

*Olga Mikołajczyk*

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
ORCID: 0000-0001-8878-3596

## Standaryzacja raportowania ESG jako wyzwanie dla rynku kapitału podwyższonego ryzyka

---

### Streszczenie

W artykule przedstawiono zagadnienia związane z jednym z wyzwań stojących przed podmiotami działającymi na rynku kapitału podwyższonego ryzyka – koniecznością standaryzacji procesów raportowania aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (ESG). Zwrócono uwagę na istotę problemu raportowania ESG w środowisku funduszy *private equity*. Rozważania zostały poprzedzone charakterystyką działalności funduszy oraz opisem ich procesu inwestycyjnego. Wskazano również na konieczność wdrożenia standardów raportowania czynników ESG w działalności funduszy oraz ich spółek portfelowych, co stanowi przedmiot zainteresowania wszystkich interesariuszy na rynku *private equity*. Opisywana problematyka jest o tyle istotna, o ile uwzględnianie przez firmy działające na rynku *private equity* czynników ESG podczas dokonywania inwestycji zwiększa ich potencjał do osiągnięcia wyższych zysków, pozwalając im jednocześnie ograniczyć ekspozycję na ryzyko. Można zatem skonkludować, iż zainteresowanie standaryzacją rośnie wykładniczo i staje się nieodzownym elementem każdej transakcji z udziałem funduszy *private equity*.

**Słowa kluczowe:** kapitał podwyższonego ryzyka, *private equity*, raportowanie ESG

**Kody klasyfikacji JEL:** E22, G11, G24, G34, O16

---

## 1. Wprowadzenie

Fundusze podwyższonego ryzyka są jednym z istotniejszych podmiotów działających na rynku kapitałowym. Nieobiektywne byłoby opisywanie ich działalności z pominięciem ważnego elementu, który od kilku lat towarzyszy wszelkim decyzjom inwestycyjnym, a związany jest z koncepcją zrównoważonego rozwoju oraz odpowiednim raportowaniem jej poszczególnych czynników. Wymogi zrównoważonej transformacji obejmują wszystkie sektory i podmioty gospodarki, działające w skali zarówno lokalnej, jak i globalnej, a zatem również fundusze podwyższonego ryzyka oraz ich spółki portfelowe. Jednym z ważniejszych aspektów towarzyszących od kilku lat każdej inwestycji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka jest raportowanie ESG oraz włączenie czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego w proces inwestycyjny funduszy *private equity*. Podmioty prowadzące działalność inwestycyjną muszą zmierzyć się z istotą problemu standaryzacji raportowania w środowisku funduszy i ich spółek portfelowych.

Za cel artykułu przyjęto identyfikację efektów standaryzacji raportowania ESG na rynku kapitałowym. W toku rozważań posłużono się indukcyjną metodą wnioskowania naukowego w odniesieniu do trendów pojawiających się wśród inwestorów. Aby uzyskać pełniejszy obraz opisywanego zjawiska, koncepcję implementacji ESG przedstawiono na tle charakterystyki działalności funduszy *private equity* z uwzględnieniem podejścia do raportowania posługującego się narzędziami udostępnianymi przez stowarzyszenia branżowe.

## 2. Istota działalności funduszy *private equity*

Inwestycje z udziałem funduszy *private equity* są przeprowadzane na rynku niepublicznym i mają na celu osiągnięcie zysku poprzez wzrost wartości kapitału w okresie średnio- lub długoterminowym. Polegają one na nabywaniu jednostek uczestnictwa w funduszu *private equity*, co powoduje, że kapitałodawca nie uczestniczy bezpośrednio w procesie transakcyjnym i zarządzaniu portfelem. Instytucje finansowe, znane jako fundusze *private equity*, dysponują zespołami profesjonalistów, które podejmują kluczowe decyzje dotyczące zarządzania kapitałem [Krysta, Jauch-Degenkolb, Kanbach, 2023]. Zamożne osoby fizyczne i instytucje, np. fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, fundacje czy przedsiębiorstwa, inwestują w fundusze *private equity* jako partnerzy komandytowi (ang. *limited partners*, LP). Firma *private equity*, która zarządza funduszami, jest partnerem generalnym (ang. *general partner*, GP). Komandytariusze są zatem zainteresowani tym, jak dobrze komplementariusze zarządzają funduszami i jakie wyniki generują [Wright, Pruthi, Amess, Alperovych, 2019].

W literaturze można znaleźć liczne odniesienia do tego rodzaju inwestycji, opisujące różne rodzaje funduszy *private equity* [Rawal, Kapil, 2023]. Proces inwestycyjny można w tym przypadku przedstawić jako cykl przepływu środków pieniężnych między inwestorami, fundu-

szami a przedsiębiorstwami [Wrzesiński, 2008, s. 84 i dalsze]. Najprościej ujmując, proces ten można zamknąć w pięciu etapach:

- pozyskiwanie inwestorów i definiowanie ogólnych celów inwestycyjnych (stopa zwrotu, sektor itp.),
- wybór spółek docelowych do przejęcia,
- strukturyzacja i realizacja transakcji,
- sprawowanie nadzoru właścicielskiego,
- zbycie udziałów, oznaczające koniec inwestycji i realizację zysku lub straty.

Na etapie pozyskiwania kapitału kluczowe aspekty obejmują argumenty przemawiające za inwestowaniem w przyszły fundusz *private equity*. Faza ta pozwala zdefiniować strategię operacyjną funduszu i parametry inwestycyjne, takie jak sektor, wielkość spółek docelowych i czas trwania inwestycji. Kolejny etap obejmuje wyszukiwanie potencjalnych celów przejęcia i wybór spółek. Kompleksowe wyszukiwanie spółek może trwać przez cały okres operacyjny funduszu i odbywa się w ramach wewnętrznie ustalonego procesu. Po zidentyfikowaniu odpowiedniego projektu i potwierdzeniu chęci uczestnictwa w procesie ze strony potencjalnej spółki portfelowej następuje jej wycena. Wiąże się to z określeniem sugerowanej ceny zakupu konkretnego pakietu udziałów. Na tym etapie fundusz *private equity* angażuje przeważnie osoby z zewnątrz: prawników, konsultantów czy ekspertów branżowych, którzy pomagają nie tylko w modelowaniu finansowym, ale także w identyfikacji potencjalnych zagrożeń. Etap ten określany jest jako *due diligence* i łączy badanie finansowe, prawne i technologiczne w celu zweryfikowania biznesplanu i wcześniej przedstawionych informacji. Co ważne, w ostatnich latach w ocenie tej zaczęto uwzględniać również działania związane z aspektami ESG<sup>1</sup>.

Pomyślne przejście etapu *due diligence* prowadzi do podpisania umowy inwestycyjnej i przekazania środków. Umowa ta zawiera wszystkie informacje związane z transakcją oraz warunki zabezpieczające obie strony przed niepożądanymi działaniami, określające prawa i obowiązki partnerów, sposoby reprezentowania spółki oraz system nadzoru nad spółką.

Nadzór nad inwestycją, określony w umowie inwestycyjnej, można podzielić na aktywny i pasywny. Aktywne zarządzanie obejmuje podejmowanie strategicznych, operacyjnych decyzji dotyczących personelu, reagowanie na sytuacje makro- i mikroekonomiczne, określanie kierunku rozwoju, inwestycje kapitałowe i restrukturyzację firmy w sytuacjach kryzysowych. Drugi styl zarządzania ogranicza się jedynie do oceny okresowych raportów finansowych i biznesowych oraz uczestniczenia w posiedzeniach zarządu. Odpowiedni sposób nadzorowania i monitorowania inwestycji w trakcie jej trwania jest kluczowym elementem strategii tworzenia wartości spółki portfelowej.

Ostatni etap procesu inwestycyjnego obejmuje wyjście z inwestycji i realizację zysku lub straty poprzez sprzedaż udziałów w spółce portfelowej [Tausch, Buchner, Schlüchtermann,

---

<sup>1</sup> Czynniki ESG (*environment, social, governance*) odnoszą się do kluczowych aspektów działania organizacji i są brane pod uwagę przy budowaniu i realizacji strategii rozwoju przedsiębiorstwa, uwzględniającej poszanowanie środowiska naturalnego, odpowiedzialność społeczną i ład korporacyjny.

2022]. Optymalnym momentem wyjścia jest teoretycznie ten, w którym spółka osiąga planowany poziom wartości, a zainteresowani nią nabywcy są dostępni i gotowi zapłacić za udziały ustaloną cenę. Najbardziej tradycyjne drogi wyjścia z inwestycji w fundusz *private equity* to: sprzedaż inwestorowi branżowemu, wtórne wykupy i pierwsze oferty publiczne (ang. *initial public offering*, IPO). Ponadto istnieje możliwość sprzedaży udziałów innemu funduszowi *private equity*.

Celem każdego funduszu *private equity* jest przynoszenie korzyści inwestorom poprzez wzrost wartości powierzonych kapitału. W przeciwieństwie do podmiotów działających na rynku wtórnym podejmują one ryzyko ograniczonej płynności, dywersyfikacji portfela, wyższych kosztów zarządzania i dłuższego czasu trwania inwestycji. Kluczowe jest nie tylko ustalenie odpowiedniego parametru ryzyka zysku w portfelu, ale także staranne dobranie partnerów inwestycyjnych i zarządzających w spółkach portfelowych. Są to parametry niemożliwe do skwantyfikowania, a ich właściwa interpretacja zależy od intuicji i doświadczenia zarządzających funduszami.

### 3. Miejsce koncepcji ESG w działaniach funduszy *private equity*

Fundusze *private equity* zaczęły rozwijać się w Polsce i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) stosunkowo późno w porównaniu z liderami w tej dziedzinie, takimi jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania. W Polsce rozwój tej branży rozpoczął się dopiero w latach 90., niewątpliwie w następstwie transformacji gospodarczej. W innych krajach EŚW rozwój kapitału wysokiego ryzyka zaczął przyspieszać, podobnie jak w Polsce, w latach 90. ubiegłego wieku, a jeszcze bardziej na początku XXI w. W pierwszej i drugiej dekadzie XXI w. Polska pozostawała jednak niekwestionowanym liderem wśród krajów regionu pod względem zarówno ilości, jak i wolumenu inwestycji.

Od kilku lat na rynku *private equity* znaczenia nabiera koncepcja ESG i jej implementacja w spółkach portfelowych, a także samych funduszach, jako narzędzia wpisującego się w szerszą strategię zrównoważonego rozwoju. O ile jeszcze całkiem do niedawna rola czynników ESG nie była w ogóle brana pod uwagę przy strategiach inwestycyjnych [Mikołajczyk, 2022], o tyle obecnie inwestycje funduszy bez pełnej oceny pod kątem ESG raczej nie mają miejsca, a ich znaczenie stale rośnie. W najnowszym badaniu, które przeprowadza cyklicznie firma Deloitte [2023], wskazano na wzrost znaczenia koncepcji ESG: ponad 90% badanych podmiotów uwzględnia ją w swoich działaniach lub planuje zrobić to w najbliższej przyszłości.

Komplementariusze (GP) funduszy *private equity* stoją w obliczu rosnącej presji ze strony komandytariuszy (LP), aby dokonywać inwestycji zgodnych z celami środowiskowymi, społecznymi i ładu korporacyjnego. Coraz częściej inwestorzy funduszy decydują się na alokację swojego kapitału tam, gdzie priorytetem są zrównoważone inwestycje. Mimo że głównym zadaniem przedsiębiorstw jest tworzenie wartości, pod wpływem zmieniającego się otoczenia modyfikują one swoją działalność, dostosowując ją do kryteriów ESG. Inwestorzy (LP),

głównie instytucjonalni, włączają czynniki ESG w swoje procesy zarządzania inwestycjami, ponieważ uważają, że ich wykorzystanie jest silnie skorelowane z wynikami finansowymi. Komplementariusze (GP) są natomiast zmotywowani do uwzględniania czynników ESG w swoich strategiach inwestycyjnych w odpowiedzi na zwiększone zapotrzebowanie ze strony klientów na zrównoważone produkty [McCahery, Pudschedl, Steindl, 2023]. Działania zgodne z zasadami zrównoważonego rozwoju sprzyjają budowaniu wartości przedsiębiorstwa – obecnie pozycja konkurencyjna firm zależy bowiem w dużej mierze od ich reputacji, a ta z kolei od etycznego funkcjonowania.

Badania koncentrujące się na ramach ESG dla firm inwestycyjnych mają na celu m.in. stworzenie standardów i porównywalności w zakresie funduszy inwestycyjnych. Służą temu łatwo dostępne dane ESG dla tych firm i ich publicznie notowanych spółek portfelowych. Jeśli chodzi o fundusze *private equity*, to dane ESG dla spółek prywatnych i ich spółek portfelowych, z których wiele to małe lub średnie przedsiębiorstwa, nie są publicznie dostępne. W rezultacie dane ESG dla spółek *private equity* są w mniejszym stopniu badane przez naukowców, zwłaszcza w przypadku spółek *private equity* działających na rynkach wschodzących, gdzie wymogi dotyczące sprawozdawczości, lokalne standardy i ramy przedstawione przez stowarzyszenia branżowe są na ogół mniej restrykcyjne.

W ciągu ostatniej dekady nastąpił gwałtowny wzrost integracji czynników ESG z decyzjami inwestycyjnymi inwestorów instytucjonalnych. Mimo silnego wzrostu integracji ESG wśród wszystkich inwestorów, wielu inwestorów instytucjonalnych nadal decyduje się na włączenie tylko jednego lub dwóch czynników w proces alokacji aktywów. Empiryczne, ilościowe badania analizujące kwestie ESG dla komandytariuszy (LP) i komplementariuszy (GP) są ograniczone, choć istnieje obszerna literatura na temat jakościowego wpływu integracji ESG na strategie inwestycyjne [Gillan, Koch, Starks, 2021]. Istnieje również wiele publikacji naukowych opisujących obszar ESG, a liczba dostępnych opracowań wykazuje tendencję wzrostową, co świadczy o dużym zainteresowaniu tym tematem i jego znaczeniu z perspektywy funkcjonowania podmiotów gospodarczych [Jain, Tripathi, 2023].

Wiele firm *private equity* zareagowało na zwiększony nacisk na problematykę zmian klimatycznych czy kwestii społecznych. Największe i najbardziej aktywne fundusze *private equity* włączyły czynniki ESG w proces inwestycyjny, aby ograniczyć długoterminowe ryzyko i ostatecznie zwiększyć zwrot z inwestycji [Indahl, Jackbsen, 2019]. Zarządzanie ryzykiem przy wykorzystaniu ESG staje się fundamentem tworzenia wartości przez firmy *private equity* [Indahl, Jacobsen, 2019].

## 4. Implementacja zasad ESG

Fundusze *private equity* działające na polskim rynku podlegają regulacjom stanowionym przez Unię Europejską (UE) oraz ich implementacji do polskiego porządku prawnego. Zdarza się, że polskie akty prawne niekiedy wyprzedzają dyrektywy unijne. Przykładem może być

niedawno wprowadzona regulacja dotycząca sposobu informowania o promocjach cenowych przez sprzedawców detalicznych. Oferta musi teraz uwzględniać 30-dniową najniższą cenę produktu. Nie jest to lokalne rozwiązanie, wynika ono bowiem *stricte* z dyrektywy unijnej, ale w ramach jego implementacji do prawa krajowego doprecyzowano jeszcze, że obowiązek informowania o najniższej cenie dotyczy zarówno produktów, jak i usług, co nie zostało jasno określone w dyrektywie [Dz. Urz. UE L 328]<sup>2</sup>. W konsekwencji zastosowanie rozporządzenia do usług nie wynikało wprost z ustawodawstwa unijnego, lecz stanowiło lokalną wykładnię prawa. W tym przypadku krajowy organ ustawodawczy niejako antycypował intencję wyższej instancji w postaci zaleceń dyrektywy unijnej. Ta lokalna interpretacja prawa wymagała od wszystkich spółek portfelowych w sektorze *private equity* dostosowania się do wspomnianego przepisu, mimo że nie został on bezpośrednio narzucony na mocy aktów prawnych UE.

W mniejszym stopniu niektóre akty prawne wiążące dla funduszy *private equity* pochodzą z innych jurysdykcji. Może to mieć miejsce wtedy, gdy fundusze lub spółki zarządzające funduszami są zarejestrowane w krajach spoza UE i muszą przestrzegać obowiązujących tam przepisów. Większość regulacji występujących na europejskim rynku funduszy *private equity* to jednak akty unijne.

Sektor *private equity*, a przynajmniej większość podmiotów działających na tym rynku, to lider zrównoważonego wzrostu, wyprzedzający swoje czasy z uwagi na przykładanie szczególnej wagi do celów ESG w biznesie na długo przed ich skodyfikowaniem w przepisach prawnych. Przykładowo od ponad trzech dekad większość spółek będących celem inwestycji *private equity* jest zobowiązana do poddania się audytowi środowiskowemu przed przystąpieniem do inwestycji. Podobnie jak w przypadku finansowego lub podatkowego badania *due diligence* fundusze *private equity* z równie wielką starannością badają zaangażowanie spółek w kwestie ESG.

Każdy fundusz posiada wewnętrzny „kodeks”, który służy do skrupulatnego przeglądu aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego potencjalnych spółek portfelowych. W ostatnim czasie nastąpił gwałtowny wzrost znaczenia celów ESG i wszystkie fundusze działające na rynku europejskim muszą je stosować. Audyty ESG stały się standardowym i niezbędnym etapem oceny spółek przed podjęciem przez fundusze decyzji inwestycyjnych.

Wewnętrzne zasady ESG stosowane przez fundusze miały kiedyś formę tzw. listy wykluczeń, obejmującej branże i sektory, które nie powinny być brane pod uwagę przy rozważaniu potencjalnych inwestycji. Z czasem zaczęto poszerzać jednak tę koncepcję o kolejne aspekty: kwestie środowiskowe, coraz bardziej złożoną politykę klimatyczną, wymiar społeczny, ocenę wpływu spółki na lokalną społeczność, kwestie pracownicze i ładu korporacyjnego, różnorodność i zapobieganie oszustwom – katalog ten stale się poszerza. Dodatkowo uwzględniono również problemy różnorodności, integracji i neuroróżnorodności.

Poszczególne fundusze *private equity* stworzyły wewnętrzne wytyczne zawierające listę inwestycji, które nie powinny być brane pod uwagę. W przypadku spółek będących poten-

<sup>2</sup> Tzw. dyrektywa Omnibus, mająca na celu wzmocnienie skuteczności obowiązujących przepisów konsumenckich w kontekście postępującej cyfryzacji gospodarki.

cialnym celem inwestycyjnym określa się wykaz obszarów podlegających dokładnym badaniom, a także sposób uwzględnienia wyników audytu ESG w dokumentacji inwestycyjnej. Przygotowując dokumenty dla komitetu inwestycyjnego, oprócz danych dotyczących ekspansji biznesowej firmy, rynku docelowego i sytuacji finansowej, należy szczegółowo przeanalizować wszystkie informacje dotyczące sytuacji ESG w danej spółce portfelowej. W wielu przypadkach niewłaściwy sposób realizacji celów ESG przez spółkę może skutkować odrzuceniem inwestycji. Zdarzają się także przypadki, w których zaangażowanie firmy w ESG nie jest zgodne ze strategią inwestycyjną funduszu, lecz dokonanie inwestycji pozwala „naprawić” ten problem (ang. *buy grey to make it green*). Jeśli fundusz uzna jednak negatywne aspekty ESG za niemożliwe do wyeliminowania, inwestycja jest odrzucana. Włączenie czynników ESG do decyzji biznesowych może poprawić zdolność kredytową i obniżyć koszt kapitału, a także mieć długoterminowy wpływ na wyniki finansowe i zwiększyć odporność organizacji na kryzysy [Zaremba, 2023].

## 5. Standaryzacja i porównywalność raportowania ESG

Najnowszym aspektem ESG, rozważanym przez fundusze *private equity* w oczekiwaniu na spodziewane inicjatywy regulacyjne, jest kwestia wskaźników ESG. Chodzi o przejście od jakościowego i deklaratywnego podejścia do ilościowego określania ESG. Taki sposób pomiaru może okazać się pomocny przy ocenie wpływu ESG na wycenę potencjalnych spółek portfelowych.

W ramach prawodawstwa unijnego pojawiły się nowe wytyczne, w tym CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)<sup>3</sup>. Dyrektywa zobowiązuje zarządy spółek do analizy problemów zrównoważonego wzrostu, takich jak zmiany klimatyczne, utrata bioróżnorodności, prawa człowieka i ich związek z ryzykiem finansowym i perspektywami rozwoju spółki.

Dyrektywa obejmuje również wpływ organizacji na społeczeństwo i środowisko, a także kwestie związane z ujawnianiem strategii i planów spółek w zakresie zarządzania wynikami ESG w odniesieniu do ich wyników finansowych. Dyrektywa nakłada na spółki obowiązki sprawozdawcze, a także pakiet dodatkowych regulacji, wskazujących obszary podlegające pomiarowi i metody zapewniające porównywalność wyników [Aluchna, Roszkowska-Menkes, Jastrzębska, Bohdanowicz, 2023].

W oczekiwaniu na dalsze rozwiązania legislacyjne Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK)<sup>4</sup>, posiłkując się wytycznymi Invest Europe<sup>5</sup>, poinformowało fundusze,

<sup>3</sup> Dyrektywa o sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju dotyczy wszystkich krajów UE i nakłada konkretne obowiązki związane z raportowaniem ESG [Dz. Urz. UE L 322].

<sup>4</sup> Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK) od 21 lat reprezentuje branżę *private equity* i *venture capital* na rynku polskim.

<sup>5</sup> Invest Europe to europejskie stowarzyszenie inwestorów reprezentujące sektory *private equity* i *venture capital*. Utworzone w 1983 r. jako European Private Equity and Venture Capital Association, w 2015 r. zmieniło nazwę na Invest Europe.

których nie dotyczy jeszcze CSRD, o narzędziu, które można wykorzystać do gromadzenia danych na potrzeby raportowania. Tym samym, począwszy od 2024 r., spółki portfelowe funduszy *private equity* mogą przygotować się do sporządzania w niedalekiej przyszłości ilościowych raportów ESG.

Warto wspomnieć, że zainteresowanie inwestorów funduszy (LP) informacjami pozafinansowymi rośnie wykładniczo. Każdy inwestor, wspierany często przez swoich doradców, ma własny zestaw pytań z różnych obszarów, które są dla niego ważne. Wykazy zagadnień związanych z ESG, które fundusze otrzymują od inwestorów, sięgają często setek pytań, co jest problematyczne i znacznie komplikuje codzienne funkcjonowanie funduszy. Pytania te mogą mieć charakter otwarty, opisowy, wymagać obliczeń, a ilość związanej z nimi pracy jest trudna do oszacowania, dlatego sensowne jest dążenie do ujednoczenia standardów, znajdujące odzwierciedlenie w działaniach podejmowanych przez Invest Europe i PSIK. Podobnie jak w przypadku raportowania danych finansowych, które są zrozumiałe i przejrzyste dla inwestorów niezależnie od położenia geograficznego czy branży, potrzebna jest standaryzacja w zakresie raportowania danych ESG.

Wstępne prace w tym obszarze zostały już przeprowadzone, a opracowane w ich ramach narzędzie zostało rozpowszechnione wśród członków Invest Europe. Stowarzyszenie udostępniło wskazówki dotyczące raportowania ESG dla całej społeczności funduszy *private equity*, zawierające wytyczne dotyczące najlepszych praktyk w zakresie raportowania aspektów ESG, a także zalecanych wskaźników i strategii. Ten dobrowolny „przewodnik” został opracowany z pomocą praktyków z branży działających w różnych jurysdykcjach, zarówno w całej UE, jak i poza nią, a także na podstawie wielu zrealizowanych ankiet branżowych. Celem wprowadzenia wytycznych było zapewnienie, aby zalecenia dotyczące sprawozdawczości odzwierciedlały nie tylko obecne praktyki rynkowe, ale także oczekiwania i potrzeby inwestorów. Invest Europe, przygotowując wytyczne ESG, dążyło do stworzenia najbardziej zaawansowanych i przyjaznych dla użytkownika wskazówek dotyczących raportowania zrównoważonego rozwoju w europejskim sektorze *private equity*.

Według Invest Europe zwiększona sprawozdawczość w zakresie zrównoważonego rozwoju pozwoli inwestorom śledzić wyniki spółek i trafniej oceniać ich potencjalną przyszłą wartość, wykraczającą poza bieżące wyniki finansowe. Jest to jedno z najważniejszych wyzwań, przed którymi stoją obecnie fundusze, pomagające wyeliminować także zjawisko *green washing*. Co więcej, wprowadzenie jednolitego standardu i obiektywizmu w procesach oceny spółek pod kątem ESG zapewnia ich porównywalność. Nie jest to możliwe, gdy każdy fundusz stosuje własne standardy oceny spółek portfelowych, które nie zawsze są obiektywne. Ujednoczenie standardów ułatwia porównywanie spółek między sobą i przygotowanie się do spełniania wymogów regulacyjnych, które mają być wprowadzane etapowo. Raportowanie niefinansowe oraz dokonania spółek w zakresie ESG są ważnymi narzędziami w komunikacji spółek z interesariuszami, a ich znaczenie zostało wzmocnione przez legislatorów. W wyniku implementacji przepisów do prawa krajowego coraz mniejsze spółki będą musiały raportować na temat ESG, co będzie je w efekcie motywować do podejmowania pozytywnych



działań w tym zakresie [Bohdanowicz, Aluchna, 2023]. Dane zebrane w 2024 r. zostaną opublikowane w 2025 r. – ma to dotyczyć największych spółek giełdowych, a nie nienotowanych spółek portfelowych funduszy. Może jednak dojść do sytuacji, w której spółka portfelowa nie będzie miała obowiązku raportowania wynikającego z dyrektywy CSRD, ale jednym z podmiotów ją finansujących stanie się firma, która podlega takiemu obowiązkowi. Wówczas, w celu spełnienia wymogów sprawozdawczych, podmiot finansujący może wymagać od swoich klientów – spółek portfelowych *private equity* – dostarczania raportów ESG. Fundusze *private equity* zaznaczają, że ich spółki portfelowe, korzystające np. z finansowania bankowego, muszą dostarczać bankom wiele informacji z obszaru ESG.

Inaczej wygląda sytuacja w spółkach publicznych, które podlegały obowiązującej uprzednio dyrektywie NFRD (Nonfinancial Disclosure Reporting Directive) [Aluchna, Roszkowska-Menkes, Kamiński, 2022]. Spółki te zdążyły już wdrożyć odpowiednie procesy, śledzą KPI i składają okresowe raporty ESG.

Istnieją różnice geograficzne określające priorytety w zakresie ESG, decydujące o tym, że inwestorzy europejscy baczniej przyglądają się np. kwestiom środowiskowym, a amerykańscy – zagadnieniom związanym z różnorodnością. Rozbieżności w podejściu inwestorów oraz rosnący katalog obszarów podlegających badaniu ESG sprawiają, że kwestie te powinny zostać jak najszybciej usystematyzowane. Zwlekanie będzie wymagało angażowania coraz większych środków i wykonywania pracy, która nie przyniesie dodatkowej wartości. Ujednolicenie standardów w zakresie raportowania ESG jest więc jednym z najważniejszych wyzwań stojących obecnie przed funduszami *private equity*.

Warto wspomnieć, jak wygląda sytuacja w zakresie ESG w spółkach portfelowych po wejściu inwestora *private equity*. Na tym etapie wyznaczana jest bowiem osoba kontaktowa, odpowiedzialna za obszar ESG, która raportuje bezpośrednio do funduszu. Spółki mają już często wdrożone odpowiednie procedury lub wypracowane podejście do zagadnień związanych z ESG, jeśli konieczne jest jednak uzupełnienie braków w dokumentacji w obszarze ESG (*compliance*, podręczniki, kodeks postępowania, kodeks etyczny, regulaminy pracownicze), to odbywa się to po wejściu inwestora do spółki. O taką dokumentację pytają często również banki współpracujące ze spółkami oraz inwestorzy funduszy. Kolejną grupą zainteresowaną kwestiami ESG są partnerzy biznesowi spółek portfelowych, a także ich klienci. Coraz więcej spółek udostępnia również informacje na temat ESG w przestrzeni publicznej. Nie oznacza to jednak, że spółki, które nie dzielą się tego typu zestawieniami, abstrahują od działań w tym obszarze. Czasami zdarza się, że firmy podejmują wiele inicjatyw związanych z ESG, ale nie informują o tym szerzej opinii publicznej.

Z perspektywy funduszu ważne jest zbudowanie podstaw do monitorowania wyników ESG w spółkach portfelowych, śladu węglowego całego portfela oraz innych wskaźników ESG. Można stwierdzić, że celem funduszu jest wspieranie spółek portfelowych w gotowości do raportowania zgodnie z dyrektywą CSRD. Fundusze dążą do tego, aby w 2024 r. spółki ustanowiły procesy gromadzenia danych i określiły kluczowe wskaźniki efektywności, które będą musiały monitorować. Nowa dyrektywa zakłada, że ESG będzie strategicznym

tematem dla firm, poruszonym na poziomie zarządu i rady nadzorczej, na podstawie którego będą one mogły budować swoje strategie.

Fundusze chcą wspierać spółki w realizacji zadań z obszaru ESG, wyznaczać cele i wspólnie je monitorować. Idealnie byłoby, gdyby spółki portfelowe składały swoje raporty kwartalnie, tak aby mogły one stanowić część regularnego przeglądu biznesowego i być zintegrowane z codzienną działalnością spółek. Istnieje obecnie wiele narzędzi internetowych oferowanych przez podmioty zewnętrzne, które umożliwiają spółkom portfelowym wprowadzanie danych ESG na bieżąco, a funduszowi komentowanie ich i monitorowanie postępów w osiągnięciu założonych KPI. Pozwala to nie tylko śledzić dane historyczne, ale także patrzeć w przyszłość i wyznaczać cele biznesowe oraz kierunki działań. Fundusze przyglądają się tego typu narzędziom i są na etapie wyboru najlepszych dostępnych rozwiązań webowych.

## 6. Podsumowanie

Wyzwaniem, z jakim muszą zmierzyć się fundusze *private equity*, jest niewątpliwie konieczność standaryzacji raportowania w zakresie ESG. Nie bez znaczenia pozostają też dwie nowe dyrektywy UE, które wejdą w życie od 2026 r.: Equal Pay – dyrektywa w sprawie przejrzystości wynagrodzeń [Dz. Urz. UE L 132], która została przyjęta przez Parlament Europejski w 2023 r. i ma zostać przełożona na prawo krajowe państw członkowskich UE w ciągu trzech lat, oraz dyrektywa w sprawie niedostatecznie reprezentowanej płci, mająca na celu poprawę równości w zarządach spółek notowanych w UE [Dz. Urz. UE L 315]. W średnim i długim horyzoncie czasowym istotne będzie również wsparcie dla rynku *private equity* w Polsce, jako że stanowi on ważną część rynku kapitałowego. Aspiracje szybko rozwijających się rodzimych firm do zaistnienia w globalnej gospodarce wymagają zwiększonego finansowania, a fundusze *private equity*, będące dostarczycielem kapitału podwyższonego ryzyka, wydają się w tym przypadku dobrym rozwiązaniem. Jak wskazują tendencje światowe, czynniki ESG stają się immamentną częścią każdego procesu inwestycyjnego. Jest to pozytywna zmiana, wymuszająca zarówno na spółkach portfelowych, jak i na samych funduszach, dążenie do szerszego spojrzenia na podejmowane strategie działania. Interesariusze oczekują bowiem, że firmy będą działać w sposób zrównoważony i odpowiedzialny, zyskując tym samym ich zaufanie i lojalność. Jak wskazują badania, działanie w zgodzie z zasadami ESG może przyczynić się do poprawy wyników finansowych, firmy o wysokich standardach lepiej radzą sobie bowiem z ryzykiem i są bardziej odporne na zmiany rynkowe, a także bardziej atrakcyjne dla potencjalnych kapitałodawców [Kaul, 2023; Chen, Song, Gao, 2023]. Raportowanie i integracja czynników ESG są elementami niezbędnymi z perspektywy dalszego rozwoju nowoczesnych rynków kapitałowych, a zrównoważone inwestycje uwzględniające ESG stanowią wyzwanie dla całego sektora finansowego. Firmy *private equity*, które biorą pod uwagę czynniki ESG podczas dokonywania inwestycji, wykazują większy potencjał do osiągnięcia wyższych zysków, zmniejszając jednocześnie swoją ekspozycję na ryzyko. Warto obserwować

zmiany zachodzące w standaryzacji raportowania ESG na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. W najbliższym czasie podjętych zostanie zapewne wiele działań w tym zakresie, co stanowić będzie przyczynek do dalszego zgłębiania tego niezwykle ważnego i rozwojowego zagadnienia.

## Bibliografia

### Dokumenty prawne

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Dz. Urz. UE L 330).
2. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2019/2161 z dnia 27 listopada 2019 r. zmieniająca dyrektywę Rady 93/13/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 98/6/WE, 2005/29/WE oraz 2011/83/UE w odniesieniu do lepszego egzekwowania i unowocześnienia unijnych przepisów dotyczących ochrony konsumenta (Dz. Urz. UE L 328).
3. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2381 z dnia 23 listopada 2022 r. w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów spółek giełdowych oraz powiązanych środków (Dz. Urz. UE L 315).
4. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Dz. Urz. UE L 322).
5. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/970 z dnia 10 maja 2023 r. w sprawie wzmocnienia stosowania zasady równości wynagrodzeń dla mężczyzn i kobiet za taką samą pracę lub pracę o takiej samej wartości za pośrednictwem mechanizmów przejrzystości wynagrodzeń oraz mechanizmów egzekwowania (Dz. Urz. UE L 132).

### Wydawnictwa zwarte

1. Deloitte (2023). *Central Europe Private Equity Confidence Survey*.
2. Mikołajczyk, O. (red.). (2022). *Analiza portfeli wybranych funduszy private equity i venture capital działających na rynku polskim. Strategie inwestycyjne przed pandemią COVID-19*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.
3. Wrzesiński, M. (2008). *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

### Artykuły naukowe

1. Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M., Kamiński, B. (2022). From Talk to Action: The Effect of Non-Financial Reporting Directive on ESG Performance, *Meditari Accountancy Research*, 31(7), s. 1–25.

2. Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M., Jastrzębska, E., Bohdanowicz, L. (2023). Sustainability Reporting as a Social Construct: The Systematic Literature Review within Socio-Political View, *Social Responsibility Journal*, 19(8), s. 1535–1554.
3. Bohdanowicz, L., Aluchna, M. (2023). Determinanty dokonań polskich spółek publicznych w zakresie ESG, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 67(4), s. 23–33.
4. Chen, S., Song, Y., Gao, P. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Financial Outcomes: Analyzing the Impact of ESG on Financial Performance, *Journal of Environmental Management*, 345.
5. Gillan, S.L., Koch, A., Starks, L.T. (2021). Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance, *Journal of Corporate Finance*, 66.
6. Indahl, R., Jacobsen, H.G. (2019). Private Equity 4.0: Using ESG to Create More Value with Less Risk, *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), s. 34–41.
7. Jain, K., Tripathi, P.S. (2023). Mapping the Environmental, Social and Governance Literature: A Bibliometric and Content Analysis, *Journal of Strategy and Management*, 16(3), s. 397–428.
8. Kaul, S. (2023). ESG and Value Creation in Private Equity Investments: Analysing the Effects, *Asian Journal of Interdisciplinary Research*, 6(3), s. 1–7.
9. Krysta, P.M., Jauch-Degenkolb, J., Kanbach, D.K. (2023). Barbarians Inside the Gates: How Private Equity Firms Create Value, *Journal of Business Strategy*, 44(6), s. 344–353.
10. McCahery, J., Pudschedl, P., Steindl, M. (2023). Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences, *European Business Organization Law Review*, 23(4), s. 821–868.
11. Rawal, V., Kapil, S. (2023). Selection Determinants and Value Creation in Private Equity Investment: A Systematic Literature Review, *Journal of Indian Business Research*, 15(4), s. 493–514.
12. Tausch, C., Buchner, A., Schlüchtermann, G. (2022). Modeling the Exit Cash Flows of Private Equity Fund Investments, *Journal of Risk*, 24(4), s. 47–71.
13. Wright, M., Pruthi, S., Amess, K., Alperovych, Y. (2019). Private Equity: Where We Have Been and the Road Ahead, *Venture Capital*, 21(1), s. 51–64.
14. Zaremba, U. (2023). Strong ESG Risk Management as a Way to Improve Organisational Resilience in Times of Crisis: An Analysis of WIG-ESG Index Constituents, *Financial Sciences*, 28(1), s. 17–31.

---

## ESG report standardization as a challenge for the private equity market

---

### Abstract

The article presents issues related to one of the challenges facing venture capitalists: the need to standardize the processes of reporting environmental, social, and corporate governance (ESG) aspects. Attention was paid to the essence of the ESG reporting problem in the private equity environment. The considerations were preceded by the characteristics of the funds' activities and a description of their

investment process. The necessity of implementing standards for reporting ESG factors into the activities of funds and their portfolio companies was pointed out, which is of interest to all stakeholders in the private equity market. The described issue is important because private equity firms that take ESG factors into account when making investments have a greater potential to achieve higher returns, while reducing their exposure to risk. One can conclude that the interest in standardization is growing exponentially and is becoming an indispensable part of any private equity transaction.

**Keywords:** venture capital, private equity, ESG

---

