakładając spełnienie kryterium ograniczenia uniwersum inwestycyjnego przez 100% wolumenu dla Polski)

Źródło: Opracowanie własne.

Wszystkie fundusze, które zadeklarowały ograniczenie uniwersum inwestycyjnego do mniej niż 80% dla inwestycji, zastosowały którąś z form pozytywnej selekcji. 28.35% inwestycji, dla których zastosowano pozytywną selekcję, spełniło kryterium ograniczenia uniwersum inwestycyjnego. Zwiększenie powszechności strategii pozytywnej selekcji oraz bardziej restrykcyjna strategia pozytywnej selekcji funduszy, które ją stosują, może stanowczo poprawić wyniki w kolejnych edycjach badania.

Kryterium uniwersum inwestycyjnego nie wystarcza jednak do zakwalifikowania którejkolwiek inwestycji do kategorii inwestycji generujących wpływ. Żaden z badanych TFI nie zadeklarował pomiaru swojej kontrybucji jako inwestora. Brak spełnienia tego koniecznego kryterium, wyklucza możliwość rozpatrywania inwestycji jako generującej wpływ.

Na rys. 11 przedstawiono udział wolumenu zrównoważonych inwestycji dla Polski, przy założeniu spełnienia tych dwóch kluczowych kryteriów. Aby zwiększyć udział inwestycji generujących wpływ w Polsce, należy dążyć do wdrożenia i rozpowszechnienia praktyki pomiaru kontrybucji inwestora przez fundusze TFI.



Rysunek 11. Zrównoważone inwestycje według kategoryzacji EUROSIF (zakładając spełnienie kryterium uniwersum inwestycyjnego i pomiaru kontrybucji inwestora przez 100% wolumenu dla Polski

Źródło: Opracowanie własne.

Uznając ograniczenia przedstawionej analizy, należy wskazać na potencjalną możliwość poprawy wyników poprzez inny dobór próby, bliższy podejściu zastosowanemu w Niemczech, Austrii i Szwajcarii. Aby zwiększyć porównywalność kolejnych badań zrównoważonych inwestycji w Polsce, z zastosowaniem metody Eurosif, zasadne byłoby rozszerzenie grupy badanych podmiotów o banki lub zdywersyfikowane instytucje finansowe, oraz właścicieli aktywów.

Celem artykułu było dokonanie analizy porównawczej zrównoważonych inwestycji z wybranych rynków europejskich, w tym z Polski, w ramach wybranej klasyfikacji zrównoważonych funduszy inwestycyjnych. Po przeprowadzeniu tej analizy można stwierdzić, że wybrane metoda opracowana przez Eurosif, pomimo swoich ograniczeń, po zastosowaniu zaproponowanych w niniejszym artykule rekomendacji, może służyć za podstawę do analizy odpowiedzialnych inwestycji na różnych rynkach, zachowując przy tym cechy wiarygodnej oceny „zrównoważenia” oraz porównywalności.

Bibliografia

Busch T., Pruessner E., Oulton W., Palinska A., Garrault P. (2024). *Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments. Measuring Progress of Capital*

- Flows to Support the Sustainable Transition of the Real Economy*. Hamburg/Brussels: Eurosif.
- Calipha R., Di Segni D., Katav-Herz S. (2025). *Sustainable finance regulation in the European Union: Pathways, practices and national perspectives*. Springer.
- Cremasco C., Boni L. (2024). Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(4), 1018-1036.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych. Bruksela.
- FNG. (2024). *Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2025 – Deutschland und Österreich*, Berlin.
- FNG. (2025). *Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2025 – Deutschland und Österreich*, Berlin 2025.
- GSIA, CFA Institute, Principles for Responsible Investment. (2023). *Definitions for Responsible Investment Approaches*. Londyn: PRI.
- Kemfert C., Schäfer D., Semmler W. (2020). Great green transition and finance. *Intereconomics*, 55(3), 181-186.
- Impact Management Platform. (2024). *The Naming and Classification of Sustainability Topics in the Context of Impact Management. An analytical review*, New York: Impact Management Platform.
- Parlament Europejski. (2021). *Bilion euro na europejski plan finansowania działań klimatycznych*, Bruksela 2021. Pozyskano z: <https://www.europarl.europa.eu/topics/pl/article/20200109STO69927/bilion-euro-na-europejski-plan-finansowania-dzialan-klimatycznych> (5.01.2026).
- Randazzo R., Bernardi F. Perozzi, F.G. (2025). From Disclosure to Governance: The EU's Legal Strategy Against Greenwashing. *Business Law International*, 26(2), 199-216.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz.U. L 317 z 9.12.2019, s. 1–16).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 17 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (Dz. Urz. UE L 198, s. 13).
- Spainsif. (2024). *La inversión sostenible y responsable en España - Estudio Spainsif 2024*, Madryt.
- Sroka R. (2025). *Zrównoważone inwestycje w Polsce 2025*. Warszawa: POLSIF.
- SSF. (2024). *Swiss Sustainable Investment Market Study 2024*, Zurich.
- Zanten V., Anton J., Huij J. (2024). ESG to SDG: Do sustainable investing ratings align with the sustainability preferences of investors, regulators, and scientists?. *Regulators, and scientists* (2024).
- World Bank. (2024). *Krajowy Raport Klimatyczno-rozwojowy: Polska*, Washington, D.C.

CLASSIFICATION OF SUSTAINABLE (RESPONSIBLE) INVESTMENTS IN POLAND AND SELECTED EUROPEAN COUNTRIES - A COMPARATIVE ANALYSIS

Abstract

Objective. A key challenge in directing investment capital toward the climate goals of the European Union Sustainable Finance Framework is the proper classification of funds supporting sustainable development. Additional difficulties arise from greenwashing, as well as differences in investment policies, portfolio structures, and country-specific conditions, which limit comparability across markets. The article aims to provide a comparative analysis of sustainable investments in selected European markets, including Poland, using a selected classification of sustainable investment funds.

Method. The study applies complementary research methods, including a critical literature review, an analysis of EU sustainable finance regulations, and a classification of sustainable investments. Quantitative methods were also used, based on data from Polish investment fund companies and comparative data from other countries prepared according to the Eurosif methodology.

Results. The findings show that, despite the use of a common and well-defined classification of responsible investments, different approaches to its application across markets still create comparability problems and indicate the need for further clarification of both the classification and its practical implementation.

Keywords: sustainable investment, ESG, sustainable development

JEL classification: E22, E27, G23, R42, Q001

Robert Sroka
Akademia Leona Koźmińskiego
ul. Jagiellońska 57, 03-301 Warszawa, Polska
Adres e-mailowy: rsroka@kozminski.edu.pl

Paweł Makuch
Abris Capital Partners
ul. Grzybowska 5A, 00-132 Warszawa, Polska
Adres e-mailowy: p.makuch@abris-capital.com