

## ROZDZIAŁ 3

# Zrównoważone inwestycje finansowe w Polsce

### 3.1. Podstawy prawne zrównoważonych inwestycji w Polsce

U podstaw zrównoważonych inwestycji stoi koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (Corporate Social Responsibility – CSR). To właśnie na jej bazie inwestorzy promujący idee zrównoważenia kształtują swój portfel inwestycji. Respektowanie praw człowieka tak silnie promowane w koncepcji CSR jest obowiązkiem państwa, ale także przedsiębiorców, szczególnie odnosi się to do korporacji<sup>1</sup>. Ustrój gospodarczy Polski oparty jest na zasadzie społecznej gospodarki rynkowej (art. 20 Konstytucji)<sup>2</sup>. Podkreśla się, że społeczna gospodarka rynkowa oznacza również przejęcie przez państwo współodpowiedzialności za stan gospodarki. Wspominana współodpowiedzialność oznacza, że za prawidłowe funkcjonowanie gospodarki odpowiada nie tylko państwo, lecz także społeczni uczestnicy procesów gospodarczych. Takimi społecznymi uczestnikami procesów gospodarczych, a tym samym partnerami społecznymi w ujęciu art. 20 Konstytucji są również przedsiębiorcy, w tym duże korporacje prowadzące działalność na terenie Polski. Oznacza to, że wartościami, którymi powinni kierować się przedsiębiorcy, jest solidarność, dialog i współpraca z podmiotami, na których działalność tych przedsiębiorstw wpływa. Mimo że CSR

---

<sup>1</sup> M. Biernatt, *Społeczna odpowiedzialność biznesu. Wymiar konstytucyjny i międzynarodowy*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2007, s. 33.

<sup>2</sup> Konstytucja jest najważniejszym aktem prawnym danego państwa, a zawarte w niej postanowienia odzwierciedlają system powszechnie akceptowanych wartości w danym społeczeństwie. W przypadku polskiej Konstytucji rozdział I Konstytucji – zasady ustrojowe, a rozdział II – gwarantowane w Konstytucji prawa i wolności jednostki.

odnosi się do zobowiązań przedsiębiorców, to jednak od zaangażowania państwa może być uzależniony sposób, w jaki przedsiębiorcy wywiązują się z tych zobowiązań. Wynika to z tego, że państwo dąży do przeniesienia wartości konstytucyjnych na poziom regulacji ustawowej. Społeczna odpowiedzialność biznesu wyrażana w obszarach będących rezultatem wartości konstytucyjnych wynika z respektowania przez przedsiębiorcę zasad równości i zakazu dyskryminacji (art. 32-33 Konstytucji), zapewnienia ochrony praw pracowniczych (art. 24 i 65 Konstytucji), respektowania wolności słowa (art. 54 Konstytucji), chronienia i nienaruszania prywatności (art. 47 Konstytucji), wolności zrzeszania się (art. 58-59 Konstytucji), respektowania praw konsumentów (art. 76 Konstytucji), poszanowania reguł wolnej konkurencji (pośrednio art. 20 i 22 Konstytucji) oraz chronienia środowiska naturalnego (art. 5 i art. 74 Konstytucji). Ostatnia konstytucyjna wartość widoczna jest w praktyce społecznie odpowiedzialnej w ramach CSR jak i jest elementem życia społecznego wynikającego z norm prawnych (ustawa o odnawialnych źródłach energii, ustawa śmieciowa – *hard law*) czy zwyczajowych (*soft law*). Obowiązki informacyjne dotyczące CSR w Polsce są obowiązkowe w stosunku do spółek publicznych. Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów spółki takie są zobowiązane w rocznych sprawozdaniach finansowych informować o polityce odnoszącej się do stosowanego ładu korporacyjnego. W ramach norm zwyczajowych polityka CSR realizowana jest poprzez wdrażanie dobrych praktyk, które mają charakter dobrowolny, a wdrażane są przede wszystkim w stosunku do otoczenia zewnętrznego przedsiębiorcy.

## 3.2. Analiza pojedynczych inwestycji

### 3.2.1. Podstawowe kryteria oceny

Inwestowanie zgodnie z koncepcją zrównoważenia odbywa się poprzez wybór spółek realizujących koncepcję CSR. To znaczy przestrzegających praw człowieka, praw pracowniczych, ochronę środowiska naturalnego, praw konsumentów oraz współpracujących z lokalnymi środowiskami. Zrównoważone inwestycje to też takie, które koncentrują się na realizacji celów mających wpływ społeczny (skutki dla społeczności lokalnej lub efekty środowiskowe). Wtedy mówimy o inwestycjach tematycznych, które prócz realizacji polityki CSR koncentrują się na wpływie społecznym. W dalszej części analizy zaprezentowano podział zrównoważonych inwestycji finansowych w Polsce według dwóch kryteriów: zgodnie z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu oraz wpływu społecznego, z tym że w tym drugim uwaga została skupiona na wpływie na

środowisko. Przedmiotem analizy zostały objęte spółki akcyjne, których akcje są dostępne w powszechnym obrocie, to znaczy notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

### 3.2.1.1. Kryterium zgodne z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu

W grupie tej znajdują się wszystkie spółki notowane w indeksie RESPECT, poddane one zostały selekcji zgodnie z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu, wyznaczonymi przez Globalną Inicjatywę Sprawozdawczą GIS (Global Reporting Initiative – GRI). Szczegółowy opis naboru spółek do indeksu RESPECT znajduje się w podrozdziale 3.3.1.

### 3.2.1.2. Kryterium środowiskowe

Analizą zostały objęte dwie spółki notowane na rynku głównym WGPW i są to: Skystone Capital i Polish Energy Partners. Wybór był podyktowany przedmiotem działalności obydwu spółek, a mianowicie są zaliczane do sektora odnawialnych źródeł energii OZE.

Skystone Capital zarządza grupą kapitałową inwestującą w przedsięwzięcia w szeroko pojętym obszarze odnawialnych źródeł energii, w tym w energetykę biomasową, biogazową, wodną, wiatrową i projekty związane z odzyskiem energii z odpadów. Pozyskuje środki na rynku kapitałowym i inwestuje je w przedsięwzięcia na rynku OZE z zamiarem doprowadzenia ich do stanu działalności operacyjnej, a następnie sprzedaż części lub całości przedsiębiorstwa. Dlatego też wszystkie przedsięwzięcia realizowane przez Skystone Capital charakteryzują się dużym zapotrzebowaniem na kapitał początkowy. Skystone Capital posiada w swoim portfolio aktywa, takie jak:

- OZEN PLUS – zakład produkcji węgla drzewnego i energii ekologicznej w Wałczu o zainstalowanej mocy 7,2 MWe i 32,5 MWt i rocznej zdolności produkcyjnej 20 000 t węgla drzewnego;
- Biogaz Zeneris – biogazownia rolnicza w Skrzatuszu, woj. wielkopolskie, o mocy 526 kWe, rocznej produkcji 4000 MWh energii i rocznym przerobie 24 000 ton substratów;
- Viatron – przedsiębiorstwo wyposażone w specjalistyczny sprzęt do wysokich podniesień, dedykowany dla energetyki wiatrowej;
- Biogaz Zeneris Tech z zapleczem technologicznym i organizacyjnym w pełnieniu funkcji generalnego realizatora inwestycji z zakresu budowy elektrociepłowni biogazowych;
- Energo-Eko I – spółka celowa powołana do budowy zakładu odzysku energii z odpadów komunalnych o przerobie 140 tys. ton/rok<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Energo-Eko zostało sprzedane na mocy umowy z 31 grudnia 2013 r.

Polish Energy Partners SA (PEP) jest przedsiębiorstwem zajmującym się realizacją projektów energetycznych na podstawie odnawialnych źródeł energii. Spółka specjalizuje się w rozwoju, wdrażaniu i zarządzaniu projektami w zakresie wytwarzania energii elektrycznej i ciepła oraz produkcji paliw energetycznych. PEP oferuje swoje usługi w następujących segmentach rynku energetycznego:

- outsourcing energetyki przemysłowej, obejmujący usługi operatorskie,
- produkcja oraz sprzedaż ciepła i energii elektrycznej,
- development i sprzedaż farm wiatrowych,
- eksploatacja farm wiatrowych, produkcja pelletu z biomasy rolniczej jako paliwa energetycznego dla odbiorców przemysłowych.

PEP SA jest największym w Polsce producentem farm wiatrowych. Pierwsza farma wiatrowa o mocy 22 MW została oddana do eksploatacji w styczniu 2007 r. w Gnieździe w gminie Puck. Outsourcing energetyki przemysłowej Polish Energy Partners obejmuje: świadczenie usług operatorskich i produkcję oraz sprzedaż energii elektrycznej i ciepłej.

Dodatkowo na rynku NewConnect notowana jest także spółka z sektora OZE i jest nią MEW (Małe Elektrownie Wodne). MEW zajmuje się wszystkimi zagadnieniami związanymi z małymi elektrowniami wodnymi (projekty, budowa elektrowni, wyposażanie w turbozespoły i automatykę). Obecnie w posiadaniu firmy jest pięć elektrowni wodnych.

### 3.3. Analiza inwestycji portfelowych

Spośród inwestycji portfelowych wybrane zostały portfele pasywne reprezentowane przez jeden indeks społecznie odpowiedzialnych spółek RESPECT i portfele aktywne reprezentowane przez fundusze inwestycyjne krajowe i zagraniczne dostępne na rynku polskim. Analizą nie zostały objęte fundusze typu *venture capital* czy *private equity* ze względu na niski udział w rynku, jak również fundusze emerytalne ze względu na brak dostępu do danych rynkowych.

#### 3.3.1. Portfele pasywne – RESPECT Indeks

RESPECT indeks funkcjonuje na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych od listopada 2009 r. Jest to drugi tego typu indeks w regionie Europy Środkowo-Wschodniej<sup>4</sup> i został zainicjowany przez biznes. Celem utworzenia takiego indeksu było dostarczenie inwestorom syntetycznego i rzetelnego narzę-

---

<sup>4</sup> W Austrii utworzono pierwszy indeks, w skład którego wchodzi 15 spółek z Europy Środkowo-Wschodniej o nazwie CEERIUS (CEE Responsible Investment Universe).

dzia bazującego na międzynarodowych wytycznych Globalnej Inicjatywy Sprawozdawczej GIS (Global Reporting Initiative – GRI). Niewątpliwie jednym z większych wyzwań w momencie przygotowywania założeń metodycznych do badania było dostosowanie ich do realiów gospodarki *postemerging*. Międzynarodowe wytyczne GIS zostały dostosowane do wymogów polskiego rynku, lecz jednocześnie założono, że wymogi te będą stopniowo modyfikowane. Do indeksu RESPECT typowane są spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie z wyłączeniem spółek z rynku NewConnect, spółek zagranicznych i notowanych w systemie dual listingu z indeksów: WIG20, mWIG40, sWIG80. Proces selekcji spółek został podzielony na trzy etapy. W pierwszych dwóch etapach badania prowadzone są niezależnie, bez udziału samych spółek, wyłącznie na podstawie informacji ogólnodostępnych. Trzeci etap selekcji przewiduje bezpośrednie wizyty w siedzibach spółek i wymaga ich zgody na udział w projekcie. Dotychczas odbyło się sześć edycji naboru spółek do indeksu RESPECT<sup>5</sup>. Jest to indeks dochodowy, tzn. przy jego obliczaniu uwzględniane są dochody z tytułu dywidend i praw poboru. Pakiety spółek w indeksie (wagi) stanowią liczbę akcji w wolnym obrocie pomniejszoną o liczbę akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego<sup>6</sup>.

Po pierwszej edycji wprowadzono modyfikację polegającą na rozszerzeniu zakresu przedmiotowego oceny o grupy kapitałowe oraz pewne zróżnicowanie wyników oceny środowiskowej w zależności od rodzaju branży. Sam proces oceny oparty jest o badanie z wykorzystaniem kwestionariusza ankiety, które dodatkowo weryfikowane jest przez pracowników firmy oceniającej (Deloitte) w spółce<sup>7</sup>. Odpowiedzi podlegają ocenie punktowej (z uwzględnieniem wag – punkty od 1 do 3). Suma uzyskanych punktów jest podstawą do zaszeregowania spółki do odpowiedniej klasy ratingowej. Oceny AAA, AA i A wymagają uzyskania wyniku powyżej 75% możliwych punktów. Badanie z wykorzystaniem kwestionariusza ankiety uwzględnia kwestie zarządzania organizacją (polityka CSR, funkcjonowanie na giełdzie, system zarządzania), aspekty ekonomiczne, (regulowanie zobowiązań, wynagrodzenia i wspieranie działań społecznych), kryteria środowiskowe (zarządzanie środowiskowe, materiały i surowce, energia i woda, klimat, odpady) i kryteria społeczne (BHP, rozwój zawodowy pracowników, prawa człowieka, ochrona danych osobowych).

---

<sup>5</sup> Aktualizacja listy uczestników indeksu RESPECT realizowana jest w odstępach półrocznych.

<sup>6</sup> Udziały największych spółek w indeksie są limitowane do 25%, gdy indeks liczy mniej niż 20 uczestników, i do 10%, gdy liczba uczestników indeksu jest wyższa niż 20 spółek.

<sup>7</sup> Ankieta składa się z 35 pytań dotyczących: strategii i zarządzania organizacją, w tym w obszarze odpowiedzialności społecznej, zagadnień środowiskowych, polityki pracowniczej i relacji z pracownikami, zarządzania relacjami z rynkiem i klientami.

W pierwszej edycji do indeksu RESPECT wybrano 16 spółek z 114 wytypowanych w wyniku weryfikacji (etap I i II). Uzyskały one ponad 75% ogółu punktów (średnia – 79,60%) i tym samym otrzymały ocenę A, z tym że żadna ze spółek nie otrzymała najwyższej oceny ratingowej AAA. Wśród 114 badanych spółek 27 uzyskało ocenę BBB i nie zakwalifikowało się do indeksu RESPECT.

W pierwszej edycji na pytanie, czy w spółce istnieje dająca się zweryfikować strategia społecznej odpowiedzialności, 59% respondentów wskazało, że spółka podejmuje działalność o charakterze CSR, natomiast 14% ankietowanych przyznało, że spółka posiada spójną strategię CSR. Natomiast aż 79% ankietowanych spółek przyznało, że nie wdrożyło procesu raportowania CSR. W kwestiach środowiskowych na pytanie, czy spółka opracowała i stosuje politykę środowiskową, 50% odpowiedzi było negatywnych, a 41% pozytywnych. W przypadku pytania, czy w spółce funkcjonuje kodeks etyki, 59% odpowiedzi było negatywnych<sup>8</sup>.

**Tabela 18.** Skład indeksu RESPECT I-VI edycji

Skład indeksu RESPECT I-VI edycji			
Lp.	I edycja	II edycja	III edycja
1.	Apator SA	Barlinek	Apator SA
2.	Bank Handlowy w W-wie SA	Bank Handlowy	Barlinek SA
3.	Bank BPH SA	Bank Millennium	Bank Handlowy w W-wie SA
4.	Barlinek SA	BRE Bank	Bank Millennium SA
5.	Ciech SA	Budimex	BRE Bank SA
6.	Elektrobudowa SA	BZ WBK	Budimex SA
7.	Grupa Lotos SA	Elektrobudowa	DM IDM SA
8.	Grupa Żywiec SA	Grupa Lotos	Elektrobudowa SA
9.	ING Bank Śląski SA	ING Bank Śląski	Śnieżka SA
10.	KGHM Polska Miedź SA	KGHM Polska Miedź	Grupa Lotos SA
11.	Mondi Świecie SA	LW Bogdanka	ING Bank Śląski SA
12.	PGNiG SA	Mondi Świecie	KGHM Polska Miedź SA
13.	PKN Orlen SA	PGNiG	Kredyt Bank SA
14.	Telekomunikacja Polska SA	PKN Orlen	LW Bogdanka SA
15.	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA	Telekomunikacja Polska	Mondi Świecie SA
16.	Ropczyce SA	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA	Netia SA

<sup>8</sup> Deloitte (online; dostęp 10.01.2012), [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Poland/Local%20Assets/Documents/Broszury\\_CSR\\_RespectIndex.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Poland/Local%20Assets/Documents/Broszury_CSR_RespectIndex.pdf).

17.			PBG SA
18.			PGE SA
19.			PGNiG SA
20.			PKN Orlen SA
21.			Telekomunikacja Polska SA
22.			Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA
<b>Lp.</b>	<b>IV edycja</b>	<b>V edycja</b>	<b>VI edycja</b>
1.	Apator SA	Apator SA	Apator SA
2.	Bank BPH SA	Bank BPH SA	Bank BPH SA
3.	Bank Handlowy w W-wie SA	Bank Handlowy w W-wie SA	Bank Handlowy w W-wie SA
4.	Bank Millennium SA	Bank Millennium SA	Bank Millenium SA
5.	Budimex SA	Budimex SA	Budimex SA
6.	Ciech SA	Elektrobudowa SA	Elektrobudowa SA
7.	DM IDM SA	Grupa Lotos SA	Grupa Lotos SA
8.	Elektrobudowa SA	ING Bank Śląski SA	ING Bank Śląski SA
9.	Grupa Lotos SA	JSW SA	JSW SA
10.	ING Bank Śląski SA	KGHM Polska Miedź SA	KGHM Polska Miedź SA
11.	KGHM Polska Miedź SA	Kredyt Bank SA	LW Bogdanka SA
12.	Kredyt Bank SA	LW Bogdanka SA	Netia SA
13.	LW Bogdanka SA	Netia SA	Pelion SA
14.	Mondi Świecie SA	PGE Polska Grupa Energety. SA	PGE Polska Grupa Energety. SA
15.	Netia SA	PGNiG SA	PGNiG SA
16.	PBG SA	PKN ORLEN SA	PKN ORLEN SA
17.	PGE Polska Grupa Energetyczna SA	PZU SA	PZU SA
18.	PGNiG SA	Telekomunikacja Polska SA	Telekomunikacja Polska SA
19.	PKN Orlen SA	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA
20.	PZU	Zespół Elektrociepłowni KOGENERACJA SA	Zespół Elektrociepłowni KOGENERACJA SA
21.	Telekomunikacja Polska SA		
22.	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA		
23.	Zespół Elektrociepłowni KOGENERACJA SA		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

Duże znaczenie dla wyników badania mają kwestie zarządzania organizacją, szczególnie spójna polityka CSR (przygotowywanie raportów zgodnie ze standardami GIS), jak również kwestie środowiskowe rozumiane jako polityka środowiskowa, w której jest określony ogólny kierunek działań środowiskowych. Ocenie także podlegają kwestie etyki w spółce. Jedno z pytań dotyczy opracowania i wdrażania kodeksu etyki, który powinien być poparty wdrożeniem formalnych mechanizmów pozwalających na egzekwowanie zapisanych w kodeksie zasad.

W siódmej edycji naboru spółek do indeksu RESPECT dołączyły cztery nowe spółki: BZ WBK, GPW, Tauron i Rafako. Natomiast dwie spółki zostały z indeksu wyeliminowane i są to Bogdanka i Telekomunikacja Polska. W skład indeksu wchodzi po siódmej edycji 22 spółki.

### 3.3.2. Portfele aktywne

Do zrównoważonych portfeli aktywnie zarządzanych zalicza się fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i fundusze *private equity* czy *venture capital* stosujące politykę społecznej odpowiedzialności/politykę zrównoważenia. Funkcję wspierającą dla realizacji takiej polityki inwestycyjnej pełnią organizacje, takie jak: Eurosif, PRI czy EFAMA. Organizacje te prowadzą działalność promocyjną i sprawozdawczą z zakresu społecznej odpowiedzialności w inwestowaniu. Fundusze inwestycyjne, fundusze *private equity* czy *venture capital* są typowo rynkowe, dobrowolne natomiast fundusze emerytalne mają charakter społeczno-gospodarczy i jako takie nie mogą ignorować oczekiwań otoczenia społecznego, tym bardziej że dysponują dużymi aktywami. Dla celów niniejszej analizy portfele zostały podzielone na etyczne i ekologiczne. Portfele etyczne, w których zarządzający przy doborze spółek kierują się zasadami etyki w inwestowaniu, zarówno dotyczy to relacji społecznych, jak i ze środowiskiem, oraz portfele ekologiczne, w których zarządzający dobierają spółki przyczyniające się do korzystnych zmian środowiskowych. Wśród wymienionych portfeli na rynku polskim będą takie, które są portfelami tematycznymi i o charakterze ogólnym. W większości są to fundusze stosujące strategię negatywnej selekcji, gdyż jest to powszechna strategia inwestycyjna charakterystyczna dla rynków słabo rozwiniętych. W przypadku portfeli tematycznych w Polsce stosowana jest selekcja tematyczna o charakterze ekologicznym bądź społecznym. Wśród portfeli etycznych przeanalizowano: Fundusze Inwestycyjne SKOK Etyczny 1 i SKOK Etyczny 2 są to fundusze zrównoważone o różnym poziomie ryzyka, Fundusz Inwestycyjny PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny - jest to fundusz tematyczny. Z portfeli ekologicznych wybrano osiem funduszy dostępnych na rynku polskim, w tym trzy polskie i pięć zagranicznych, są to: BNPP L1 Green Tigers



Inc, inwestor zmian klimatycznych, HSBC GIF Climate Change, Schroder ISF Global Climate Change Equity A1Hedged, Schroder ISF Global Climate Change Equity A1, WIOF Green Energy Performance Fund – Class A, PZU Energia Medycyna Ekologia, Arka BZ WBK Energii.

### 3.3.2.1. Portfele etyczne

Portfele etyczne to takie, których aktywa są inwestowane w papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty prowadzące działalność etyczną z punktu widzenia różnych kryteriów, których skutki mają pozytywny wpływ na człowieka czy środowisko. Pierwszym etycznym funduszem w Polsce był SKOK FIO Etyczny 1 (SKOK E1) inwestujący w dłużne instrumenty finansowe, a drugim SKOK FIO Etyczny 2 (SKOK E2) inwestujący w udziałowe instrumenty finansowe.

Pierwsza wycena jednostek uczestnictwa funduszu SKOK E1 przeprowadzona została w grudniu 2008 r. Początkowo był to specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, jednak w grudniu 2011 r. przekształcono go w fundusz inwestycyjny otwarty. Zgodnie ze statutem fundusz może lokować do 100% środków w obligacje, dłużne papiery wartościowe oraz instrumenty rynku pieniężnego. Fundusz może także lokować aktywa w tytuły uczestnictwa wyemitowane przez zagraniczne fundusze (dłużne) oraz w depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych. W celu ograniczenia ryzyka inwestycyjnego jest także możliwość zawierania transakcji w standaryzowane i niewystandaryzowane instrumenty pochodne. Etyczne inwestowanie funduszu opiera się na strategii inwestycyjnej polegającej na negatywnej selekcji. Z inwestycji eliminowane są przedsiębiorstwa między innymi zajmujące się:

- produkcją broni i amunicji,
- produkcją wyrobów tytoniowych, wysokoprocentowych napojów alkoholowych,
- prowadzeniem kasyn gier,
- produkcją stali z wykorzystaniem pieców martenowskich,
- produkcją aluminium z wykorzystaniem elektrolizy Soderberga,
- wytwarzaniem energii przy wykorzystaniu paliwa nuklearnego.

Fundusz nie może lokować aktywów w papiery dłużne emitowane przez rządy Chin i Stanów Zjednoczonych. Chin, gdyż w tym kraju łamane są prawa człowieka, a w Stanach Zjednoczonych ze względu na stosowanie kary śmierci.

Analiza sprawozdań finansowych SKOK E1 wskazuje, że fundusz koncentruje się na inwestycjach w polskie skarbowe papiery wartościowe. W 2011 r. stanowiły one 85,38% aktywów, a w 2012 r. 83,07%. O dużym zainteresowaniu inwestycjami w jednostki uczestnictwa tego funduszy świadczy wzrost akty-

wów. W roku 2012 nastąpił przyrost aktywów o 129%. Przyczyna jednak nie musi być związana ze specyfiką funduszu, ale jedynie z dobrą koniunkturą dla inwestycji w instrumenty dłużne. Tym bardziej, że fundusz nie dywersyfikował swoich aktywów.

Pierwsza wycena jednostek uczestnictwa funduszu SKOK E2 przeprowadzona została w sierpniu 2010 r. Zgodnie ze statutem fundusz lokuje 60%–100% środków w akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz w akcje będące przedmiotem publicznej oferty w Polsce lub w innym kraju Unii Europejskiej. Aktywa funduszu SKOK E2 nie mogą być lokowane w:

- papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty, które prowadzą działalność niezgodną z prawem kraju siedziby emitenta,
- papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty, których podstawową działalnością jest: produkcja broni i amunicji, produkcja wyrobów tytoniowych lub wysokoprocentowych napojów alkoholowych, prowadzenie kasyn gier lub salonów gier losowych, produkcja stali z wykorzystaniem pieców martenowskich, produkcja aluminium z wykorzystaniem elektrolizy Soderberga,
- papiery wartościowe emitentów czerpiących korzyści: z uprawiania hazardu, prowadzenia kasyna, prania brudnych pieniędzy, pornografii, produkcji lub rozprzestrzeniania odpadów radioaktywnych.

Analiza sprawozdań finansowych SKOK FIO Etyczny 2 wskazuje, że fundusz koncentruje się na inwestycjach w akcje notowane na giełdach środkowo-europejskich.

**Tabela 19.** Udział procentowy i liczba spółek w aktywach Funduszu SKOK Etyczny 2

Lata	Udział w % (liczba spółek)		Liczba notowanych spółek		Spółki notowane w indeksie RESPECT
	Polskie	Zagraniczne	WGPW	Inne giełdy	
2010	43,47 (23)	16,10 (3)	24	2	5
2011	38,90 (20)	48,58 (9)	20	9	8
2012	62,26 (30)	13,45 (8)	32	6	6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych SKOK.

W roku 2010 inwestycje skierowane były przede wszystkim w akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (WGPW) – skierowano tam 61,76% inwestycji przy całkowitym zaangażowaniu w akcje wynoszącym 69,57%. Natomiast w roku 2011 portfel akcji, który stanowił 87,48% całości aktywów, został zdywersyfikowany geograficznie – udział akcji notowa-

nych na WGPW spadł do 38,9%, jednocześnie wzrósł znacząco udział inwestycji na giełdach papierów wartościowych w Pradze (PSE), Budapeszcie (BSE) i Wiedniu (VSE) do 48,58%. W 2012 r. procentowy udział akcji w aktywach ogółem wyniósł 75,71%, fundusz wykazał także posiadanie praw do akcji – 3,28%. Większość akcji spółek była notowana na WGPW, bo aż 62,26%, a reszta, to jest 13,45%, na giełdach papierów wartościowych w Pradze (PSE), Budapeszcie (BSE) i Wiedniu (VSE).

Fundusz Inwestycyjny PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny powstał w kwietniu 2010 r. Fundusz koncentruje się na sektorze spółek, które prowadzą działalność badawczo-rozwojową w dziedzinie nauk przyrodniczych i technicznych, szczególnie działających w sektorach: chemicznym, elektronicznym, medycznym, farmaceutycznym oraz w zakresie bio- i nanotechnologii. Fundusz wykorzystuje potencjał wzrostu akcji spółek innowacyjnych z zakresu biotechnologii. Aktywa funduszu w wysokości minimum 60% stanowią akcje spółek, których głównym przedmiotem działalności jest prowadzenie działalności badawczo-rozwojowej w dziedzinie nauk przyrodniczych i technicznych, certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa funduszy lub tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania, pod warunkiem że ich polityka inwestycyjna ma na celu odzwierciedlenie składu indeksu akcji spółek prowadzących działalność w zakresie biotechnologii i innowacji.

**Tabela 20.** Stopy zwrotu

Nazwa funduszu	2011	2012
SKOK E1	Bd	8,6%
SKOK E2	-22,6%	20,6%
PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny	-9,2%	4,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl).

### 3.3.2.2. Portfele ekologiczne

Wśród dostępnych na rynku polskim ekologicznych inwestycji portfeli dwa są portfelami (funduszami) polskimi – Investor Zmian Klimatycznych i PZU – Energia Medycyna Ekologia, a pięć to fundusze zagraniczne (patrz tabela 22.).

Investor Zmian Klimatycznych jest funduszem utworzonym przez TFI DWS Polska, a następnie przejętym przez Investors TFI SA. Fundusz rozpoczął działalność w styczniu 2008 r. Jest on zaliczany do grupy funduszy zrównoważonych/społecznie odpowiedzialnych tzw. tematycznych. Strategia inwestycyjna funduszu polega na inwestycji nie mniej niż 70% aktywów netto w jednostki

uczestnictwa emitowane przez subfundusz zagraniczny DWS Invest Clean Tech, który to subfundusz inwestuje w akcje spółek z całego świata, działające w obszarach biznesowych, zajmujących się ograniczaniem wpływu zmian klimatycznych na środowisko oraz usuwaniem ich skutków. Zalicza się do nich takie przedsięwzięcia biznesowe jak: czyste technologie, odnawialne i alternatywne źródła energii, zapobieganie i zarządzanie klęskami żywiołowymi, ekologiczny transport ludzi i towarów. W portfelu DWS Invest Clean Tech największy udział ma przemysł maszynowy – 10,7%. Spółki, w które inwestuje fundusz, pochodzą z USA – 32,7%, i Japonii – 18,70%.

PZU – Energia Medycyna Ekologia, w którego składzie portfela znajdują się instrumenty rynku pieniężnego, depozyty bankowe oraz dłużne papiery wartościowe o wartości maksymalnie 50% oraz udziałowe papiery wartościowe obejmujące akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe spółek, które stanowią minimalnie 50% wartości aktywów netto subfunduszu. Subfundusz dokonuje lokat przede wszystkim w akcje spółek, których działalność związana jest z branżą: energetyczną, ochrony zdrowia, ochrony środowiska naturalnego (spółki produkujące energię ze źródeł odnawialnych, spółki zajmujące się recyklingiem). Aktualnie w portfelu funduszu znajduje się 72,35% akcji, głównie z rynku europejskiego (NDVARTIS 5,17%, RDCHE HLD 3,83%). Fundusz zwiększa sukcesywnie swoje aktywa. W 2010 r. w stosunku do roku poprzedniego wzrost ten wyniósł 90%.

Poniżej zostały zaprezentowane roczne stopy zwrotu dla funduszy tematycznych (ekologicznych). Investor Zmian Klimatycznych ma zdecydowanie gorsze wyniki, co można tłumaczyć tym, że fundusz rozpoczął działalność w momencie, gdy występowały silne przeceny na rynku kapitałowym tj. w styczniu 2008 r.

**Tabela 21.** Stopy zwrotu

Nazwa Funduszu	2011	2012
Investor Zmian Klimatycznych	-23,7%	0%
PZU Energia Medycyna Ekologia	27,7%	41,4%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

W tabeli 22 zaprezentowana została krótka charakterystyka wszystkich funduszy ekologicznych dostępnych na rynku polskim.

Tabela 22. Charakterystyka funduszy ekologicznych dostępnych w Polsce

Nazwa Funduszu	Podmiot zarządzający funduszem	Pochodzenie funduszu	Waluta	Struktura aktywów
BNPP L1 Green Tigers Inc	BNP Paribas Investment Partners	Zagraniczny	EUR	Fundusz inwestuje co najmniej 2/3 aktywów w akcje lub jednostki reprezentujące kapitał spółek, których technologiczne, produkty i usługi związane są ze zrównoważonym rozwojem i stanowią rozwiązanie problemów środowiskowych w Azji. Ponadto fundusz może również inwestować do 1/3 swoich aktywów w inne instrumenty finansowe.
Investor Zmian Klimatycznych	Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Polski	PLN	Fundusz lokuje nie mniej niż 70% wartości swoich aktywów w jednostki uczestnictwa emitowane przez subfundusz zagraniczny DWS Invest Clean Tech.
HSBC GIF Climate Change	HSBC Global Asset Management	Zagraniczny	USD	Fundusz inwestuje w akcje oraz podobne papiery wartościowe spółek prowadzących działalność związaną ze zmianami klimatycznymi, energią odnawialną, efektywnością energetyczną, emisją dwutlenku węgla, zagospodarowaniem ścieków i zanieczyszczeń itp, które pochodzą zarówno z krajów rozwiniętych, jak i wschodzących. Ponadto fundusz może lokować środki także w instrumenty pochodne.
Schroder ISF Global Climate Change Equity A1 Hedged	Schroder Investment Management GmbH	Zagraniczny	Euro	Fundusz inwestuje w spółki, które odnoszą korzyści z działań mających na celu dostosowanie się do lub ograniczenie wpływu zmian klimatycznych. Przykładowo są to spółki oferujące rozwiązania w zakresie odnawialnych źródeł energii, np. energii słonecznej czy wiatrowej i biopaliw, a także spółki produkujące energooszczędne żarówki i pojazdy hybrydowe. Ponadto środki lokowane są także w inwestycje w rolnictwo, gdzie zmiany klimatyczne wymuszają zwiększenie produkcji zbóż.

Schroder ISF Global Climate Change Equity A1	Schroder Investment Management GmbH	Zagraniczny	Euro i w USD	Fundusz inwestuje w spółki, które odnoszą korzyści z działań mających na celu dostosowanie się do lub ograniczenie wpływu zmian klimatycznych. Przykładowo są to spółki oferujące rozwiązania w zakresie odnawialnych źródeł energii, np. energii słonecznej czy wiatrowej i biopaliw, a także spółki produkujące energooszczędne żarówki i pojazdy hybrydowe.
WIOF Green Energy Performance Fund – Class A	World Investment Opportunities Funds	Zagraniczny	PLN	Fundusz inwestuje w akcje i papiery wartościowe powiązane z akcjami sektora energii odnawialnej na całym świecie, jak również może zainwestować ograniczoną część środków w ETF-y i inne fundusze z sektora zielonej energii
PZU Energia Medycyna Ekologia	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA	Polski	PLN	Fundusz lokuje środki przede wszystkim w akcje spółek, których działalność związana jest z branżą: energetyczną (produkcji i dystrybucji energii elektrycznej, spółki zajmujące się budową elektrowni i infrastruktury energetycznej), ochrony zdrowia (spółki farmaceutyczne i biotechnologiczne, w tym produkcji i dystrybutorzy leków innowacyjnych).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie strony [www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl](http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl), dostęp (28.07.2013), dostępny:

[http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=308:fundusze-sri-dostepne-w-polsce&catid=56:aktualnosci&Itemid=742](http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=308:fundusze-sri-dostepne-w-polsce&catid=56:aktualnosci&Itemid=742).

### 3.4. Cechy polskich zrównoważonych inwestycji finansowych

Polski rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji jest w początkowej fazie rozwoju. Według danych na 2011 r. szacuje się go na 5,4 mld PLN (co stanowi 1,2 mld euro i jest to ułamek procent wszystkich europejskich społecznie odpowiedzialnych aktywów – 0,01%). Najpopularniejszą strategią stosowaną przez instytucjonalnych społecznie odpowiedzialnych inwestorów jest strategia wykluczenia, stanowi 97% wszystkich zaangażowanych aktywów. Według badania prowadzonego przez Eurosif wykluczenia te dotyczą energii nuklearnej, produkcji i handlu bronią, wyrobów alkoholowych i tytoniowych oraz hazardu. Inwestorzy instytucjonalni są o tyle istotni, że zajmują 98% rynku, a głównie są to fundusze emerytalne i inwestycyjne. Aktywa polskich społecznie odpowiedzialnych inwestorów stanowią w większości obligacje (63%) oraz akcje (24%). Stosowane strategie inwestycyjne to przede wszystkim uwzględnianie czynników ESG w analizie finansowej, gdzie podstawą jest koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu i inwestycje z wpływem społecznym. Pierwszą grupę zrównoważonych inwestycji stanowią inwestycje lub portfele inwestycji ukierunkowane na standardy wyznaczone przez społeczną odpowiedzialność biznesu. Drugą grupę stanowią inwestycje ze społecznym wpływem, tj. tematyczne. Inwestowanie w spółki zajmujące się odnawialnymi źródłami energii (spółki z grupy tematycznych) czy ich portfele cieszą się obecnie na świecie dużym zainteresowaniem. Coraz więcej inwestorów poszukuje aktywnie projektów mających pozytywny wpływ na społeczność lub/i na środowisko z jednoczesnym potencjałem do zwrotu z inwestycji. W praktyce takie możliwości pojawiają w wielu częściach świata, niemal we wszystkich klasach aktywów i na różnych poziomach ryzyka i dochodu. Standardowa struktura inwestycji społecznych (*impact investing*) polega na inwestowaniu w przedsiębiorstwa, które zapewniają samowystarczalne rozwiązania problemów społecznych, takich jak dostęp do czystej wody, poprawa opieki zdrowotnej lub dostarczanie czystej energii. Inwestycje w takie przedsięwzięcia przyczyniają się do zmniejszania ubóstwa, ale równocześnie mają potencjał do uzyskania wysokiego zwrotu na kapitale.

Poniżej przeprowadzono badanie mające na celu porównanie dochodowości i efektywności akcji spółek społecznie odpowiedzialnych z grupy inwestycji tematycznych (odnawialne źródła energii) oraz spółek społecznie odpowiedzialnych odwzorowanych w indeksie RESPECT i społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych. Do badania posłużono się logarytmicznymi dziennymi stopami zwrotu wyznaczonymi według wzoru:  $(R_t = 100 \times \log(p_t/p_{t-1}))$ . Wyznaczono je dla dwóch spółek giełdowych: Skystone Capital (SKY), dawniej BBI Zeneris (BBZ), i Polish Energy Partners (PEP), indeksu RESPECT

i funduszy inwestycyjnych (SKOK E2, PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny, PZU Energia Medycyna Ekologia, Investor Zmian Klimatycznych). Otrzymane wyniki porównano z benchmarkami rynkowymi, tj. indeksem sWIG80 i WIG20. Do pomiaru efektywności użyto klasycznej miary, to jest wskaźnika Sharpe'a. Wskaźnik Sharpe'a został wyznaczony ze wzoru:

$$SR = \frac{\mu - r_f}{\sigma}$$

gdzie:

$\mu$  – średnia logarytmiczna stopa zwrotu,  
 $\sigma$  – odchylenie standardowe logarytmicznych stóp zwrotów,  
 $r_f$  – średnia logarytmiczna stopa wolna od ryzyka, wyznaczana ze wzoru:

$$r_f = \frac{\sum_{i=1}^n \ln(1 + r_{free}^i)}{k}$$

gdzie:

$r_{free}^i$  to stopa wolna od ryzyka w  $i$ -tym okresie, a  $k$  oznacza liczbę okresów bazowych w roku.

Przy wyznaczeniu wskaźników Sharpe'a jako stopę wolną od ryzyka przyjęto stopę z rynku międzybankowego WIBOR ON dla zwrotów dziennych. Jako pierwsze zbadano zachowanie dwóch spółek giełdowych notowanych na rynku głównym WGPW. Badanie przeprowadzono dla okresu 2.01.2008–28.12.2012. Uzyskane wyniki zamieszczono w tabeli 23. W analizowanym okresie dzienne średnie stopy zwrotu we wszystkich przypadkach wykazywały wartości ujemne. Średni zwrot dzienny SKY był znacząco większy niż dla indeksu sWIG80 i PEP. Ponieważ odchylenie standardowe stóp zwrotu dla Skystone Capital było wyższe, to wskaźnik Sharpe'a był porównywalny jak dla indeksu sWIG80.

**Tabela 23.** Średnie dzienne zwroty w okresie 2.01.2008-28.12.2012

	SKY	PEP	sWIG80
Średnia stopa zwrotu	-0,2741%	-0,0005%	-0,03443%
Odchylenie standardowe	4,9076%	2,0051%	1,0964%
Wskaźnik Sharpe'a	-0,0446	-0,0099	-0,0437

Źródło: Opracowanie własne.

Stopy zwrotu wyliczone za cały analizowany okres we wszystkich przypadkach mają wartość ujemną (patrz tabela 24.), z tym że spółka PEP wykazuje najniższą stratę. Przyczynę takiego zachowania spółki PEP nie należy jednak upatrywać w zwiększonym zainteresowaniu tą spółką społecznie odpowiedzial-



nych inwestorów, ale w jej stabilnych podstawach fundamentalnych w analizowanym okresie.

**Tabela 24.** Stopy zwrotu w okresie 2.01.2008-28.12.2012

	SKY	PEP	sWIG80
Stopa zwrotu	-87,9%	-25,6%	-43,2%

Źródło: Opracowanie własne.

Przedmiotem następnego analizy jest indeks spółek społecznie odpowiedzialnych, indeks RESPECT. Badanie przeprowadzono dla okresu od 4.01.2010 do 28.12.2012. Wyznaczono średnie dzienne stopy zwrotu odchylenia standardowe oraz wskaźniki Sharpe'a, tak jak w poprzedniej analizie porównano stopy zwrotu za cały okres analizy. Wyniki przedstawiono w tabeli 25. i tabeli 26.

**Tabela 25.** Średnie dzienne zwroty w okresie 4.01.2010-28.12.2012

	RESPECT	WIG20
Średnia stopa zwrotu	0,0527%	0,0073%
Odchylenie standardowe	1,2672%	1,3137%
Wskaźnik Sharpe'a	0,0267	-0,0027

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 26.** Stopy zwrotu w okresie 4.01.2010-28.12.2012

	RESPECT	WIG20
Stopa zwrotu	39,9%	5,5%

Źródło: Opracowanie własne.

Średni zwrot dzienny dla indeksu RESPECT był prawie siedmiokrotnie wyższy niż dla indeksu WIG20. Jednocześnie odchylenia standardowe dziennych stóp zwrotu dla indeksu RESPECT były niższe niż dla WIG20, w związku z tym wskaźnik Sharpe'a dla tego indeksu był znacząco wyższy i przyjął wartość dodatnią. Współczynnik Sharpe'a dla WIG20 był ujemny (co wynika z tego, że średnia stopa zwrotu z indeksu była mniejsza od stopy wolnej od ryzyka, czyli średniej stopy WIBOR ON). Stopa zwrotu za cały okres analizy była znacząco wyższa dla indeksu RESPECT niż dla indeksu WIG20. Jednakże na wyższą dochodowość spółek z indeksu RESPECT wpływa niewątpliwie nadreprezentacja spółek z sektora surowcowego i energetycznego, które to spółki w analizowanym okresie były liderami wzrostów.

Przedmiotem kolejnej analizy są fundusze inwestycyjne (akcyjne). Porównano wartości dziennych stóp zwrotu, odchylenia standardowego i wskaźników Sharpe'a dla jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych: SKOK E2, PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny (PKO BIG), Investor Zmian Klimatycznych (IZK), PZU Energia Medycyna Ekologia PZU EME). Badanie przeprowadzono dla okresu 3.01.2011–28.12.2012 r.<sup>9</sup>. W celu porównania tego samego okresu przedstawiono wartości indeksów: RESPECT i WIG20. Wyniki zostały zaprezentowane w tabeli 27.

**Tabela 27.** Średnie dzienne zwroty w okresie 3.01.2011- 28.12.2012

	SKOK E2	PKO BIG	IZK	PZU EME	RESPECT	WIG20
Średnia stopa zwrotu	-0,0157%	0,0043%	-0,063%	0,0866%	0,0274%	-0,006%
Odchylenie standardowe	0,9063%	0,93%	1,1435%	1,5264%	1,2457%	1,3334%
Wskaźnik Sharpe'a	-0,0387	-0,0163	-0,0721	0,0439	0,0065	-0,019

Źródło: Opracowanie własne.

Średnia dzienna stopa zwrotu jedynie w trzech przypadkach ma wartość dodatnią (PKO BIG, PZU EME, RESPECT), jednakże w wybranym okresie tylko fundusz PZU EME i indeks RESPECT osiągnęły zysk powyżej stopy wolnej od ryzyka, tj. WIBOR ON. Stąd też wskaźnik Sharpe'a uzyskał wartość dodatnią, jednakże wyższą wartość wskaźnika Sharpe'a wykazał fundusz PZU EME.

Przedstawione wartości wskaźników Sharpe'a dla jednostek uczestnictwa Funduszu Inwestycyjnego SKOK Etyczny 2 porównano z indeksem RESPECT i WIG20. Rozszerzenie horyzontu inwestycji poza terytorium Polski i włączenie do portfela Funduszu Inwestycyjnego SKOK Etyczny 2 spółek z innych giełd środkowoeuropejskich nie przyczyniło się do zwiększenia efektywności (średnia stopa zwrotu była dla funduszu gorsza niż dla indeksów RESPECT i WIG20). Ponadto średnia dzienna stopa zwrotu była ujemna, przez co wskaźnik Sharpe'a był także ujemny.

Analiza efektywności społecznie odpowiedzialnych inwestycji w Polsce wskazuje na przewagę portfela akcji spółek z indeksu RESPECT i funduszu PZU EME nad pozostałymi portfelami. Można w tym przypadku znaleźć dwa argumenty wyjaśniające takie zachowanie. Pierwszy wynika stąd, że w indeksie RESPECT przeważają największe spółki należące do indeksu WIG20. Spółki z WIG20 charakteryzują się wysoką płynnością i kapitalizacją, stąd też są w centrum zainteresowania krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjo-

<sup>9</sup> Okres badania dobrano tak, aby można było porównać wszystkie fundusze.

nalnych, co gwarantuje większy popyt. Dodatkowo światowy rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji dynamicznie wzrasta. Poszukiwane są one szczególnie przez inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne) w celu dywersyfikacji geograficznej portfela i rozszerzenia horyzontu inwestycyjnego na rynek Europy Środkowo-Wschodniej. Drugi argument związany jest bezpośrednio ze składem indeksu RESPECT. Na jego zachowanie wpływa niewątpliwie nadreprezentacja spółek z sektora surowcowego i energetycznego, które to spółki w ostatnim czasie były liderami wzrostów. Analiza efektywności portfela akcji Funduszu Inwestycyjnego SKOK Etyczny 2 wskazuje na gorsze wyniki nie tylko od indeksu RESPECT, ale także od indeksu WIG20. Dywersyfikacja geograficzna portfela w tym przypadku nie wpłynęła na wzrost efektywności.

Metodologia stosowana przy doborze spółek do indeksów, aczkolwiek zgodna z wytycznymi Globalnej Inicjatywy Sprawozdawczej – GIS, nie jest jednakowa. Przy doborze spółek do indeksu RESPECT zastosowano modyfikację, efektem której do indeksu zakwalifikowane zostały spółki z branży surowcowej, które nie spełniają światowych norm ochrony środowiska. Branża paliwowa i surowcowa jest silnie reprezentowana w indeksie RESPECT, odpowiednio: 23,07% i 21,64%. Branże te były liderami wzrostów w analizowanym okresie, stąd też można tłumaczyć wyższą dochodowość i lepsze wskaźniki efektywności indeksu RESPECT od indeksu WIG20.