

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

MIRAN BEZJAK



UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**TRAJNOSTNO IN DRUŽBENO ODGOVORNO INVESTIRANJE**

Ljubljana, september 2013

MIRAN BEZJAK

## **IZJAVA O AVTORSTVU**

Spodaj podpisani Miran Bezjak, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Trajnostno in družbeno odgovorno investiranje, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem dr. Alešem Berkom Skokom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur.l. RS, št. 16/2007-UPB3, 68/2008, 85/2010 Skl.US: U-I-191/09-7, Up-916/09-16, 47/2013 Odl.US: U-I-240/10-15) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da:

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur.l. RS, št. 50/2012-UPB2, 63/2013 Odl.US: U-I-134/11-16);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 9.9.2013

Podpis avtorja:

# KAZALO

UVOD .....	1
1 DRUŽBENO ODGOVORNO INVESTIRANJE .....	6
1.1 Univerzalno lastništvo in zaupniški kapitalizem .....	7
1.2 Razlogi za vpeljavo trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja .....	8
1.3 Zgodovina družbeno odgovornega investiranja .....	9
1.4 Sodobni trendi družbeno odgovornega investiranja .....	10
1.5 Družbeno odgovorni finančni produkti .....	12
2 RAZVOJ KONCEPTA DRUŽBENE ODGOVORNOSTI .....	13
2.1 Delničarski pristop .....	13
2.1.1 Delničarska teorija podjetja .....	13
2.1.2 Milton Friedman in liberalni kapitalizem .....	15
2.2 Deležniški pristop .....	16
2.2.1 Teorija deležnikov .....	16
2.2.2 Edward Freeman .....	18
2.3 Družbena odgovornost podjetij in trajnostni razvoj .....	18
3 PODROČJA ZA VPELJAVO NAČEL DRUŽBENE ODGOVORNOSTI IN TRAJNOSTNEGA RAZVOJA .....	20
3.1 Naraščanje števila prebivalcev in urbanizacija okolja .....	21
3.2 Revščina in socialna neenakost .....	21
3.3 Podnebne spremembe in energija .....	22
3.4 Človekove pravice .....	23
3.5 Pomanjkanje vode in ohranjanje kvalitete voda .....	23
3.6 Onesnaženost zraka .....	24
3.7 Zdravje človeštva .....	26
3.8 Odpadki in ravnanje z njimi .....	26
3.9 Opustošenost in izguba rodovitne zemlje .....	28
3.10 Zmanjševanje gozdnih površin .....	28
3.11 Zmanjševanje biotske raznovrstnosti .....	29
4 INICIATIVE IN ZDRUŽENJA KOT PROMOTORJI DRUŽBENO ODGOVORNEGA INVESTIRANJA .....	31
4.1 Eurosif .....	31
4.2 Iniciativa United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP-FI) ...	32

4.3	Ceres .....	32
4.4	Carbon Disclosure Project .....	34
4.5	Principi Združenih narodov za odgovorno investiranje .....	34
5	STRATEGIJE IN INDIKATORJI DRUŽBENO ODGOVORNEGA INVESTIRANJA .....	35
5.1	Strategije družbeno odgovornega investiranja .....	35
5.1.1	Investiranje v kapitalske trge.....	35
5.1.2	Družbeno odgovorno investiranje v lokalne skupnosti .....	37
5.1.3	Neposredne naložbe .....	37
5.2	Indikatorji družbeno odgovornega investiranja .....	38
5.2.1	Indeks Dow Jones Sustainability.....	39
5.2.2	Indeks FTSe4Good.....	41
5.2.3	Indeks Domini 400 Social .....	43
6	PREVERJANJE HIPOTEZ.....	43
6.1	Finančni učinki trajnostnih in družbeno odgovornih investicij .....	43
6.2	Družbeno odgovorno investiranje in vpeljava načel družbene odgovornosti v podjetjih .....	52
6.3	Družbeno odgovorno investiranje kot inovativen marketinški pristop .....	58
6.4	Strategija družbeno odgovornega ravnanja podjetij .....	62
	SKLEP.....	72
	LITERATURA IN VIRI .....	77

## UVOD

Veliko okoljskih pokazateljev ogroženosti našega planeta je v rdečih številkah. Neugoden trend klimatskih sprememb, pomanjkanje vode, onesnaženost zraka, zmanjševanje biološke raznolikosti zmanjšuje ekološko vrednost okolja. Zaradi različnih škodljivih sprememb so ogrožene omejene zaloge naravnih virov in zmanjšana zmožnost ekonomskih subjektov, da vzpostavijo trajnostni razvoj. Krivec za povzročeno okoljsko škodo je v veliki meri okolju neprijazni način poslovanja podjetij. Če želimo ustvariti družbo, ki bo temeljila na trajnostnih in družbeno odgovornih načelih, moramo način poslovanja podjetij spremeniti tako, da bo postal sestavni del rešitev omenjenih težav. Vedno več institucionalnih vlagateljev se zaveda posledic, ki jih ima poslovanje podjetij na okolje in zato v svoje investicijske odločitve že vključujejo okoljske in družbene kriterije.

Veliki institucionalni vlagatelji so s svojimi razpršenimi in dolgoročno naravnanimi portfelji v veliki meri izpostavljeni naraščajočim okoljskim stroškom, h katerim s svojim načinom poslovanja prispevajo podjetja. Ker imajo ti vlagatelji precejšno težo na kapitalskih trgih, lahko v veliki meri vplivajo na način poslovanja podjetij prek glasovalnih pravic v podjetjih, v katerih imajo deleže, prek dialoga z upravami podjetij, prek vpliva na institucije, ki zagotavljajo transparentnost kapitalskega trga in zaupanje med udeleženci. Tako so podjetja primorana zmanjšati okoljske stroške. Na ta način tudi vlagatelji zmanjšujejo izpostavljenost svojih portfeljev odvečnemu tveganju. Podjetja namreč v celoti ne plačujejo stroškov, ki jih povzročajo okolju s svojimi poslovnimi aktivnostmi. Ti stroški se imenujejo zunanji učinki ali eksternalije, ker jih podjetja ne beležijo v svojih bilancah. Iniciativa okoljskega programa Združenih narodov (angl. *United Nations Environment Programme Finance Initiative*) v letnem poročilu z naslovom »Why environmental externalities matter to institutional investors« (United Nations Environment Programme Finance Initiative, 2010) ugotavlja, da so zunanji učinki finančna postavka. V raziskavo so povabili podjetje Trucost, ki je na osnovi teoretičnih modelov razpoložljivih akademskih raziskav in podatkovne zbirke »Valuation Database of the UN Environment Programme initiative on The Economics of Ecosystems and Biodiversity (v nadaljevanju TEEB)« podal oceno, da so letni okoljski stroški, kot posledica poslovnih aktivnosti človeštva na globalnem nivoju, v letu 2008 znašali 6.596 milijard ameriških dolarjev, kar je predstavljalo 11% globalnega družbenega proizvoda. Ob predpostavki, da se bodo takšne poslovne aktivnosti nadaljevale, Trucost ocenjuje, da se bodo okoljski stroški povečali na 28.600 milijard ameriških dolarjev do leta 2050, kar bo znašalo 18% celotnega družbenega proizvoda. Omenjeno poročilo še ugotavlja, da je 3.000 največjih svetovnih delniških družb v letu 2008 povzročilo za 2.150 milijard ameriških dolarjev okoljskih stroškov, kar je pomenilo tretjino okoljskih stroškov na globalni ravni. V namišljenem portfelju investitorja, tehtanega glede na MSCI All Country World Index, lahko zunanji učinki dosežejo tudi do 50% prihodka podjetja. Zunanji učinki lahko zmanjšajo donosnost portfeljev vlagateljev. V prvi vrsti vplivajo na vrednost naloženih sredstev delničarjev, ker vodijo v negotovo, hitro spreminjajočo ekonomsko okolje in s tem povečujejo sistematično tveganje. Neučinkovita alokacija kapitala in

aktivnosti podjetij, ki ogrožajo okolje, vodijo do zmanjšanja vrednosti naloženih sredstev. Investitor kljub razpršenemu investicijskemu portfelju zaznava okoljske stroške prek zavarovalnih premij, okoljskih taks, inflacijskih pritiskov na cene in prek neposrednih stroškov škode okoljskih nesreč. Ti stroški vplivajo tudi na bodoče denarne tokove in višino dividend podjetij. Zunanji učinki enega podjetja lahko ogrozijo dobičkonosnost drugih podjetij in s tem vplivajo na vrednost celotnega kapitalskega trga in njegovo rast ter s tem na donosnost investicijskih portfeljev (United Nations Environment Programme Finance Initiative, 2010).

Ena izmed pozitivnih strani finančne krize, ki smo ji priča v zadnjem času, je v tem, da je dala nov zagon trajnostnemu in družbeno odgovornemu investiranju. Medtem ko obstaja upravičen dvom glede dobičkonosnosti podjetij, ki se oklepajo starih praks poslovanja, vedno več institucionalnih vlagateljev daje poudarek na dolgoročnost svojih investicij in vpeljuje okoljske in družbene kriterije v svoje odločitvene procese. Ta preobrat v miselnosti vlagateljev ima svoje korenine tudi v iniciativi »Global Compact Who Cares Wins«, ki je bilo ustanovljeno leta 2004 z namenom, da na kapitalske trge prinese nov veter in zavedanje glede trajnostnih in družbeno odgovornih načel kot so npr. klimatske spremembe, razpoložljivost vodnih virov, delovni pogoji, preprečevanje korupcije itd. Iniciativa »Who Cares Wins« se je razvila v pravo gibanje (United Nations Global Compact, 2004, december). Posledica uveljavitve omenjenega gibanja je oblikovanje principov trajnostnega in odgovornega investiranja (angl. Principles for Responsible Investment) v letu 2006 s strani Finančne pobude Združenih narodov za okolje (angl. *United Nations Environment Programme Finance Initiative*, v nadaljevanju UNEPFI) in United Nations Global Compact (v nadaljevanju UNGC). Novo obdobje trajnostnega investiranja sloni na predpostavki, da podjetja, ki v svoje poslovne aktivnosti proaktivno vključujejo družbene in okoljske principe, izkazujejo potencial za dolgoročno dobičkonosnost in večanje vrednosti tako opredmetenih kot neopredmetenih sredstev in so s tem boljše naložbene tarče kot podjetja, ki teh principov ne upoštevajo. Tak princip omogoča investitorjem, da svoje cilje prilagodijo širšim družbenim ciljem in lahko na ta način uresničujejo vlogo družbeno odgovornega investitorja. Finančna kriza je znova pokazala potrebo po vpeljavi principov, ki naj bi jim sledilo tudi trajnostno in družbeno odgovorno investiranje, in sicer transparentnost, merljivost, etika in dolgoročnost investicijskih politik. Iniciativa »Principi za odgovorno investiranje« (angl. *Principles for Responsible investment*) pridobiva na pomenu, delno tudi zaradi obstoječe finančne krize. Do sredine leta 2010 se je iniciativi pridružilo 700 podpisnikov iz vrst institucionalnih vlagateljev, kot so npr. pokojninski skladi, katerih tržna vrednost investicijskih portfeljev znaša več kot 20.000 milijard<sup>1</sup> ameriških dolarjev. Podpisniki so sprejeli vrsto akcij, npr. investicijskih politik, ki so zavezane povečanju vrednosti portfeljev na dolgi rok in med drugim udeležujejo neposredni pritisk na podjetja, katerih deleže imajo v svojih portfeljih, z namenom vključevanja trajnostnih in družbeno odgovornih principov v poslovne aktivnosti podjetij (United Nations Global Compact, 2010).



Trajnostne in družbeno odgovorne naložbe so v času finančne krize doživele precejšnjo rast, ki se še vedno nadaljuje in je precej večja od rasti naložb in portfeljev, ki niso zavezani principom družbene odgovornosti. Poglavitni zaključki poročila »Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States« iz leta 2010 so: Od leta 2005 so se trajnostne in družbeno odgovorne naložbe povečale za 34%, medtem ko so ostale naložbe povečale vrednost sredstev le za 3%. Od začetka leta 2007 do konca leta 2009 se je vrednost trajnostnih in družbeno odgovornih naložb zvišala za 13%, iz vrednosti 2.710 milijard na vrednost 3.070 milijard ameriških dolarjev, medtem ko se je vrednost indeksov (npr. S&P 500) v istem času zmanjšala in se je vrednost drugih naložb, ki niso zavezane principom družbene odgovornosti, povišala le za 1%. Skoraj 1 ameriški dolar od 8 (12,2% od 25,2 tisoč milijard ameriških dolarjev), ki je v upravljanju s strani upravljalcev premoženja v Združenih državah Amerike, predstavlja določeno obliko družbeno odgovorne naložbe. Skupna vrednost vseh naložb, ki so eksplicitno zavezane principom družbene odgovornosti, pa znaša 2,51 milijarde ameriških dolarjev (Social Investment Forum, 2010).

K poudarjenemu pomenu družbeno odgovornega investiranja je v Evropski uniji (v nadaljevanju EU) pripomogla tudi pobuda Evropske komisije (European Commission, 2002). Zlasti od tedaj je veliko združenj in forumov specializiranih za tovrstne naložbe, npr. Social Investment Forum (v nadaljevanju SIF), Eurosif, Experts in Responsible Investment Solutions (v nadaljevanju EIRIS), Principles for Responsible Investment (v nadaljevanju PRI), Social Funds, SRI World Group. Vse več je tudi rating agencij, ki presojujejo podjetja oziroma projekte z vidika vseh treh razsežnosti družbene odgovornosti (ekonomske, okoljske in družbene). Kriterije družbene odgovornosti presojujejo, razen pri kreditiranju in naložbah pri drugih poslovnih aktivnostih (izbiri dobavitelja, leasingu ipd.), tudi sama podjetja. Ta so se tako pridružila številnim rating agencijam, bankam in vse številnejšim nevladnim organizacijam, ki spodbujajo in deloma presojujejo družbeno odgovorne naložbe (Knez Riedl, 2007).

Kljub številnim pozitivnim spodbudam v trajnostna in družbeno odgovorna vlaganja, takšna oblika investiranja ne more biti dolgoročno vzdržna, če vlagatelj ne prinaša koristi.

---

<sup>1</sup> Število  $10^6$  (1.000.000) je v ameriškem in evropskem številčnem sistemu poimenovano milijon, medtem ko je število  $10^9$  (1.000.000.000) v ameriškem številčnem sistemu poimenovano bilijon, v evropskem številčnem sistemu pa milijarda, število  $10^{12}$  (1.000.000.000.000) pa v ameriškem številčnem sistemu trilijon, v evropskem pa bilijon ali tisoč milijard (Rowlett, 2001). Zaradi te navidezne zmede ali podobnosti v nadaljevanju uporabljam evropski številčni sistem.

	<b>Ameriški naziv</b>	<b>Evropski naziv</b>	<b>SI predpona</b>
$10^6$	Milijon (angl. <i>Million</i> )	Milijon (angl. <i>Million</i> )	mega-
$10^9$	Bilijon (angl. <i>Billion</i> )	Milijarda (angl. <i>Milliard</i> )	giga-
$10^{12}$	Trilijon (angl. <i>Trillion</i> )	Bilijon (angl. <i>Billion</i> )	tera-
$10^{15}$	Kvadrilijon (angl. <i>Quadrillion</i> )	Bilijarda (angl. <i>Billiard</i> )	peta-
$10^{18}$	Kvintilijon (angl. <i>Quintillion</i> )	Trilijon (angl. <i>Trillion</i> )	exa-

Pojavi se vprašanje ali so trajnostne in družbeno odgovorne naložbe primerljive z naložbami, ki niso zavezane principom družbene odgovornosti s stališča donosnosti, razpršenosti naložb, sprejemljivosti tveganja, ki ga naložba zahteva. Glede na to, da družbeno odgovorne naložbe ožijo možen izbor potencialnih naložb zaradi zavezanosti družbeno odgovornim principom, je pričakovati omejeno razpršenost naložbenega portfelja in s tem nezmožnost odprave nesistematičnega tveganja. Zaradi družbeno odgovornih politik, ki jih zasleduje upravljalec trajnostnega in družbeno odgovornega portfelja, je pričakovati, da bo zaradi tega začetni strošek naložbe v tak portfelj višji. Zato želim v prvem delu magistrskega dela proučiti finančne učinke trajnostnih in družbeno odgovornih investicij v primerjavi s portfelji, ki teh principov ne upoštevajo, ter na ta način potrditi ali ovreči hipotezo, da je finančni učinek portfeljev, zavezanih principom družbene odgovornosti, primerljiv s finančnim učinkom portfeljev, ki teh principov ne upoštevajo.

Nenehna rast trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja postaja stalnica. Kako se na to odziva konvencionalna naložbena skupnost ter podjetja kot potencialne tarče naložbenikov? Ali trajnostno in družbeno odgovorno investiranje vpliva na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih? Ali vključenost določenega podjetja v družbeno odgovorne indekse vpliva na njegovo vrednost oziroma vrednost za delničarje? Ali zavezanost trajnostnim in družbeno odgovornim principom podjetja, ki sestavlja naložbeni portfelj, prinaša dolgoročno finančno korist tako upravljalcu naložbenega portfelja kot podjetju samemu, upoštevajoč stroške uveljavljanja načel družbene odgovornosti? V nadaljevanju magistrskega dela želim poiskati povezavo med družbeno odgovornim investiranjem in korporativno družbeno odgovornostjo. Predvsem želim preveriti hipotezo, da porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev vpliva na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih.

Zaradi dejstva, da velja etično investiranje za najhitreje rastoči segment investiranja na globalni ravni, raziskujem v okviru magistrskega dela vprašanje, če in v koliki meri upravljalci naložbenih skladov izkoriščajo nepoučenost vlagateljev in s pomočjo različnih marketinških pristopov povečujejo vrednost sredstev v naložbenih portfeljih, pri čemer se leti ne razlikujejo od konvencionalnih naložb glede naložbenih politik, ki jih upravljalec zasleduje. Zato poskušam v nadaljevanju magistrskega dela ugotoviti ali upravljalec trajnostno in družbeno odgovornega naložbenega portfelja, dejansko zasleduje cilje, ki jih je zapisal v naložbenem prospektu. Ali ima investitor na voljo dovolj informacij, iz katerih lahko razbere, ali določen upravljalec, ki se deklarira za družbeno odgovornega naložbenika, dejansko zasleduje trajnostne in družbeno odgovorne cilje tj. ali gre za naložbe v podjetja, sklade in projekte, s katerimi rešujemo družbene probleme, oziroma s katerimi je možno pozitivno vplivati na družbo? Poskušam torej preveriti hipotezo, da je družbeno odgovorno investiranje samo inovativen marketinški pristop, ki nagovarja družbeno odgovorne

posameznike in institucionalne vlagatelje izključno zaradi večje prodornosti in prepoznavnosti svojih tržnih portfeljev.

Če želijo vodstva podjetij pritegniti vlagatelje, med katerimi je skupnost družbeno odgovornih vlagateljev vse bolj množična, morajo ugotoviti, katera oblika družbeno odgovornega ravnanja je najbolj primerna. Pojavi se vprašanje ali lahko to informacijo pridobijo na osnovi naložbenih strategij in politik družbeno odgovornih vlagateljev ter kako potem to udejanjiti v okviru svoje strategije družbeno odgovornega ravnanja. Zato v zadnjem delu magistrske naloge ugotavljam, katera oblika družbeno odgovornega ravnanja je najbolj primerna za podjetje, ki želi pritegniti vse bolj množično skupnost družbeno odgovornih vlagateljev in s tem preveriti hipotezo, da lahko nefinančno podjetje na osnovi izkušenj družbeno odgovornega investitorja in njegovih naložbenih politik izbere najbolj ustrezno in hkrati učinkovito strategijo na področju družbeno odgovornega ravnanja.

V magistrskem delu obravnavam te hipoteze:

H1: Finančni učinek portfeljev, ki so zavezani principom družbene odgovornosti je primerljiv s finančnim učinkom portfeljev, ki teh principov ne upoštevajo.

H2: Porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev vpliva na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih.

H3: Družbeno odgovorno investiranje je samo inovativen marketinški pristop, ki nagovarja družbeno odgovorne posameznike in institucionalne vlagatelje izključno zaradi večje prodornosti in prepoznavnosti svojih tržnih portfeljev.

H4: Nefinančno podjetje lahko na osnovi izkušenj družbeno odgovornega investitorja in njegovih naložbenih politik izbere najbolj ustrezno in hkrati učinkovito strategijo na področju družbeno odgovornega ravnanja.

Namen magistrskega dela je predstaviti družbeno odgovorno investiranje, razloge za njeno uveljavitev, razvoj koncepta družbene odgovornosti, področja za vpeljavo načel družbene odgovornosti in trajnostnega razvoja, iniciative in združenja kot promotorje družbeno odgovornega investiranja ter strategije in indikatorje družbeno odgovornega investiranja.

Cilj magistrskega dela je proučiti finančne učinke trajnostnih in družbeno odgovornih investicij (angl. *Financial Performance of Sustainable and Responsible Investments*) v primerjavi s portfelji, ki teh principov ne upoštevajo. Poiskati želim povezavo med družbeno odgovornim investiranjem (angl. *Socially Responsible Investing*) in korporativno družbeno odgovornostjo (angl. *Corporate Social Responsibility*) ter ugotoviti/oceniti njun vpliv na naložbeno skupnost in družbo nasploh. Nadalje ugotavljam, ali je družbeno odgovorno investiranje muha enodnevnica, ki nagovarja družbeno odgovorne posameznike in institucionalne vlagatelje izključno za večjo prodornost in prepoznavnost svojih tržnih portfeljev, ali pa gre dejansko za novo obliko investiranja, ki prinaša dolgoročne koristi za

celotno družbo ter katera oblika družbeno odgovornega ravnanja je najbolj primerna za podjetje, ki želi pritegniti vse bolj množično skupnost družbeno odgovornih vlagateljev.

Magistrsko delo temelji na poglobljenem teoretično-analitičnem pregledu strokovne literature, znanstvenih razprav in raziskav ter člankov s področja družbeno odgovornega investiranja. V magistrskem delu je uporabljena opisna metoda in metoda kompilacije, s katero sem združil spoznanja mnogih avtorjev s področja obravnavane teme. Na ta način obravnavam vse štiri hipoteze, in sicer, da je finančni učinek portfeljev, ki so zavezani principom družbene odgovornosti primerljiv s portfelji, ki teh principov ne upoštevajo, da porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev vpliva na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih, da je družbeno odgovorno investiranje inovativen marketinški pristop, ki nagovarja družbeno odgovorne posameznike in institucionalne vlagatelje izključno zaradi večje prodornosti in prepoznavnosti svojih tržnih portfeljev ter da lahko nefinančno podjetje na osnovi izkušenj družbeno odgovornega investitorja in njegovih naložbenih politik izbere najbolj ustrezno in hkrati učinkovito strategijo na področju družbeno odgovornega ravnanja.

Magistrsko delo je sestavljeno iz šestih poglavij, v prvih petih je tematika podrobneje predstavljena in razdelana v podpoglavjih, v zadnjem šestem pa so obravnavane hipoteze, ki sem jih zastavil v uvodu magistrske naloge. V prvem poglavju se dotikam definicije družbeno odgovornega investiranja, v podpoglavjih pa podrobneje opisujem indikatorje in smernice, ki so v pomoč družbeno odgovornim finančnim vlagateljem. V drugem poglavju opisujem razvoj koncepta družbene odgovornosti, ki sloni na teoriji deležnikov, ki je vzniknila kot nasprotje delničarski teoriji in je imela do nedavnega prevladujočo vlogo na svetovnih trgih. V tretjem poglavju podrobneje opisujem področja, ki so primerna za vpeljavo načel družbene odgovornosti in trajnostnega razvoja, v četrtem poglavju opisujem iniciative in združenja, v katera se združujejo naložbene skupnosti in institucije s ciljem upoštevanja okoljskih in družbenih vidikov pri svojih naložbenih aktivnostih in promocije družbeno odgovornega investiranja. V petem poglavju pa podrobneje predstavljam strategije družbeno odgovornega investiranja, ki se jih poslužujejo vlagatelji in indikatorje družbeno odgovornega investiranja, ki pomagajo podjetjem dosegati družbene in okoljske standarde, poleg tega pa so v pomoč tudi investitorjem, da v svoje investicijske odločitve poleg ekonomskih kriterijev uvrstijo tudi okoljske, družbene in korporacijsko upravljalne kriterije.

Na koncu magistrskega dela se v šestem poglavju podrobneje lotim posameznih hipotez in jih v podpoglavjih skušam kritično ovrednotiti.

## **1 DRUŽBENO ODGOVORNO INVESTIRANJE**

Družbeno odgovorno investiranje (angl. *Socially Responsible Investing*, v nadaljevanju SRI), poimenovano tudi trajnostno investiranje (angl. *Sustainable Investing*), etično investiranje (angl. *Ethical Investing*) ali družbeno ozaveščeno investiranje (angl. *Socially*

*Conscious Investing*), je oblika investiranja, pri kateri se investitor zavzema za maksimiranje tako finančnega učinka kot družbene dobrobiti. Investitorji, ki upoštevajo načela družbeno odgovornega investiranja, v svoje naložbene portfelje vključujejo deleže podjetij, ki s svojo poslovno dejavnostjo promovirajo okoljsko odličnost, zaščito uporabnikov, upoštevajo človekove pravice in biološko raznolikost. Pri sprejemanju investicijskih odločitev industrija družbeno odgovornega investiranja upošteva poleg ekonomskih meril tudi potrebna okoljska in družbena merila ter merila za korporacijsko upravljanje podjetij (angl. *Environment, Social Justice, and Corporate Governance*, v nadaljevanju ESG) (Scott, 2008).

## **1.1 Univerzalni lastnik in zaupniški kapitalizem**

Koncept »univerzalnega lastnika« (angl. *The Universal Owner*) je močan spodbujevalec trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja. Hawley in Williams (2000) v svoji knjigi *The Rise of Fiduciary Capitalism* zagovarjata tezo, da so zaupniške institucije (angl. *Fiduciary Institution*), npr. pokojninski skladi, vzajemni skladi, zavarovalnice in fundacije, zaradi svoje velikosti in razpršenosti naložb lastniki velikega kosa globalnega gospodarstva. V svojih naložbenih portfeljih imajo deleže v vseh kategorijah premoženja, gospodarskih panogah in v vseh nacionalnih in regionalnih tržiščih po svetu. Zato je interes univerzalnega lastnika prenesen na interes posamezne države, gospodarske panoge ali posameznega podjetja. Posledično ima taka institucija kot univerzalni lastnik dolgoročni interes za dobrobit celotnega gospodarstva in družbe nasploh. Hkrati ima t.i. univerzalen lastnik izjemno priložnost za vpeljavo politik za večjo učinkovitost poslovanja podjetij, ki jih imajo v svojem naložbenem portfelju, zmanjševanje negativnih zunanjih učinkov, ki jih ta podjetja povzročajo s svojimi poslovnimi aktivnostmi in proaktivno udeležajo vpliv na vodstvo teh podjetij glede naravnosti na dolgoročno poslovno uspešnost podjetij. Tako imajo možnost vpliva na podjetja, katerih deleže imajo v svojih naložbenih portfeljih, na način, da postanejo bolj odzivna na potrebe svojih kupcev in drugih deležnikov, ki so jim odgovorna, hkrati pa ta podjetja postanejo bolj demokratična v svojem delovanju.

300 največjih pokojninskih skladov upravlja s premoženjem 30.000 milijard ameriških dolarjev. Največji med njimi kot so ABP (Nizozemska), CalPERS (Združene države Amerike), japonski, norveški, korejski, kanadski, avstralski in novo zelandski nacionalni investicijski sklad obvladuje pretežni delež globalnega gospodarstva prek svojih naložbenih portfeljev. Rast njihovega premoženja je eksponentna. Norveški, kanadski in avstralski sklad so trije izmed najhitreje rastočih investicijskih skladov v svetovnem merilu. Tudi državni skladi (angl. *Sovereign Wealth Fund*) na Kitajskem, v Rusiji in Perzijskem zalivu imajo podobno velikost, vpliv in trende rasti. Vse te institucije družijo skupen interes pri izboljšanju ekonomskih, okoljskih in družbenih pogojev, na katere lahko vplivajo s svojimi investicijskimi odločitvami v okviru svojih naložbenih portfeljev (Kiernan, 2009).

## 1.2 Razlogi za vpeljavo trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja

Fenomen trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja v zadnjem času pridobiva popolnoma nove razsežnosti. Kar nekaj novih trendov dodatno prispeva k njegovi vpeljavi in na ta način ustvarja popolnoma nov ekosistem za naložbenike, ki v svoje naložbene politike vnašajo družbeno odgovorne principe. Vsekakor to še ne pomeni, da je trajnostno in družbeno odgovorno investiranje doseglo vrhunec oziroma je postala zrela in stabilna panoga. Na tej poti je seveda še veliko ovir, ki jih je treba preseči. Kiernan (2009) v svoji knjigi »Investing in a Sustainable World: Why GREEN Is the New Color of Money on Wall Street« navaja niz razlogov, ki so prispevali k nastanku t.i. revolucije trajnostnega investiranja:

- Degradacija tal in pomanjkanje naravnih virov kot posledica hitre industrijske rasti, večanja človeške populacije in urbanizacije okolja, še posebej v hitro razvijajočih se ekonomijah, npr. Brazilije, Rusije, Indije in Kitajske (angl. *Brazil, Russia, India, China – BRIC*);
- povečana ozaveščenost potrošnikov glede okoljskih in družbenih vplivov, ki jih podjetja povzročajo s svojimi poslovnimi aktivnostmi ter povečana dostopnost do informacij o poslovanju in aktivnostih podjetij;
- vedno strožje zahteve nacionalnih, regionalnih in globalnih regulatorjev trga glede transparentnosti poslovanja podjetij in po razkrivanju informacij, ki lahko vplivajo na povečano tveganje potencialnih vlagateljev;
- povečana ekonomska soodvisnost med gospodarstvi različnih držav in regij;
- zdravstveni izzivi kot so AIDS, malarija, tuberkuloza;
- revolucija na področju informacijskih in telekomunikacijskih tehnologij, ki vlagateljem omogoča neomejen dostop do pomembnih informacij glede poslovanja podjetij in njihovih aktivnosti;
- povečane aktivnosti nevladnih organizacij pri promociji družbeno odgovornih vidikov poslovanja podjetij, ki s pomočjo analiz in poročil prispevajo k večji vpeljavi trajnostnih vidikov poslovanja;
- neučinkovitost vladnih organizacij pri reševanju okoljskih in družbenih vprašanj;
- povečano zavedanje institucionalnih investitorjev glede pomena vpeljave družbenih in okoljskih vidikov v svoje naložbene politike;
- povečano zavedanje vodstev podjetij glede trajnostnih in družbeno odgovornih principov poslovanja podjetij in
- vedno večje število znanstvenih in empiričnih dokazov glede pozitivne povezave med vpeljavo družbeno odgovornih vidikov poslovanja podjetij in njihovo primerjalno prednostjo, finančno uspešnostjo in večjo ustvarjeno vrednostjo za delničarje.

Vsak izmed zgoraj naštetih razlogov naj bi bil dovolj tehten, da pritegne pozornost naložbene skupnosti. Skupaj ustvarjajo množico trdnih temeljev, ki lahko preoblikujejo

miselnost naložbenikov v smeri vpeljave trajnostnega in družbeno odgovornega načina investiranja. Dejansko so se na te izzive odzvala tako naložbena skupnost, kot podjetja, ki so doumela, da je trajnostni razvoj način za ohranjanje dolgoročne uspešnosti in splošne družbene dobrobiti tudi v prihodnje.

### **1.3 Zgodovina družbeno odgovornega investiranja**

Začetki družbeno odgovornega investiranja najverjetneje izvirajo iz sredine 17. stoletja iz obdobja delovanja krščanske verske skupnosti Religious Society of Friends, poimenovane tudi Quakers. Leta 1758 je verska skupnost Quakers na letni skupščini v Filadelfiji (angl. *Philadelphia*) svojim članom prepovedala udeležbo pri kakršnem koli trgovanju s sužnji. Med t.i. začetnike družbeno odgovornega investiranja iz druge polovice 18. stoletja sodi tudi John Wesley, ki je bil utemeljitelj metodizma tj. protestantskega evangelističnega gibanja. V svoji pridigi "The Use of Money" opisuje osnovne prvine družbeno odgovornega investiranja, v kateri nagovarja vernike, da s svojimi poslovnimi aktivnostmi ne škodujejo sosedu ter prepove vlaganje v kemično industrijo in industrijo predelave usnja, ki lahko zaradi uporabe škodljivih in nevarnih kemikalij ogrozi zdravje delavcev (Asongu, 2007). Veliko kriterijev za vpeljavo družbeno odgovornih naložb izvira iz moralnih in verskih načel, npr. izogibanje naložbam v moralno sporne dejavnosti, kot so tobačna industrija, industrija proizvodnje alkohola in orožja. V novejšem času zasledimo začetke družbeno odgovornega investiranja v okviru političnih gibanj v 60. letih, in sicer pod mentorstvom dr. Martin Luther Kinga. Bojkot poimenovan Montgomery Bus Boycott - 1. decembra leta 1955 so črni prebivalci mesta Montgomery v Alabami bojkotirali javni prevoz z mestnimi avtobusi, vse dokler ne bodo imeli iste pravice kot beli prebivalci tj. sedeti na katerem koli sedežu v avtobusu in ne na zadnjih sedežih, v primeru, ko se vkrcata beli prebivalec (Montgomery Bus Boycott, 2013) in projekt Operation Breadbasket Project v Čikagu (angl. *Chicago*) - bojkot nakupovanja produktov od organizacij, ki niso želele zaposlovati črnih prebivalcev v skladu z njihovim številom glede na skupno število vseh lokalnih prebivalcev (Operation Breadbasket Project), sta postavila temelje bodočim prvinam družbeno odgovornega investiranja. Tudi vojna v Vietnamu, ki je sprožila val kritik, je spodbudila veliko število investorjev, da so odprodali svoje naložbe v podjetjih (npr. Dow Chemical Company, proizvajalec napalma), ki so kovala dobičke zaradi uporabe svojih izdelkov v vojne namene, ali se jih izogibali v svojih investicijskih odločitvah. V 60. in 70. letih 20. stoletja so delavske zveze ustanovljale pokojninske sklade z namenom vlaganja sredstev svojih članov v podjetja kot naložbe za pokojninsko varnost. Npr. International Ladies' Garment Workers' Union in International Brotherhood of Electrical Workers so s svojimi naložbenimi portfelji financirali gradbene projekte za svoje člane. Delavske zveze so prek deležev v podjetjih, ki so jih imele v naložbenih portfeljih svojih pokojninskih skladov, udeleževale okrepljeno delničarsko delovanje (angl. *Shareholder Activism*) prek institutov, kot sta pridobivanje pooblastil delničarjev za zastopanje na skupščini (angl. *Proxy Fights*) in predlog delničarjev za glasovanje na skupščini (angl. *Shareholder Resolution*). V 70. in 80. letih 20. stoletja so se veliki institucionalni vlagatelji v veliki meri izogibali vlaganju v Južnoafriško republiko zaradi režima rasne segregacije, t.i. Apartheid, ki ga je tedanja južnoafriška oblast izvajala nad svojim prebivalstvom. Leta 1971 je Leon Sullivan, takratni

član upravnega odbora podjetja General Motors, podal etični kodeks (angl. *Code of Conduct*) za vodenje poslovnih aktivnosti v Južnoafriški republiki, ki so ga pozneje poimenovali Sullivanovi principi (angl. *Sullivan Principles*). Zaradi poročil o uveljavljanju Sullivanovih principov z namenom zmanjšanja rasne diskriminacije v Južnoafriški republiki, ki so razkrila, da ameriška podjetja teh principov niso upoštevala, so investitorji pričeli z množično odprodajo vložkov v podjetja, ki so delovala v tej državi. Občutno zmanjšanje priliva investicijskega kapitala v južnoafriška podjetja, ki so predstavljala 75% zaposlovalcev, je prisililo poslovno skupnost, da se je pričela spraševati o nesmiselnosti politične usmeritve takratne politične elite (Forbes, 2012). Od leta 1990 je družbeno odgovorno investiranje postalo sinonim za promocijo ekološkega in trajnostnega razvoja. Veliko investorjev je sprejelo negativni vpliv poslovnih aktivnosti na okolje kot poslovno in ekonomsko tveganje. Leta 1989 je bila ustanovljena neprofitna mreža investorjev, okoljskih in drugih organizacij poimenovana Ceres z namenom ustvarjanja dialoga z organizacijami in vlagatelji glede okoljskih in drugih vprašanj s področja trajnostnega razvoja. Sudan Divestment Task Force je bil ustanovljen leta 2006 kot odgovor na genocid, ki so ga zakrivile vladne sile v Darfurju. V zadnjem času vlagatelji veliko pozornost posvečajo zaščiti avtohtonega prebivalstva, ki ga s svojimi poslovnimi aktivnostmi ogrožajo podjetja v teh državah.

#### **1.4 Sodobni trendi družbeno odgovornega investiranja**

Glede na poročilo foruma Social Investment Forum Foundation iz leta 2010 (angl. *Forum's Foundation Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*) so družbeno odgovorne naložbe dosegle večjo rast v času pričujoče finančne krize v primerjavi s konvencionalnimi naložbami, ki v svojih investicijskih politikah ne upoštevajo družbeno odgovornih vidikov investiranja. V poročilu je zapisano, da se je obseg družbeno odgovornih naložb povečal za 13%, na 3.070 milijard ameriških dolarjev, v obdobju od začetka leta 2007 pa do zaključka leta 2009. Upravljalci tega premoženja so v svoje investicijske politike vpeljali družbene, okoljske in korporacijsko upravljalске kriterije tako za analizo kot za sestavo naložbenih portfeljev, bili aktivni pri strategijah kot je predlog delničarjev za glasovanje na skupščini pri družbenih, okoljskih in upravljalških vprašanjih ali pa so vlagali sredstva v banke, hranilnice, sklade rizičnega kapitala, posojilne sklade, ki so zavezani, da podpirajo naložbe v lokalne skupnosti (angl. *Community Investing*). Obseg sredstev, naloženih v konvencionalne naložbe, se je v istem obdobju povečal za 1%, medtem ko so splošni indeksi na trgu kapitala, npr. S&P 500, izgubili 1% svoje vrednosti (Ehrenfeld, 2010).

Od celotnega zneska družbeno odgovornih naložb v tem obdobju je bil precejšen delež teh sredstev, in sicer v višini 2.768 milijard ameriških dolarjev, neposredno podvržen družbenim, okoljskim in upravljalškim kriterijem pri naložbenih odločitvah. Od teh jih je bilo 75% oziroma 2.076 milijard upravljanje s strani institucionalnih investorjev, 25% oziroma 692 milijard pa s strani investicijskih vlagateljev denarnega trga. 12,2% vseh



sredstev v upravljanju predstavljajo družbeno odgovorne naložbe, kar pomeni vsak 8 naloženi ameriški dolar (Fa Green, 2010).

SIF (2010) je v sporočilu za medije strnil naslednje ugotovitve, zapisane v poročilu foruma Social Investment Forum Foundation, za posamezne kategorije vlagateljev in načinov vlaganja:

### **Institucionalni investitorji**

Institucionalni investitorji so največja kategorija družbeno odgovornih naložbenikov, ki pri svojih naložbenih politikah upoštevajo vsaj eno obliko trajnostnih in družbeno odgovornih kriterijev. Upravljajo premoženje v višini 2.300 milijard ameriških dolarjev, od tega 2.076 milijard ameriških dolarjev predstavlja premoženje vlagateljev, ki v svoje analize in naložbene odločitve neposredno vgrajujejo družbene, okoljske in korporacijsko upravljalne kriterije. Premoženje v višini 858,8 milijard predstavlja premoženje naložbenikov, ki so aktivni na področju delničarskega aktivizma (angl. *Shareholder Activism*) ter premoženje v višini 586 milijard tistih naložbenikov, ki uporabljajo več oblik družbeno odgovornega investiranja, od vpeljave ESG kriterijev v naložbene politike, delničarskega aktivizma, do vlaganja v lokalne skupnosti.

### **Alternativni investicijski skladi**

Poročilo foruma Social Investment Forum Foundation navaja 177 različnih investicijskih kategorij naložbenikov (Hedge skladi, skladi rizičnega kapitala, delniški skladi dvojnega (angl. *Double Bottom Line*) in trojnega izida (angl. *Triple Bottom Line*), družbeno odgovorni nepremičninski skladi), ki upoštevajo ESG kriterije pri svojih investicijskih odločitvah. Navedeni naložbeniki upravljajo premoženje akreditiranih institucionalnih investitorjev in premožnih posameznikov. Velikost njihovega premoženja v upravljanju pa je 37,8 milijard ameriških dolarjev. Število različnih kategorij alternativnih investicijskih skladov, ki upoštevajo ESG vidike pri svojih investicijskih odločitvah, se je od leta 2007 povečalo za 285%, vrednost njihovega premoženja v upravljanju pa za 613%.

### **Vzajemni skladi**

Največji delež skladov, ki uveljavljajo principe trajnostnega in družbeno odgovornega vidika investiranja, predstavljajo vzajemni skladi, s premoženjem, vrednim 316,1 milijard ameriških dolarjev, ki je naloženo v 250 različnih skladih.

### **Delničarski aktivizem**

Velik nabor investitorjev uporablja različne metode delničarskega aktivizma (angl. *Shareholder Activism*), s katerimi vplivajo na odločitve podjetij, kjer imajo svoje deleže. Od leta 2008 do leta 2010 je več kot 200 institucij (javni skladi, delavske zveze, religiozne fundacije in druge investicijske družbe) uporabilo eno izmed oblik delničarskega aktivizma, v upravljanju pa imajo premoženje v višini 1.500 milijard ameriških dolarjev.

## **Investiranje v skupnosti**

Sredstva, ki jih upravljajo institucije s področja investiranja v lokalne skupnosti, so se v obdobju od leta 2007 pa do začetka leta 2010 povečala za 60%, s 25 milijard na 41,7 milijard ameriških dolarjev, in sicer v vseh štirih kategorijah tovrstnih institucij glede na rezultate raziskave foruma Social Investment Forum Foundation: banke za podporo razvoja lokalnih skupnosti, kreditne institucije za podporo razvoja lokalnih skupnosti, kreditni skladi za podporo razvoja lokalnih skupnosti in skladi rizičnega kapitala za podporo razvoja lokalnih skupnosti.

## **ETF indeksni skladi**

26 ETF indeksnih skladov (angl. *Exchange Traded Funds*), ki upravljajo premoženje v višini 4 milijard ameriških dolarjev, je forum Social Investment Forum Foundation v svojem poročilu Forum's Foundation Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States označil za družbeno odgovorne sklade. Njihovo premoženje se je od leta 2007 povečalo za 225% in predstavlja najhitreje rastočo obliko družbeno odgovornega investiranja.

## **1.5 Družbeno odgovorni finančni produkti**

Z objavo Zelene knjige Evropske komisije o vzpodbujanju družbene odgovornosti podjetij v Evropi (angl. *Green Paper on Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility*) in poznejšim dokumentom OECD o družbeni odgovornosti podjetij (OECD, 2001) se je začel uveljavljati družbeno-ekonomski model podjetja, ki prevzema odgovornost do vseh akterjev (Mnenje ekonomsko-socialnega odbora o etični in socialni razsežnosti evropskih finančnih institucij, 2009). Tako imenovano družbeno odgovorno podjetje v poslovnem svetu ustvarja priložnosti za finančne institucije, ki se lahko odzovejo na pričakovanja družbe. Finančne institucije oblikujejo naložbene produkte, bodisi prek maloprodajnega bodisi institucionalnega trga. Na splošno je njihov namen vlagati v tiste organizacije, katerih vedenje je pozitivnejše in ki prispevajo k trajnostnemu razvoju celotne družbe. Zato naj bi bili družbeno odgovorni finančni produkti učinkovit instrument za podporo globalnemu družbenemu razvoju, s čimer naj bi se podjetja spodbujalo k ustreznemu vedenju, ki je v skladu z interesi vlagateljev.

Evropski ekonomsko-socialni odbor deli družbeno odgovorne finančne produkte na naslednje kategorije:

- Varčevalni produkti (tekoči računi, računi z visokimi obrestmi, varčevalne vloge, strukturirane vloge),
- naložbeni produkti (kolektivni naložbeni podjemi: investicijski skladi in investicijske družbe; pokojnine in zavarovanja: pokojninski načrti in skladi, sheme za upokojevanje, življenjsko zavarovanje, vezano na kapital ali na enoto: tematski skladi),

- kreditni instrumenti in instrumenti finančne podpore (mikro krediti, rotacijski skladi, skladi vzajemnega jamstva in tvegani kapital).

Ti produkti pri svojem načrtovanju vključujejo okoljska merila ter merila dobrega korporacijskega upravljanja podjetij, ne da bi pri tem zanemarili dejavnike tveganja in finančne donosnosti (Mnenje Evropskega ekonomsko-socialnega odbora o družbeno odgovornih finančnih produktih, 2010). V magistrskem delu se osredotočam na naložbene produkte, ki jih oblikujejo vzajemni skladi ali investicijski skladi kot institucionalni investitorji.

## **2 RAZVOJ KONCEPTA DRUŽBENE ODGOVORNOSTI**

Koncept družbene odgovornosti se je razvijal postopoma, pri čemer ima še danes goreče zagovornike in nasprotnike. Dve pomembnejši teoriji govorita tako v njegov prid kot proti njemu. Delničarski pristop zagovarja izključno zasledovanje interesa lastnikov kapitala, deležniška teorija pa poleg ustvarjanja nove vrednosti za lastnike zagovarja zadovoljevanje interesov vseh ključnih deležnikov družbe.

### **2.1 Delničarski pristop**

Delničarska teorija razume podjetje oziroma gospodarsko družbo kot čisti ekonomski subjekt, katerega edini cilj oziroma interes je »ustvarjanje nove vrednosti za lastnike«. Friedman, goreči zagovornik delničarskega pristopa, zagovarja tezo, da je edina odgovornost podjetja njegova dobičkonosnost (Friedman, 1970).

#### **2.1.1 Delničarska teorija podjetja**

V strokovni literaturi delničarsko teorijo podjetja (angl. *Shareholder Theory* ali *Stockholder Theory*) med drugim označuje tudi termin »Shareholder Primacy« (Stout, 2002), tj. teorijo korporacijskega upravljanja javnih delniških družb (angl. *Corporate Governance*), ki zagovarja tezo, da je smisel delovanja podjetja izključno v zadovoljevanju interesov njihovih lastnikov.

Bakovnik v svojem članku (2006) navaja, da delničarska teorija razume podjetje oziroma gospodarsko družbo kot čisti ekonomski subjekt, katerega edini cilj oziroma interes je »ustvarjanje nove vrednosti za lastnike«. Ta koncept je nastal na začetku razvoja kapitalističnega podjetja, ki v približno sto letih svojega razvoja praktično ni doživel nobenih bistvenih sprememb. Lastnik kapitala, investiranega v podjetje, je imel v takšnem podjetju ključno vlogo, najemal je menedžment in zaposlene ter odločal o tem, kaj in kako se bo delalo. V takšnih okoliščinah je bil osnovni cilj podjetja zadovoljitev interesov lastnikov kapitala (delničarjev), zaradi česar je prevladoval takšen način »vladanja podjetjem«, ki je temeljil na strogi delitvi vlog med lastniki (upravljanje), menedžerji (ravnateljstvo) in zaposlenimi (izvajanje).

Po tradicionalnem pojmovanju podjetja oziroma Friedmanovi doktrini so edini lastniki podjetja njihovi delničarji (angl. *Shareholders* ali *Stockholders*) do katerih ima podjetje oziroma menedžment fiduciarno dolžnost, tj. obveznost skrbnika njihovega premoženja (Elkington, 1999).

Menedžment ima zaradi svoje središčne vloge v podjetju vedno neprimerno več informacij kot lastniki. Zato ima vselej dobre priložnosti, da se okoristi z zlorabo položaja na račun lastnikov. Korporativno pravo ima zato vgrajeno izredno močno varovalko zoper menedžerski oportunistični, ki se imenuje institut fiduciarnosti. Menedžment ob prevzemu položaja postane agent oziroma zastopnik interesov delničarjev. Njegovo vedenje lahko sicer podrobno predpisujejo drugi pravni akti, vendar pa je v vsebinskem smislu ob imenovanju postavljen v vlogo fiduciarja, torej v vlogo skrbnika premoženja drugih ljudi. Fiduciarna obveznost menedžerjev zajema dve obvezi, in sicer obveznost lojalnosti in obveznost skrbnosti. Obveznost lojalnosti pomeni, da se kot skrbnik tujega premoženja ob imenovanju zaveže, da se bo izogibal konfliktom interesov in se odrekel poslom v lastno korist na račun korporacije oziroma njenih delničarjev. To pomeni, da mora menedžment pri vsaki odločitvi upoštevati interese korporacije in delovati v korist podjetja ter povečevati vrednost za njegove lastnike. Obveznost skrbnosti pa pomeni, da se bo z vsemi razumnimi močmi trudil delovati čim bolje. Ob imenovanju torej menedžment prevzame obveznost, da bo skrbno in gospodarno ravnal s premoženjem, ki mu je zaupano, in to v korist korporacije in njenih lastnikov, nikakor pa ne v lastno korist. Fiduciarna obveznost ni zgolj teorija, temveč je praktični instrument, ki pravzaprav omogoča delovanje modernega menedžmenta. Ta obveznost je šele omogočila, da je menedžment dobil razmeroma proste roke pri vodenju podjetja, ne da bi ga bilo treba dnevno nadzirati. Prenos pooblastil z lastnikov na menedžerje poteka ob jasnem zavedanju, da mora biti menedžment v vsakem trenutku sposoben dokazati, da ne dela v lastnem interesu, temveč v interesu delničarjev in da je pri tem kar se da pozoren in skrben. Fiduciarna obveznost menedžmenta je povsem realna, saj mu za vratom visi kazenski zakonik: 217. člen govori o goljufiji, 220. člen govori o izdaji zaupanja, 244. člen pa obravnava zlorabo položaja ali pravic. Zagrožene zaporne kazni segajo do 10 let in so podobne tistim, ki so bile izrečene v primeru korporativnih škandalov v ZDA (WorldComm - Ebberts 25 let, Enron - Skilling 24 let) (Rus, 2008).

Delničarsko teorijo podjetja opisuje tudi teorija Stockholder theory iz leta 1976, katere predstavnik je Friedman, ameriški makroekonomist in nobelovec. Po tej teoriji delničarji oziroma lastniki kapitala zaupajo svoje premoženje v upravljanje menedžerjem, ki na ta način prevzamejo vlogo agenta in delujejo izključno v interesu lastnika kapitala (Elkington, 1999). Friedmanovo tezo, da je edina odgovornost podjetja njegova dobičkonosnost, strokovna javnost imenuje Friedmanova doktrina (angl. *Friedman Doctrine*). Friedman zagovarja koncept, da podjetje ne more biti družbeno odgovorno do skupnosti in širše družbe, ker je njegova edina skrb zadovoljevanje interesov njegovih lastnikov po večanju vrednosti za delničarje. Ta koncept podrobno opiše v knjigi *Capitalism*

and Freedom, kjer trdi, da zadovoljevanje interesov skupnosti pred interesi lastnikov vodi v totalitarizem (Friedman, 1962).

### **2.1.2 Friedman in liberalni kapitalizem**

Friedman je v svojem delu *Capitalism and Freedom* glede doktrine o družbeni odgovornosti zapisal: »Družbena odgovornost v okolju svobodnega trga je fundamentalno subverzivna doktrina s primesmi kolektivizma in socializma. Podjetje ima eno samo družbeno odgovornost – uporabljati sredstva in vire za doseganje in maksimiranje dobička znotraj vnaprej določenih pravil igre, tj. v odkritem in svobodnem tekmovanju, brez zavajanja in goljufije« (Friedman, 1962).

V članku *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits* (Friedman, 1970) navaja, da voditelji podjetij, ki zagovarjajo, da je smisel delovanja podjetja poleg zasledovanja profita tudi širša družbena odgovornost, kot so zaposlitev delavcev, odprava diskriminacije, preprečevanje onesnaževanja itd., prevzemajo koncept socializma in zavračajo tržno-liberalne temelje, na katerih sloni ideologija svobodnega trga. Nato nadaljuje s tezo, da podjetje samo po sebi ne more biti družbeno odgovorno, le posameznik, tj. predstavnik podjetja oziroma menedžer, je lahko družbeno odgovoren. V svobodnem tržnem okolju, ki temelji na privatni lastnini, je menedžer v službi lastnikov kapitala in jim tudi v polni meri odgovarja za svoje poslovne poteze. V svojem delovanju zadovoljuje njihove interese na način, da zasleduje maksimiranje dobička v skladu z zakonskimi predpisi okolja, kjer deluje, ter načeli dobrega gospodarjenja, ki so etične narave. Je predstavnik oziroma agent lastnikov podjetja in je v tem pogledu odgovoren le njim, tj. principalu. Po drugi strani pa je menedžer oseba, ki ima lastne potrebe in pravice. Kot posameznik pa lahko svobodno uresničuje in udejanja družbeno odgovorne aktivnosti v krogu svoje lokalne skupnosti, mesta ali države. V skladu s temi prepričanji lahko odvaja del svojega dohodka za te namene, vendar v tem primeru deluje kot principal in ne agent, saj razpolaga s svojim premoženjem in ne premoženjem principala, tj. lastnikov kapitala, ki so mu zaupali vodenje podjetja v skladu z njihovimi cilji in interesi. Če pa govorimo o družbeno odgovornem menedžerju, ki udejanja družbeno odgovorne aktivnosti s premoženjem principala, to pomeni, da ne deluje v skladu z interesi svojega delodajalca. Primer takega družbeno koristnega delovanja bi bilo namerno zadrževanje cen produktov na isti ravni v izogib povečevanju inflacije kljub tržnim pritiskom, povečevanje izdatkov za zmanjšanje onesnaženosti, ki jih s svojimi poslovnimi aktivnostmi povzroča podjetje, da bi ugodilo zakonskim lokalnim predpisom glede varovanja okolja prek meja, ki so vzdržna za finančno stabilnost podjetja, zaposlovanje težko zaposljivega kadra z namenom zmanjševanja brezposelnosti namesto kvalificiranega kadra, ki ga lahko najame na trgu dela. V vsakem od teh primerov bi menedžer v imenu širše družbene koristi po nepotrebnem zapravljal premoženje nekoga drugega. Če bi te aktivnosti povzročile znižanje dobička lastnikov kapitala, bi s tem neupravičeno oškodoval delničarje, z dvigom cen produktov bi neupravičeno obremenil uporabnike oziroma kupce teh produktov, v primeru znižanja plač delavcev zaradi nepotrebne zaposlovanja novih delavcev, bi neupravičeno oškodoval

obstoječe zaposlence podjetja itd. Z vlogo aktivnega udeleženca na področju družbeno odgovornih aktivnosti podjetja prevzamejo vlogo plačnika davkov in odločevalca o porabi sredstev zbranih s pomočjo davkov, s čimer bi posegala na področja institucij, ki so za to zadolžene. Tako bi podjetje v eni osebi imelo vlogo zakonodajalca, izvrševalca in razsodnika. V želji po udejanjanju družbeno koristnih načel, npr. zmanjševanju inflacije, ohranjanju okolja, zmanjševanju brezposelnosti itd., bi podjetje imelo vpliv tako na pridobivanje sredstev iz naslova davčnih obveznosti, kot razporejanje sredstev iz naslova davčnih prilivov. Na ta način bi se izgubila vloga podjetja oziroma njegovih menedžerjev kot agentov, ki delujejo izključno v korist principala. Postali bi javni uslužbenci, ki delujejo v korist celotne družbe in ne samo principala, ki so jim edini zaupali to vlogo, da zastopajo izključno njihove interese in ne splošno družbeno koristnih. Vendar bi v tem primeru, ko prevzamejo vlogo javnih uslužbencev, morali biti tudi postavljeni oziroma izbrani za to vlogo v okviru demokratičnega oziroma političnega mehanizma. Na ta način je razvidno, da družbeno odgovorna doktrina vključuje socialistične principe, tj. politične mehanizme in ne tržnih za izrabo in zaposlovanje sredstev in virov.

Vse, kar podjetje počne v korist etičnosti, je po Friedmanovem mnenju kraja dobička lastnikom, porabnikom in ne nazadnje zaposlenim. Podjetje zato ne more in ne sme biti družbeno odgovorno. Zanj je koncept družbene odgovornosti socialistična in ne liberalno tržna kategorija (Jančič, 2004).

Friedman je dobil povod za pisanje o vlogi družbene odgovornosti podjetij, ko je ameriška avtomobilska korporacija General Motors na skupščini leta 1970 ustanovila t.i. odbor za javno dobro (angl. *Committee to represent public good*). Ta dogodek je opisal kot čisti socializem. Pozneje je njegova doktrina doživela val kritik, četudi je imela kar nekaj zagovornikov.

## **2.2 Deležniški pristop**

Temeljna postavka teorije deležnikov je usklajevanje in čim bolj uravnoteženo zadovoljevanje interesov vseh ključnih deležnikov družbe. Po tej teoriji so podjetja odgovorna vsem svojim deležnikom, torej lastnikom, zaposlenim, kupcem, dobaviteljem, investitorjem in lokalni ter širši družbeni skupnosti.

### **2.2.1 Teorija deležnikov**

Pred podrobnejšo obravnavo teorije deležnikov (angl. *Stakeholder Theory*) navajam zgodovinski primer, ki priča proti delničarski teoriji podjetja in v korist deležniški, še preden je zadnja sploh ugledala luč sveta. Henry Ford je leta 1919 izgubil tožbo proti manjšinskim delničarjem (med drugim tudi brata Dodge, ki sta imela 10% delež v korporaciji), ki so zagovarjali tezo, da mora biti akumulirani presežek sredstev podjetja razdeljen med delničarje v obliki dividend in ne zadržan za nadaljnja vlaganja. Michigansko višje sodišče je presodilo, da mora Ford Motor Company nameniti dobiček korporacije za dividende delničarjem in ne za gradnjo novih tovarn, ki jih je Henry Ford načrtoval, da bi še povečal

proizvodnjo avtomobilov, zaposlil dodatne delavce z namenom nadaljnega zmanjševanja stroškov na enoto in s tem končne cene avtomobila. V javnem zagovoru svoje strategije je Ford povedal: »Moja želja je zaposliti še več ljudi, s čimer želim do popolnosti izkoristiti prednosti tega industrijskega sistema, želim pomagati ljudem, da si izgradijo boljše življenje in nove domove.« Michingansko sodišče je presodilo, da je pglavitno vodilo korporacije povečevati vrednost za delničarje in ne dobrobit skupnosti ali zaposlenih. Korporacija Ford je bila primorana izplačati dividende svojim delničarjem v višini 19 milijonov dolarjev. Zaradi tega je Ford odkupil oziroma izplačal vse delničarje in ponovno prevzel podjetje v svojo last in si na ta način zagotovil nadzor nad upravljanjem s presežnimi sredstvi oziroma dobičkom, ki ga je ustvarilo podjetje Ford Motor Company (Stout, 2007).

V drugem članku Lynn A. Stout (2013) ugotavlja, da delničarska teorija podjetja (angl. *Shareholder Primacy*) doživlja krizo, predvsem pa izgublja tudi največje privrženice, in da je ta tradicionalni pristop na dolgi rok lahko škodljiv tako za podjetje kot njegove delničarje oziroma lastnike.

Predhodnik teorije deležnikov je starejši model input-output, ki ga je razvil Wassily Leontief, dobitnik Nobelove nagrade leta 1973. Po tem modelu podjetje preoblikuje vložke investitorjev, zaposlenih in dobaviteljev v uporabne rezultate, ki jih končni uporabnik lahko kupi in s tem povrne nekaj premoženja podjetju. Ta model pripisuje pomembno vlogo vsem štirim deležnikom pri ustvarjanju dodane vrednosti podjetja, in sicer investitorjem, zaposlenim, dobaviteljem in končnim uporabnikom.

Sodobna teorija deležnikov (angl. *Stakeholder Theory*) temelji na širši družbeni odgovornosti podjetij, katere cilj oziroma temeljno poslanstvo je usklajevanje in čim bolj uravnoteženo zadovoljevanje interesov vseh ključnih deležnikov družbe. Po tej teoriji so podjetja odgovorna vsem svojim deležnikom, torej poleg lastnikov tudi zaposlenim, kupcem, dobaviteljem, investitorjem in lokalni ter širši družbeni skupnosti. Bistvo tega koncepta je v tem, da »interesa družbe« ne razume kot nekaj v naprej danega in definiranega (npr. s strani največjih lastnikov), ampak ga je potrebno v zvezi z vsako pomembnejšo poslovno odločitvijo šele ugotoviti, kar se pokaže kot rezultat usklajevanja različnih interesov ključnih deležnikov družbe (Bakovnik, 2006).

Mygind (2004) ugotavlja, da zaradi nepravilnosti oziroma nepopolne učinkovitosti tržnih mehanizmov tržne cene ne odražajo dejanskih stroškov oziroma koristi vseh deležnikov, pri čemer so interesi posamezne deležniške skupine pogosto v nasprotju z interesi delničarjev oziroma drugih ključnih deležnikov v podjetju.

Osnovno vprašanje je, kako usmeriti interese in dejanja različnih ključnih deležniških skupin v smeri dolgoročne uspešnosti in trajnostnega razvoja družbe. Gre za to, kako slediti cilju maksimiranja dobička in hkrati zagotoviti dolgoročno vključenost vseh ključnih deležniških skupin v podjetju. Menedžerji prevzemajo vlogo usklajevalcev interesov različnih deležnikov, razvijajo in plemenitijo odnose z njimi. S tem zagotavljajo integriteto podjetja ter vzpostavljajo model podjetja kot notranje organizacije. Ta je danes pomemben vir

konkurenčnih prednosti. K spoštovanju interesov različnih deležnikov v podjetju zavezujejo tako moralna načela (npr. načelo pravičnosti, skrbnosti, etičnosti, morale in neločljivosti lastništva sredstev podjetja od tistih, ki ta sredstva upravljajo oziroma jih uporabljajo) kot tudi različna pravila ter priporočila dobre prakse korporacijskega upravljanja (sklicevanje na »interes družbe«, zahteva po upoštevanju interesov različnih deležnikov v kodeksih oziroma priporočilih korporacijskega upravljanja). Tudi izkušnje iz poslovne prakse potrjujejo, da podjetja oziroma njihovi upravljalci vsakodnevno vzpostavljajo in upravljajo razmerja do svojih kupcev, dobaviteljev, zaposlenih, delničarjev, posojilodajalcev, države itd. Pri tem pogosto posredno in neposredno izpolnjujejo tudi širše družbene oziroma socialne interese, čeprav dejansko upravljajo razmerja do svojih deležnikov in ne družbe kot celote. Poznati določen deležniški odnos ne pomeni zgolj priznati medsebojnih interesov v nekem deležniškem odnosu, temveč ga tudi razumeti in ovrednotiti njegovo sedanjo in potencialno vrednost. Pri tem je pomen, ki ga menedžerji pripisujejo določeni deležniški skupini, v večji meri določen s specifičnostjo deležnikovega sodelovanja v podjetju (Debeljak & Gregorič, 2004).

### **2.2.2 Edward Freeman**

Naslednji mejnik v teoriji podjetja je prispeval Edward Freeman z objavo dela *Strategic Management: The Stakeholder Approach*. Po objavi tega dela se je začela razvijati nova veja menedžmenta, imenovana teorija deležnikov. Edward Freeman (1984) deležnike v organizaciji opredeli kot posameznika ali skupino, ki lahko vpliva ali je pod vplivom dosežkov organizacije.

Podjetje je po teoriji deležnikov zavezano tako delničarjem kot celemu spletu deležnikov, da odgovorno ravna do širšega okolja, četudi to z zakonom (še) ni zapovedano. Večina podjetij, zlasti večjih, tako danes javno deklarira svojo družbeno odgovornost, ki jo praviloma zapiše tudi v svojo opredelitev poslanstva. Prav ta večinski pristavek na nov način razmišljanja je EU tudi privedel do sprejema Zelene knjige. Vprašanje za EU torej ni več ali delničarski ali deležniški pristop. Vprašanje je le še, kako deležniški pristop čimbolj poenotiti v članicah EU in ga razširiti še na srednja in mala podjetja (Jančič, 2002).

## **2.3 Družbena odgovornost podjetij in trajnostni razvoj**

### **Družbena odgovornost podjetij**

Korporacijski škandali, globalizacija trga kapitala, vse večji vpliv institucionalnih investitorjev ter čedalje večja ozaveščenost podjetij in njihovih uprav o pomenu razvijanja kakovostnih, dolgoročnih odnosov s ključnimi skupinami deležnikov v podjetju v zadnjih letih povečujejo vlogo družbeno odgovornega ravnanja podjetij. S poudarjanjem trajnostnega razvoja, boljših in številnejših delovnih mest, razvoja znanja, spodbujanja podjetništva in inovacij tudi prenovljena evropska razvojna strategija (december 2005) postavlja družbeno odgovornost podjetij ob bok razpravam o globalizaciji, konkurenčnosti in trajnostnem razvoju. Družbeno odgovornost opredeljuje kot koncept, kjer družbe



prostovoljno vključujejo družbena in okoljska vprašanja v svoje poslovne dejavnosti in v medsebojne odnose s svojimi interesnimi skupinami. Način ravnanja odnosov z deležniki oziroma interesnimi skupinami nad tistimi, ki jih določa zakon, temelji na prostovoljnem poslovnem obnašanju. Najnovejše Priporočilo Evropske komisije Evropskemu parlamentu, Svetu in Evropsko-socialnemu odboru z naslovom »Izvajanje partnerstva za rast in delovna mesta: Evropa - središče odličnosti za družbeno odgovornost podjetij« (z dne 22.3.2006) pravi naslednje: »Podjetja so tista, ki se odločijo, ali bodo za obravnavanje družbenih potreb izpolnjevala samo minimalne zakonske zahteve in obveznosti, ki izhajajo iz kolektivnih pogodb, ali kaj več«. Podjetja vseh velikosti lahko ob sodelovanju s svojimi interesnimi skupinami in s pomočjo družbene odgovornosti podjetij pomagajo pri usklajevanju gospodarskih, družbenih in okoljskih ambicij (Gregorič, 2006).

Evropska komisija (angl. *The European Commission*) je opredelila družbeno odgovornost podjetij v Zeleni knjigi o promociji družbene odgovornosti podjetij v Evropi kot koncept, kjer podjetja v svoje poslovne dejavnosti in odnose s svojimi interesnimi skupinami prostovoljno vključujejo vprašanje glede socialnih in okoljskih zadev (Green Paper, 2001).

Zelena knjiga o promociji družbene odgovornosti podjetij v Evropi je najpomembnejši dokument o družbeni odgovornosti v EU. Sprejeta je bila julija 2001 z namenom spodbujanja razprave o vseh vidikih družbene odgovornosti podjetja med vsemi interesnimi skupinami. Leto dni kasneje, julija 2002, je Evropska komisija objavila dokument »Corporate Social Responsibility: A Business Contribution to Sustainable Development«, v katerem predlaga strategijo na področju ozaveščanja in izobraževanja o družbeni odgovornosti med majhnimi in srednje velikimi podjetji (Commission of the European Communities, 2002). Evropska komisija je ustanovila Evropski forum interesnih skupin (angl. *European Multi-stakeholder Forum*), ki predstavlja okvir za razprave med glavnimi skupinami deležnikov na evropski ravni. Leta 2004 je Forum predstavil poročilo o svojem delovanju (European Multistakeholder Forum on CSR, 2004).

Marca 2006 je Evropska komisija objavila poročilo Evropskemu parlamentu, Svetu in Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru »Izvajanje partnerstva za rast in delovna mesta: Evropa – središče odličnosti za družbeno odgovornost podjetij«, v katerem poudarja potrebo po partnerstvu med vsemi interesnimi skupinami, da bi ustvarili Evropo, ki bi bila središče odličnosti za družbeno odgovornost podjetij (Commission of the European Communities, 2006).

### **Trajnostni razvoj**

Daniel W. Bromley opisuje trajnostni razvoj (angl. *Sustainability* ali *Sustainable Development*) kot sonaraven, uravnotežen, vzdržen razvoj, ki zadovoljuje potrebe sedanjih generacij, ne da bi pri tem zmanjšal zmožnosti zadovoljevanja potreb prihodnjih generacij. Trajnostni razvoj naj bi po njegovem mišljenju izhajal iz etične potrebe po prenašanju bogastva in nakopičenega kapitala iz ene generacije na druge ob hkratnem ohranjanju naravnega okolja (*Sustainability*). Termin »Sustainability« je bil prvič uporabljen leta 1987

v poročilu »Our Common Future«, ki ga je izdala Svetovna komisija za okolje in razvoj (angl. *World Commission for Environment and Development*) (Sustainable Cities, 2011). Poročilo je bolj znano po imenu Brundtlandino poročilo, in sicer po norveški ministrici za okoljske zadeve in tedanji predsednici Svetovne komisije za okolje in razvoj Gro Harlem Brundtland, in je prvo tovrstno poročilo, ki je obravnavalo trajnostni razvoj na globalni ravni. Poročilo je neposredno naslovilo vladne institucije, poslovno okolje in posameznike, ki lahko s svojim prispevkom vplivajo na okoljske in razvojne izzive družbe. Brundtlandino poročilo in koncept trajnostnega razvoja lahko opredelimo kot poskus ozaveščanja porušenega ravnotežja med človekovim udejstvovanjem in naravnim okoljem s poudarkom na institucionalnih, ekonomskih, okoljskih in socialnih vidikih.

Svetovni gospodarski svet za trajnostni razvoj (angl. *World Business Council for Sustainable Development*) pojem trajnostnega razvoja opredeli s konceptom trojnega izida (angl. *Triple Bottom Line Approach*), ki ga je skovala svetovalna družba SustainAbility sredi devetdesetih let, priljubljenost pa je pridobila leta 1997 s knjigo Kanibali z vilicami (angl. *Caniballs with Forks*) Johna Elkingtona (Slapničar, 2005). Po tem konceptu trajnostni razvoj vključuje upoštevanje načel na treh področjih delovanja podjetja: ekonomskem, okoljskem in družbenem. Podjetje deluje trajnostno, če maksimira vse tri komponente v korist vseh njegovih nosilcev, kar pomeni, da naj si v podjetju ne bi samo prizadevali za doseg ekonomskega cilja tj. čim hitrejšo rast in čim večji dobiček na račun naravnega in družbenega okolja, temveč naj bi se razvijali in uspešno poslovali in hkrati skrbeli za ohranitev naravnega okolja, za zaposlene in širše družbeno okolje (Vezjak, 2002).

Na svetovni ravni deluje veliko forumov in združb, ki promovirajo trajnostni razvoj in vpeljavo načel trajnostnega razvoja in družbene odgovornosti v podjetjih kot so Global Reporting Initiative, World Business Council for Sustainable Development, UNGC, UNEPFI, Australian Centre for Corporate Social Responsibility, The United Nations Conference on Trade and Development, Organisation for Economic Cooperation and Development, Business for Social Responsibility.

### **3      PODROČJA ZA VPELJAVO NAČEL DRUŽBENE ODGOVORNOSTI IN TRAJNOSTNEGA RAZVOJA**

V naslednjem poglavju so opisana področja za vpeljavo načel družbene odgovornosti in trajnostnega razvoja, ki so večinoma povzeta po knjigi Kiernana »Investing in a Sustainable World« (Kiernan, 2009). V vsakem podpoglavju je opisano posamezno področje ter priložnosti in nevarnosti, s katerimi se srečuje potencialni investitor, ki vstopa na posamezna področja neposredno ali posredno prek vlaganja v institucije, ki uveljavljajo principe družbene odgovornosti. Našteta področja ne vsebujejo vseh ravni, kjer je možno uveljavljati princip družbene odgovornosti, vendar v grobem zaokrožujejo večino pomembnejših aktivnosti, kjer ni samo smiselno ampak tudi nujno potrebno, da se z omenjeno problematiko seznanijo ne samo naložbeni skupnosti, ampak prek njih tudi gospodarska skupnost kot civilna družba. Vsako področje zahteva takojšnje ukrepanje, če želimo

znanjem omogočiti dostojno bivanje na našem planetu, hkrati pa ponuja trden odgovor na vprašanje ali je ukvarjanje s problematiko družbene odgovornosti in trajnostnega razvoja smiselno.

### **3.1 Naraščanje števila prebivalcev in urbanizacija okolja**

Število prebivalcev našega planeta se vsako leto poveča za 75 milijonov. Oddelek v okviru Združenih narodov je podal oceno, da se bo število prebivalcev do leta 2050 povečalo na 9,2 milijard. Večji del tega povečanja pripisujejo nerazvitim državam in državam v razvoju. Bruto družbeni proizvod se je od leta 1950 povečal za osemkrat. Združeni narodi napovedujejo dodatno šestkratno povečanje do leta 2050. Svetovni sklad za naravo (angl. *World Wide Fund for Nature*) ocenjuje, da trenutno število ljudi na planetu že presega njegove zmožnosti glede porabe naravnih virov za 20%. Naraščanje števila prebivalstva ter vedno večja ekonomska aktivnost in urbanizacija naravnega okolja povzročajo vedno večji pritisk na omejene naravne vire. Na Kitajskem naj bi se npr. v naslednjih 15. letih iz ruralnega v urbano okolje preselilo 300 milijonov ljudi. Poleg številnih okoljskih dejavnikov, ki jih bo taka migracija povzročila, naj bi vsak od teh migrantov v svojem novem urbanem okolju porabil trikrat več energije kot je porabi sedaj. Glede na to, da delež porabe energijskih virov na Kitajskem v deležu bruto domačega proizvoda že danes predstavlja devetkrat večjo vrednost kot npr. na Japonskem, so posledice take migracije v urbana okolja nepredstavljljive (Kiernan, 2009).

Po drugi strani pa lahko tako povečanje prebivalstva, ki je nezadržno, ob upoštevanju okoljskih dejavnikov in trajnostnega razvoja predstavlja za vlagatelje in druge gospodarske subjekte določene poslovne priložnosti. Npr. države BRIC in t.i. države N-11 (Bangladeš, Egipt, Indonezija, Iran, Mehika, Nigerija, Pakistan, Filipini, Južna Koreja, Turčija in Vietnam) postajajo zelo dinamična in atraktivna poslovna okolja. V državah, kjer se večja delež starejšega prebivalstva, se odpirajo možnosti na področju produktov in storitev, ki promovirajo zdrav način življenja. Množične investicije se pričakujejo pri izgradnji urbane infrastrukture, kot so ceste, javni prevoz, uporaba odpadne vode, izobraževanje in zdravstvena nega. Populacija z dna družbene piramide oziroma najrevnejše socialno ekonomske skupine ljudi predstavlja 4 milijarde svetovne populacije v razvijajočih se deželah s povprečnim letnim dohodkom v višini 1500 ameriških dolarjev, kar je zelo velik podjetniški potencial in tudi velikanska baza potencialnih potrošnikov produktov in storitev (Kiernan, 2009).

### **3.2 Revščina in socialna neenakost**

15% svetovne populacije živi v veliki revščini. Najpremožnejših 10% svetovnega prebivalstva prejme 48% prihodkov celotnega prebivalstva, najrevnejših 10% samo 1,6%. 20% svetovnega prebivalstva porabi 86% proizvodov na svetovni ravni, ostalih 80% pa le 14%. 200 najpremožnejših posameznikov ima več premoženja kakor preostalih 4,5 milijarde najmanj premožnih. Če bosta revščina in socialna neenakost ostala na enaki ravni ali se celo

povečevala, obstaja velika nevarnost, da bodo tudi obstoječe poslovne priložnosti ogrožene, s čimer se povečuje verjetnost razpada obstoječega poslovnega in družbenega sistema. Nadaljevanje revščine preprečuje milijardam ljudi, da postanejo produktivni tvorci potrošniških dobrin in tudi potrošniki tako ustvarjenih dobrin (Kiernan, 2009).

Populacija z dna družbene piramide (Kiernan, 2009) predstavlja neizmeren potencial in bazo potencialnih potrošnikov dobrin. Investicijske priložnosti za te ljudi so lahko naslednje:

- Finančne in zavarovalniške storitve (mikro krediti, mikro zavarovanja),
- Telekomunikacijske storitve,
- Trajnostna gradnja hiš,
- Potrošniške dobrine in storitve.

### **3.3 Podnebne spremembe in energija**

Svetovna industrijska proizvodnja, ki sloni na izrabi fosilnih goriv, vsako leto v ozračje spusti 17 milijard ton ogljikovega dioksida, ki tam ostane od 70 do 100 let. Od 12 najtoplejših let od leta 1850 je 11 zabeleženih v obdobju zadnjih 12 let. Znanstveniki beležijo porast povprečne temperature na planetu za 0,7 stopinje Celzija v zadnjem stoletju. V določenih predelih planeta je ta porast izrazitejša. Napoved znanstvene srenje je, da bo porast povprečne temperature za 2 stopinji Celzija povzročila neslutene posledice za okolje in prebivalce planeta. Porast industrijske proizvodnje, ki bi temeljila na nezmanjšani izrabi fosilnih goriv, bi do leta 2050 povzročila zvišanje koncentracije atmosferskega ogljikovega dioksida iz 380 delcev na milijon (angl. *parts per milion*), na 560 delcev na milijon. V predindustrijski dobi je bila ta vrednost okoli 315 delcev na milijon. Znanstveniki ocenjujejo, da je zgornja mejna vrednost koncentracije atmosferskega ogljikovega dioksida, ki je še dopustna, enaka vrednosti 450 ppm (Kiernan, 2009).

V zadnjem času smo priča izrazitemu povečanju ekstremnih vremenskih pojavov, kot so orkani, poplave, vročinski vali, zemeljski plazovi. Vročinski val je poleti leta 2005 povzročil smrt 30.000 Evropejcev, poplave v Burmi pa so leta 2008 zahtevale 133.000 žrtev. Ledeniki se pospešeno talijo npr. ledenik na gori Kilimanjaro je izgubil 80% svoje velikosti. Reke in jezera se precej bolj zgodaj odtalijo, v nekaterih primerih sploh ne zamrznejo več. Zaradi podnebnih sprememb se v določenih pokrajinah pojavljajo neznačilne rastlinske vrste, opazna je selitev živali na območja, kjer prej niso bila prisotna, kar ponekod drastično vpliva na ravnovesje v naravi, nalezljive bolezni se pojavljajo na območjih, kjer prej niso bile prisotne (npr. malarija). Spremembe morskih tokov, gladine morja, nenadzorovan posek gozdov imajo velik vpliv na različne gospodarske panoge (Kiernan, 2009).

Gospodarske panoge kot so poljedelstvo, lesna industrija, turizem so življenjsko odvisne od posameznih lokacij, kjer so prisotne. Turizem je neposredno odvisen od neokrnjenih plaž in koralnih grebenov, od debeline snežne odeje v smučarskih središčih itd. Energijska podjetja v panogah, ki so povezana s pridobivanjem energije iz nafte in plina, rudarska in kemična industrija s svojim delovanjem povzročata večji ogljični odtis od konkurenčnih podjetij, ki za

pridobivanje energije uporabljajo alternativne vire energije, bo soočena z večjimi potencialnimi stroški zaradi strožje regulacijske zakonodaje in pa tveganju, da bodo delničarji umikali svoje vloške iz takih panog in jih usmerjali v druge, kjer bo njihovo premoženje naloženo v bolj trajnostne projekte. Zavarovalnice in pozavarovalnice se soočajo z velikimi izgubami zaradi ekstremnih vremenskih pojavov, ki povzročajo velikanske škode, in sicer v desetkrat večjem obsegu kot leta 1950 (Kiernan, 2009).

Zaradi vsega naštetega bodo zelo atraktivne naložbe v podjetja, katerih pridobivanje energije bo temeljilo na alternativnih virih energije, kot so sončna energija, veter, geotermalna energija in biogorivo. Veliko podjetij se je že zavezalo, da bo za svoje delovanje uporabljalo zelene vire energije, v nekaterih primerih je njihova ciljna vrednost postavljena tudi na vrednost 100%. Podjetja v različnih gospodarskih panogah, ki bodo energijsko učinkovita in imela majhen ali ničelni ogljični odtis, bodo uživala veliko primerjalno prednost pred konkurenti, ki ne bodo ubrali te poti in bodo zato neprimerno bolj zanimiva za investitorje (Kiernan, 2009).

### **3.4 Človekove pravice**

V nekaj preteklih desetletjih pa do danes je bilo v oboroženih spopadih ubitih 2 milijona otrok, 4-5 milijonov jih je postalo invalidnih, 12 milijonov jih je ostalo brez doma in več kot milijon jih je bilo ločenih od svojih staršev. Po nekaterih ocenah je na svetu okoli 250 milijonov otrok, ki so prisiljeni delati za preživetje, še posebej v državah v razvoju, in sicer 153 milijonov v Aziji in 80 milijonov v Afriki (Kiernan, 2009).

Kar 41% vseh otrok, mlajših od 14 let, ki so vpleteni v otroško delo, živi v podsaharski Afriki. Ker starši zaradi revščine ne zmorejo preživeti vseh svojih otrok, so tako otroci prisiljeni poskrbeti sami zase že zelo zgodaj. Delajo v slabih razmerah, njihov delovnik traja več kot 12 ur, za to/za kar pa dobijo zelo majhno plačilo. 75% beguncev, ki so morali zaradi različnih vzrokov zbežati od doma, predstavljajo matere z otroki, mlajšimi od 16 let. V zadnjem desetletju se je oboroženim vojaškim enotam pridružilo 300.000 otrok (Kiernan, 2009).

V zadnjem času se pojavlja veliko iniciativ, ki nasprotujejo otroškemu delu. Investitorji postajajo vse bolj pozorni na socialni kapital podjetij. Zloraba človekovih pravic tako pri podjetjih povzroča upad ugleda in blagovne znamke, večajo se protesti potrošnikov, hkrati pa investitorji umikajo svoje premoženje iz podjetij, ki kršijo osnovne človekove pravice oziroma ne kažejo znakov, da jih bodo v prihodnje odpravila (Kiernan, 2009).

### **3.5 Pomanjkanje vode in ohranjanje kvalitete voda**

1% do 1,5% svetovnih vodnih zalog je primernih za človeštvo, preostali del predstavlja slano vodo oziroma morje. Največji vpliv na nekontrolirano porabo vodnih zalog predstavlja nenehna rast prebivalstva, naraščajoče intenzivno poljedelstvo, naraščajoča in kompleksnejša industrijska proizvodnja ter klimatske spremembe. Svetovno povpraševanje

po vodnih virih se je od leta 1900 pa do 1995 povečalo za šestkrat, medtem ko se je število prebivalstva v istem obdobju povečalo le za trikrat. Onesnaženje vodnih virov neposredno prizadeva 3,3 milijarde svetovne populacije, medtem ko 1 milijarda svetovnega prebivalstva živi v pomanjkanju čiste pitne vode. Pomanjkanje čiste pitne vode je že danes zelo prisotno na nekaterih območjih kot so North China Plain na severu Kitajske, pokrajini Sahel in Horn v Afriki, severna Indija, Murray-Darling Basin v Avstraliji, jugozahod Združenih držav Amerike itd. Za proizvodnjo enega polprevodnika je potrebnih 11.300 litrov vode, 230.000 litrov za proizvodnjo 1 tone železa, 147.000 litrov za proizvodnjo enega samega avtomobila. Do leta 2025 bo 1,8 milijarde svetovnega prebivalstva podvrženo popolnemu pomanjkanju čiste pitne vode, tako za osebne potrebe kakor za potrebe industrije. V razvijajočih se gospodarstvih se 95% odpadnih voda iz gospodinjstev in 70% industrijskih odpadnih voda neprečiščenih izliva neposredno v reke, jezera in morja (Kiernan, 2009).

Zaradi sušnih obdobj in pomanjkanja vode je veliko področij postalo neprimernih za poljedelstvo. Pomanjkanje vode vodi v nasilne politične in družbene konflikte, kot npr. v Darfurju, Sudanu in Somaliji. Na Kitajskem je v zadnjih šestih letih upadla pridelava žitaric v obsegu, ki je enak celotni pridelavi žitaric v Kanadi (Kiernan, 2009).

Podjetja v poljedelstvu, proizvodnji polprevodnikov, pridelavi živil in druge bodo deležna izjemnega ekonomskega pritiska na področjih s pomanjkanjem vode. V Indiji je bila npr. polnilnica Coca Cola 2 leti zaprta zaradi prekomerne porabe vode. Pomembnost, ki jo danes podjetje Coca Cola daje vodi kot naravnemu viru, se kaže v imenovanju novega člana uprave za področje okolja in vodo (angl. *Vice-President of Environment and Water*) (Kiernan, 2009).

### **3.6 Onesnaženost zraka**

29% svetovnih mest se sooča z višjimi izmerjenimi vrednostmi žveplovega dioksida v zraku in 71% s prekomernimi vsebnostmi dušikovega dioksida v zraku, kot to dopuščajo pravila Svetovne zdravstvene organizacije (angl. *World Health Organization*). Države v razvoju še z večjo težavo izpolnjujejo kriterije Svetovne zdravstvene organizacije. Več kot 80% mest na Kitajskem ima višje vrednosti žveplovega dioksida in dušikovega dioksida v zraku od dovoljenih. Približno polovica vseh kitajskih mest ima preseženo vsebnost žveplovega dioksida v ozračju za faktor 2 nad mejo, ki jo dovoljujejo standardi Svetovne zdravstvene organizacije. V zadnjih dveh desetletjih je prekomerna uporaba fosilnih goriv za ogrevanje ob povečani gospodarski rasti povzročila tako debelino smoga v mestih na Kitajskem, da se je osončenost zemeljske površine v mestih zmanjšala za 10 do 15% (Kiernan, 2009).

Študija Svetovne banke (angl. *World Bank*) iz leta 2000 napoveduje, da bo v obdobju od leta 2001 pa do 2020 zaradi onesnaženosti zraka v povprečju vsako leto prezgodaj umrlo 1,8 milijona svetovnega prebivalstva. 137,2 milijona ameriških prebivalcev, od tega 29,8 milijona otrok pod 14 let, ki trpijo za napadi astme je potencialno izpostavljenih povečanim koncentracijam smoga. Ocenjeni letni strošek za ohranjanje zdravja ameriškega prebivalstva

zaradi povečane onesnaženosti zraka znaša od 14 do 55 milijard ameriških dolarjev. Na svetovnem nivoju velja ocena, da vsako leto umre 200.000 do 570.000 ljudi zaradi prevelikega onesnaženja zraka. Študija evropskega kmetijstva iz leta 2002 ocenjuje, da je letna škoda evropskih kmetovalcev zaradi povečanega ozona v ozračju več kot 6 milijard evrov (Kiernan, 2009).

Onesnaženje zraka povzroča tudi povečano tveganje za investitorje. Višji stroški za vzdrževanje zdravja zaposlenih namreč vodijo v nižanje dobičkov in večje davke podjetij. V Združenih državah Amerike so se stroški za zdravljenje zaposlenih povečali za 250% od leta 2000. Nižja produktivnost zaposlenih zaradi slabe kakovosti ozračja predstavlja velik zalogaj za podjetja, hkrati pa povečano tveganje za investitorje, ki vlagajo svoje premoženje v taka podjetja. Investitorji, ki vlagajo v načelu s trajnostnim razvojem, bodo med drugim pazljivo pregledali programe podjetij za vzdrževanje zdravja svojih zaposlenih, preden bodo ta podjetja vključili v svoj naložbeni portfelj (Kiernan, 2009).

EU je oblikovala največji sistem za trgovanje s pravicami do emisije toplogrednih plinov (angl. *The EU Emissions Trading System - EU ETS*), da bi pripomogla k zmanjšanju izpustov na kar najbolj stroškovno učinkovit način. Sistem »omeji in trguj« omejuje izpuste približno 11.000 največjih onesnaževalcev v elektrogospodarstvu in drugih energijsko intenzivnih industrijskih sektorjih v 27 državah članicah EU ter na Islandiji, v Lihtenštajnu in na Norveškem. Ti obrati, ki proizvedejo približno 40% skupnih izpustov toplogrednih plinov v EU, prejmejo pravice za izpust določene količine toplogrednih plinov vsako leto. Obrati z manjšimi izpusti lahko prodajo svoje presežke pravic. Subjekti, ki pričakujejo večje izpuste, kot jih pokrivajo njihove pravice, lahko vlagajo v ukrepe ali tehnologije za zmanjšanje svojih izpustov ali kupijo dodatne pravice na trgu za pokrivanje dela ali vsega svojega presežka. Ta možnost trgovanja v okviru skupne »zgornje meje« izpustov omogoča prilagodljivost, ki zagotavlja, da so izpusti zmanjšani tam, kjer je to najceneje in naložbe usmerjene tja, kjer je prihranek največji. Zgornja meja skupnih izpustov se sčasoma zmanjšuje. Trenutno je za približno 6,5% nižja od ravni iz leta 2005, do leta 2020 pa bo nižja za 21%. Od leta 2012 bodo v sistem EU ETS vključeni izpusti poletov do letališč EU in z njih. Leta 2013 bo začela veljati reforma sistema EU ETS, s katero bo sistem okrepljen in učinkovitejši. Podjetja bodo morala vedno večje deleže svojih pravic za izpuste kupovati na dražbah, namesto da bi jih kot zdaj dobila brezplačno (European Commission, 2012).

Globalni trg »čistih tehnologij« je bil leta 2007 ocenjen na vrednost 280 milijard ameriških dolarjev, kar je predstavljalo trikratno vrednost izpred dveh let. Pričakovana rast v naslednjih desetih letih je na vrednost okoli 1.300 milijard ameriških dolarjev. V letu 2004 je bila vrednost dobičkov na trgu produktov in storitev, namenjenih kontroli kvalitete in onesnaženosti ozračja, ocenjena na 3,2 milijarde ameriških dolarjev. Velja ocena, da se bodo dobički iz tega naslova povečali na 21 milijard ameriških dolarjev do leta 2015, od tega bo dobava kontrolnih sistemov predstavljala 3 milijarde, dobava produktov 11 milijard in storitve 7 milijard ameriških dolarjev (Kiernan, 2009).

### **3.7 Zdravje človeštva**

V nekaterih predelih sveta v razvoju je veliko podhranjenosti med najrevnejšim prebivalstvom in visoka stopnja umrljivosti otrok. Pogosti sta tudi kolera in otroška diareja. V letu 2007 je bilo z virusom HIV okuženih 33,2 milijona ljudi, leta 2008 jih je za AIDS-om umrlo okoli 2,2 milijona. Od leta 1970 je za AIDS-om umrlo približno 35 milijonov ljudi. Zaradi klimatskih sprememb se je malarija pojavila na območjih, kjer je prej nikoli ni bilo. Malarija povzroči smrt 3 milijonov ljudi vsako leto, omar otrok iz Afrike. V razvijajočih se državah je dostop do primerne zdravniške oskrbe omejen. Ponovno se pojavljajo bolezni kot je npr. tuberkuloza, ki je bila že nadzorovana (Kiernan, 2009).

Očitno je, da brez zdrave populacije ni možno govoriti o ekonomski produktivnosti. Podjetjem, ki imajo svoje sedeže ali poslovne dejavnosti v deželah v razvoju, je v interesu, da del svojih prihodkov namenjajo ohranjanju zdravja prebivalstva, kjer delujejo, četudi njihov prispevek nima direktne koristi oziroma ne predstavlja dobičkonosnega vložka (npr. subvencionirana ali celo brezplačna zdravila).

V razvitih deželah so ravno nasprotno kot v deželah v razvoju prisotne bolezni preobilja, kot so debelost, bolezni srca in ožilja, sladkorna bolezen. Majhna prehrabna vrednost živil, ki je plod množične in hitre pridelave hrane, vodi v pomanjkanje rudnin in vitaminov v človeškem telesu itn. Investitorjem se na ta način ponuja obilica možnosti za naložbe v podjetja, ki se ukvarjajo s produkti in storitvami, ki promovirajo in zagotavljajo zdrav način življenja. Velik komercialni uspeh podjetja Whole Foods Market, Inc. je samo še nov dokaz, da se tržišče zdravega in trajnostnega načina življenja izredno hitro razvija.

Skovanka LOHAS (*ang. Lifestyles of Health and Sustainability*) označuje produkte in storitve, ki promovirajo in zagotavljajo zdrav in trajnostni način življenja v skladu z varovanjem in ohranjanjem okolja in upoštevajo socialno pravičnost. Inštitut The Natural Marketing Institute ocenjuje tržno vrednost LOHAS produktov in storitev v Ameriki na 290 milijard ameriških dolarjev. Približno 13% do 19% odraslih Američanov se prišteva med LOHAS potrošnike, kar predstavlja skoraj 41 milijonov odraslih Američanov (LOHAS Forum, 2012).

### **3.8 Odpadki in ravnanje z njimi**

Vsak prebivalec Združenih držav Amerike v povprečju proizvede 700 kg odpadkov letno. Blizu 30% vseh odpadkov v Združenih državah Amerike predstavlja kartonska embalaža. Samo ena desetina teh odpadkov se ponovno uporabi z reciklažo. 6 milijonov ton odpadkov se letno odvrže v morja po vsem svetu (ocena iz leta 1992). EU proizvede 1,3 milijarde odpadkov letno, kar predstavlja v povprečju 500 kg na prebivalca. Okvirno 40 do 45 milijonov ton teh odpadkov je izredno nevarnih in strupenih za okolje (Kiernan, 2009).

V urbanih področjih zmanjkuje prostora za smetišča oziroma deponije. Novih zemljišč za deponije ni na voljo, ker so zemljišča ob visoki rasti cen bolj zanimiva za druge naložbe,



hkrati pa prebivalci nasprotujejo vsakršni postavitvi novih deponij v njihovem okolju. Pri razgradnji odpadkov v deponijah se ustvarja metan, ki je zelo škodljiv vegetaciji, hkrati pa povečuje količino toplogrednega plina in s tem učinek tople grede. Metan, ki nastaja v deponijah, trenutno predstavlja 4% vseh izpustov toplogrednih plinov, kar še ne predstavlja kritične vrednosti. Veliko bolj pa je nevarno pronicanje odpadne vode iz deponij v zemeljska tla in kontaminacija podtalne vode. Peking, kot primer izredno hitro razvijajočega se mesta, se sooča z izjemnim porastom prebivalstva in s tem povezanim problemom ravnanja z odpadki, ki jih ta populacija proizvaja (Kiernan, 2009).

Investitorji, ki upoštevajo trajnostni razvoj, bodo vedno bolj pozorni na delež proizvedenih odpadkov podjetij glede na prihodek ali dobiček. Podjetja, ki ne bodo dosegala predvidenih standardov oziroma ne bodo ekološko učinkovita, bodo za take investitorje neprivlačna.

Po drugi strani se pojavljajo tudi priložnosti kot npr. toplotne na biomaso, ki postajajo vse bolj perspektivne naložbe. Trg pridobivanja energije iz odpadkov naj bi v Evropi rasel še naslednjih 10 let. Kapaciteta toplarn na biomaso naj bi se povzpela na 13 milijonov ton. Skoraj 100 novih toplarn na biomaso je pričelo obratovati do leta 2012. Vlade in javne agencije pripravljajo subvencije za take investitorje z namenom vzpodbujanja prehoda na nove vire pridobivanja energije in opuščanja konvencionalnih virov pridobivanja energije (premog, les). Vse bolj so tudi popularni sistemi za pridobivanje plina iz smetišč (Kiernan, 2009).

Najuspešnejše države članice EU reciklirajo tudi do 70% odpadkov in ne zavržejo praktično ničesar, medtem ko v drugih več kot tri četrtine odpadkov še vedno konča na odlagališčih. Eurostat je leta 2012 objavil poročilo (Eurostat Press Office, 2012), ki kaže, da je najuspešnejših šest držav članic – to so Belgija, Danska, Nemčija, Avstrija, Švedska in Nizozemska – na odlagališča odvrglo manj kot 3% svojih komunalnih odpadkov. Po drugi strani pa v devetih državah članicah več kot 75% odpadkov še vedno konča na odlagališčih. S kombinacijo različnih gospodarskih instrumentov je najuspešnejšim državam članicam odpadke iz problema uspelo spremeniti v vir. Mešanica obdavčitev in prepovedi odlaganja in sežiganja, programov za spodbujanje odgovornosti proizvajalcev ter sistemov »plačaj, ko odvržeš«, se je izkazala za najučinkovitejše orodje za preusmeritev tokov odpadkov v bolj trajnostno smer.

Opadki so tudi dobra poslovna priložnost. Evropska komisija spodbuja države članice k učinkovitejšemu izvajanju obstoječe zakonodaje s področja odpadkov. Sektor za ravnanje z odpadki in njihovo recikliranje v EU je leta 2008 ustvaril 145 milijard evrov prihodkov in zaposloval približno 2 milijona ljudi. Ob doslednem izvajanju politike EU o odpadkih bi lahko v EU ustvarili še dodatnih 400.000 delovnih mest in nadaljnjih 42 milijard evrov prihodkov (Evropska komisija, 2012).

### 3.9 Opustošenost in izguba rodovitne zemlje

V zadnjih 50 letih se je močno povečala degradacija obdelovalnih površin in obsega že 25% vseh potencialnih obdelovalnih površin. Zaradi degradacije tal, kar je posledica človeka in njegovih dejavnosti, se je rodovitnost močno zmanjšala, za približno 16% v razvijajočih se državah, še posebej v Afriki in centralni Ameriki. Skoraj 75% vseh obdelovalnih površin v centralni Ameriki je močno ogroženih, 20% v Afriki in 11% v Aziji. Poglavitni razlogi za degradacijo tal so erozija, zmanjševanje vsebnosti organskih snovi, onesnaženje tal, izguba tal zaradi pozidave, zbitost tal, zmanjševanje biotske raznovrstnosti, poplave in plazovi ter zasoljevanje oziroma kopičenje soli v tleh. Po nekaterih ocenah vsako leto izgine od 5 do 12 milijonov hektarjev obdelovalnih površin. Upoštevajoč sedanji nivo izginjanja obdelovalne zemlje naj bi do leta 2020 150 do 360 milijonov hektarjev obdelovalnih površin dodatno izgubilo sposobnost rodovitnosti (Kiernan, 2009).

Manj rodovitna tla bodo imela za posledico višje finančne vložke za pridelovalce hrane, to pa bo vodilo v višje cene hrane, ki je že danes težko dostopna precejšnjemu delu svetovnega prebivalstva. Vse naštetu bo prisililo podjetja za pridelavo hrane, k bolj trajnostnim načinom pridelave hrane z upoštevanjem biološke raznolikosti in ne bodo pustošila zemlje, ki je že tako ali tako ogrožena zaradi drugih dejavnikov, na katere pridelovalci nimajo neposrednega vpliva. Hkrati pa bo večji poudarek na lokalni pridelavi in potrošnji hrane s čim manjšimi obremenitvami okolja.

### 3.10 Zmanjševanje gozdnih površin

Vsako leto izgine 28.000 km<sup>2</sup> gozdnih površin zaradi poseke. Ob sedanjem trendu poseke se bodo gozdne površine na našem planetu do leta 2020 zmanjšale za 6%. Od leta 1990 je izginilo gozdno področje v skupni velikosti držav Teksas, Kalifornija in New York ali v velikosti Španije in Francije. V državah, ki so vključene v Organizacijo za gospodarsko sodelovanje in razvoj - OECD (angl. *Organization for Economic Cooperation and Development*), ki združuje 34 gospodarsko najrazvitejših držav, so bili izvedeni poseki avtohtonih gozdnih vrst in posejani umetni nasadi (monokulture), ki pa za svojo rast in preživetje potrebujejo gnojila in pesticide. Kljub temu, da se gozdne površine v teh državah zaradi tega niso bistveno zmanjšale, pa se je zaradi monokulturne pridelave lesa občutno zmanjšala kvaliteta lesa. Kisel dež (kisle padavine, ki jih povzročajo predvsem emisije žveplovega dioksida in dušikovih oksidov v atmosferi) ima zelo uničujoče posledice za gozdove. Ta problem se je v Severni Evropi in Severni Ameriki zadnje čase precej zmanjšal, medtem ko se je zaradi povečane onesnaženosti ozračja ta problem zelo povečal na nekaterih območjih v Aziji (Kiernan, 2009).

Zmanjševanje kvalitete lesne biomase neposredno vpliva na določene gospodarske panoge, kot so lesno predelovalna industrija in industrija celuloze in papirja (npr. International Paper in Boise Cascade). Gospodarske družbe, ki od teh družb kupujejo les in surovine iz lesa, so že mnogokrat bojkotirale netrajnostne prakse, ki se jih ta podjetja poslužujejo pri

pridobivanju in predelavi lesa. Te družbe prihajajo iz neprofitnega in nevladnega sektorja kot je Forest Ethics in gospodarskega sektorja kot so Walmart, Kinkos, in Limited Brands. Limited Brands, z 2.600 prodajalnami v Združenih državah Amerike in še dodatnih 680 drugod po svetu, ki samo v Združenih državah Amerike zaposluje 90.000 tisoč ljudi, in z letno prodajo v višini 10,4 milijarde ameriških dolarjev v letu 2011 (Limited Brands, 2012), ima s svojimi zavezami k trajnostnemu razvoju nedvomno velik vpliv na svoje dobavitelje. Neodvisna raziskava družbe PricewaterhouseCoopers je potrdila, da je imelo 88% papirja, ki ga je družba Limited Brands kupila za prodajne kataloge Victoria's Secret, ki je njihov edini papirnati vir informacij o produktih podjetja poleg spletnih portalov, certifikat FSC (*angl. Forest Stewardship Council*). To in tudi druge trajnostne zaveze družbe (npr. Limited Brands je 26.1.2012 postala pridružen partner foruma Business for Innovative Climate & Energy Policy) dokazujejo, da je družba Limited Brands strogo zavezana principom družbene odgovornosti, s čimer seveda v veliki meri vpliva na celotno verigo dobaviteljev, ki s svojimi vhodnimi surovinami sodelujejo pri snovanju produktov za končne potrošnike (Limited Brands, 2011).

Po drugi strani pa lesna biomasa postaja dragocen naložbeni vir (*angl. Timberland Investment*) za investitorje, ki želijo razpršiti svoje naložbe. Lesna biomasa, ki vključuje drevesne farme (*angl. Tree Farms*) in gospodarjenje z gozdovi (*angl. Managed Natural Forests*), je za naložbenike zanimiv naložbeni vir, ker finančni prihodki iz teh naložb ne sovpadajo z gibanjem z delniških in obvezniških trgov. Na ta način investitorji zmanjšajo stopnjo tveganja svojih naložb. Po drugi strani naložbe v lesno biomaso prinašajo relativno visoke donose glede na tveganje, ki ga nosijo. Tveganje seveda ni zanemarljivo in je odvisno npr. od visokih cen lesa, ki lahko znižajo dobičke, ter seveda od naravnih katastrof (požar, poplave itd.), saj lahko prizadenejo območja z drevesnimi nasadi, ki so predmet omenjenih naložb. Veliko upravljavcev premoženja, kot so Hancock Timber Response Group, Brookfield Asset Management, Citigroup in UBS Timber Investments, so na tem področju zelo aktivni. Dansko investicijsko podjetje Greenwood Management ApS je npr. prvo tako podjetje v Evropi, ki ponuja neposredne naložbe (*angl. Direct Ownership*) v plantaže evkaliptusa tudi za majhne investitorje, in sicer v višini 10.000 evrov. Vloga pa v investicijske projekte v Bahii v Braziliji in v New Brunswicku v Kanadi, kjer ima tudi svoji podružnici. Finančni prihodki so precej stabilni in so odvisni od naravnega prirastka lesne biomase oziroma od njene prodaje. Podjetje obljublja letni donos od 8% do 14% v obdobju 6 let. (Greenwood Management, 2012).

### **3.11 Zmanjševanje biotske raznovrstnosti**

Biotska raznovrstnost pomeni raznolikost živih organizmov iz vseh virov, ki zajemajo med drugim kopenske, morske in druge vodne ekosisteme ter ekološke komplekse, katerih del so. Pojem biotska raznovrstnost obsega bogastvo celotne biosfere (vseh življenjskih oblik), ki izraža in vzdržuje variabilnost živega sveta na več ravneh: genska raznovrstnost organizmov, različnost živih bitij in raznovrstnost sistemov, ki jih organizmi sestavljajo. S stališča obstoja človeške vrste je biotska raznovrstnost najpomembnejša, a tudi najmanj

cenjena dobrina (Agencija republike Slovenije za okolje, 2012). Današnja biotska raznovrstnost je odsev več milijonov let razvoja različnih življenjskih oblik. Po podatkih Mednarodne zveze za ohranitev narave (angl. *International Union for Conservation of Nature*) okoli 18.788 vrstam od 52.017 grozi izumrtje. Stopnja izumiranja je od 1.000 do 10.000 krat večja od naravnega povprečja, ki ga ocenjujejo na 2 do 3 vrste na leto, zato lahko govorimo o množičnem izumiranju, katerega glavni vzrok je človek. 70% koralnim grebenom, ki nudijo prehrambeno preskrbo, delovna mesta, pogoje za turizem in rekreacijo 500 milijonom ljudem po vsem svetu, prav tako grozi izginotje. Poleg hitre demografske rasti človeške populacije, ki za obstoj, delovanje in rast potrebuje vse več dobrin, povzroča nazadovanje drugih vrst predvsem neenakomerna in čezmerna poraba naravnih virov in energije. Globalno poseganje v biosfero ima za posledico degradacijo in popolno uničenje ekosistemov velikih razsežnosti (International Union for Conservation of Nature, 2012).

Poročilo Living Planet Report iz leta 2010 (World Wildlife Fund, 2012) navaja, da se je biotska raznovrstnost od leta 1970 pa do 2007 zmanjšala za 30%, v tropskih predelih planeta celo za 60%. Potreba po naravnih virih se je od leta 1966 povečala za več kot dvakrat. Za življenje že danes potrebujemo vire 1,5 planeta, kar pomeni, da porabljamo 1,5 več naravnih virov kot je vzdržno. Čez 20 let pa bomo za zadovoljevanje naših nenehno rastočih potreb in želja potrebovali že vire 2 planetov. Ker samo jemljemo in nikoli ne dajemo nazaj, povzročamo težko popravljive učinke podnebnih sprememb.

V porastu so nove gospodarske panoge in investicijski modeli, ki upoštevajo biotsko raznovrstnost in ohranitev občutljivih ekosistemov. Ekoturizem je primer take nove panoge. Mednarodna zveza za ekoturizem (angl. *The International Ecotourism Society*) ga opredeljuje kot potovanja v naravna območja oziroma obliko turizma, ki odgovorno varuje naravo in spodbuja blaginjo lokalnega prebivalstva (The International Ecotourism Society, 2012). Gre za potovanja v neokrnjena naravna območja, ki naj bi jih obiskovalci s svojim odgovornim ravnanjem, torej z neagresivnim poseganjem v naravo, takšna tudi ohranjali. Ekoturizem raje kot na količino turistov prisega na kvaliteto. Poleg tega da ozavešča popotnika o okoljskih problemih, ekoturizem krepi gospodarski razvoj lokalnih skupnosti. V zadnjem desetletju je ekoturizem kot gospodarska panoga imel 4 do 7% rast. V letu 2007 je že dosegel 7% delež celotega turističnega deleža.

Podobno kot EU ETS nastajajo novi sistemi, ki naj bi pripomogli k zmanjšanju izrabe naravnih virov. V Združenih državah Amerike so npr. vzniknili sistemi Wetland Mitigation Banking, Biodiversity Banking itd. Koncept omogoča vnaprejšnje plačilo za škodo povzročeno z določenim posegom v naravni ekosistem (npr. gradnja pristanišč, avtocest, raziskave najdišč nafte, plina, mineralnih rud in vzpostavitev črpališč, vzpostavitev agrikulturnih nasadov, gradnja urbanih naselij itd.) z ustanovitvijo instrumenta »Mitigation« banke. Za ocenjeno škodo, ki jo bo nek poseg v naravi povzročil, ali glede na primerljivo velikost in vrednost ekosistema, ki bo s posegom degradiran, se vzpostavi projekt ohranitve ali vzpostavitve in zaščite novega ekosistema. Investitor je na ta način primoran kupiti kredit

pri tako vzpostavljeni »Mitigation« banki, kjer se vložena sredstva porabijo za vzpostavitev in ohranitev drugih primerljivih naravnih ekosistemov. Na ta način se prek tržnega instrumenta ohranja biotska raznovrstnost. Prednost takšnega načina je v tem, da je kredit za ohranjanje naravnih ekosistemov plačan vnaprej, še preden se poseg v določeno naravno okolje sploh prične. »Mitigation« banke, ki se na ta način vzpostavijo, lahko pripravijo nove projekte ohranitve naravnih ekosistemov precej bolj učinkovito in ceneje, ker lahko upravljajo z množico manjših zemljišč v primerjavi z lastniki velikih zemljišč. Vzdrževanje velikih naravnih površin je precej kompleksno in drago. Strošek vzpostavitve takega tržnega instrumenta pa je precej manjši (Institute for Water Resources, 2012).

## **4 INICIATIVE IN ZDRUŽENJA KOT PROMOTORJI DRUŽBENO ODGOVORNEGA INVESTIRANJA**

Investicijska skupnost, ki vključuje različne finančne institucije, kot so komercialne banke, investicijske banke, zavarovalnice, upravjalce premoženja in finančne svetovalne družbe, se združuje v iniciative in združenja s ciljem upoštevanja okoljskih in družbenih vidikov pri svojih naložbenih aktivnostih in promocije družbeno odgovornega investiranja.

### **4.1 Eurosif**

Eurosif je evropska neprofitna institucija, ki se ukvarja s področjem družbeno odgovornih investicij. Je panevropska zveza interesnih skupin, katerih cilj je promocija družbeno odgovornega investiranja in trajnostnega razvoja na evropskem finančnem trgu. Pet nacionalnih investicijskih forumov oziroma institucij, katerih cilj je promocija družbeno odgovornega investiranja na lokalnem območju (francoski, nemški, italijanski, nizozemski in britanski) je ustanovilo Eurosif, kasneje pa so se mu pridružili še belgijski, španski in švedski. Člani Eurosifa so institucionalni vlagatelji, ponudniki finančnih storitev, raziskovalne inštitucije, trgovinske zbornice in nevladne organizacije, ki upravljajo 1 milijardo evrov premoženja, ki izpolnjuje kriterije družbeno odgovornih naložb. Eurosif (2011) se osredotoča na štiri poglobljena področja delovanja:

#### **Lobiranje v EU**

Eurosif predstavlja naložbeno skupnost v odnosu do evropskih izvršnih in zakonodajnih institucij, kot sta Evropska komisija in Evropski parlament.

#### **Raziskave**

Vodi raziskave glede zakonodaje in politik družbeno odgovornega investiranja in sodeluje pri praktičnem uvajanju okoljskih, družbenih in upravljaljskih meril v strategije finančnih institucij.

## **Informiranje**

Informira in izobražuje zainteresirano javnost glede družbeno odgovornega in trajnostnega investiranja.

## **Mreženje**

Mreženje (angl. *Networking*) širi svoj vpliv tudi zunaj evropskih meja, podpira obstoječe evropske trajnostne investicijske forume oziroma institucije (angl. *Sustainable Investment Forum*) in vzpodbuja ustanavljanje novih.

## **4.2 Finančna pobuda United Nations Environment Programme Finance Initiative**

V mnogih pogledih velja UNEPFI za združenje, ki je pripomoglo k revolucionarnemu razvoju trajnostnega investiranja. Danes UNEPFI predstavlja dinamičen povezovalni člen Programa Združenih narodov za okolje (angl. *United Nations Environment Programme*) in skoraj 180 finančnih institucij iz 40 držav, ki vključujejo komercialne in investicijske banke, zavarovalnice, upravljavce premoženja in finančne svetovalne družbe. Iniciativa UNEP-FI je bila prva zveza, ki je združevala investitorje s ciljem upoštevanja okoljskih in družbenih vidikov pri naložbenih aktivnostih, zato velja za začetnico uvedbe trajnostnih vidikov v investicijske odločitve. Začetki iniciative segajo v leto 1991 v New York, kjer se je 28 komercialnih bank pogodilo s Programom združenih narodov za okolje, da bodo promovirale okoljske in družbene vidike v poslovanju znotraj bančnega sektorja. Najpomembnejši del iniciative predstavlja delovna skupina upravljalcev premoženja (angl. *Asset Management Working Group*), saj združuje 20 upravljalcev premoženja, ki upravljajo premoženje vredno 2.000 milijard ameriških dolarjev. Od formiranja leta 2003 pa do danes so napisali veliko pomembnih in vplivnih poročil, ki enotno promovirajo vpeljavo okoljskih in družbenih vidikov v investicijske odločitve upravljalcev premoženja ter podprli veliko akademskih raziskav in raziskav s strani upravljalcev premoženja glede finančne uspešnosti portfeljev, ki so zavezani okoljskim in družbenim principom pri investicijskih odločitvah (Kiernan, 2009).

## **4.3 Ceres**

Združenje za okoljsko odgovorno gospodarjenje (angl. *Coalition for Environmentalaly Responsible Economies*, v nadaljevanju Ceres) je neprofitna in nevladna organizacija in nadvladna zveza več kot 150 različnih interesnih skupin, kot so institucionalni vlagatelji, okoljske organizacije, delavske zveze. Njihov poglobljen cilj je vpeljava okoljskih in družbenih principov v vsakodnevne poslovne aktivnosti gospodarskih družb z namenom ohranitve zdravja našega planeta in družbe nasploh.

Začetki tega združenja segajo v leto 1989, ko je velika okoljska katastrofa – razlitje nafte v Aljaski – zamajala zaupanje v korporativno Ameriko. 40 milijonov litrov surove nafte je

izteklo v Prince William Sound v Aljaski, ko se je tanker Exxon Valdez zaletel v čer, in onesnažilo enega najbolj pristinih in avtohtonih habitatov na svetu. To je bila največja okoljska katastrofa v takratni zgodovini in postalo je kristalno jasno, da so okoljski stroški poslovnih aktivnosti gospodarskih družb še kako veliki, predvsem pa, da družbe naredijo premalo na področju okoljskih in družbenih vplivov, ki jih povzročajo s svojim poslovanjem. Šest mesecev po razlitju, poimenovanem tudi Exxon Valdez razlitje (angl. *Exxon-Valdez oil spill*), je skupina investorjev ustanovila neprofitno organizacijo Ceres, ki je postavila vizijo nove poslovne skupnosti, pri kateri gospodarske družbe in kapitalski trgi promovirajo dobrobit človeštva in zaščito naravnega okolja. (Coalition for Environmentally Responsible Economies, 2011a).

Od svojih začetkov pa do danes je združenje doseglo veliko pomembnih ciljev. Med njimi sta dva izstopajoča in sicer ustanovitev Globalne iniciative za poročanje (angl. *Global Reporting Initiative - GRI*) leta 1997, ki je zaslužno za oblikovanje standarda za trajnostno poročanje, ta je namreč postal de-facto mednarodni standard trajnostnega poročanja, saj ga danes uporablja prek 1.800 gospodarskih družb po vsem svetu, ter ustanovitev Mreže vlagateljev za zmanjševanje vpliva na podnebne spremembe (angl. *Investor Network on Climate Risk - INCR*), ki združuje prek 100 vodilnih institucionalnih investorjev (npr. BlackRock, Deutsche Asset Management, TIAA-CREF, ter javne pokojninske sklade v Kaliforniji, Floridi, New Yorku), ki upravljajo premoženje v višini 10.000 milijard ameriških dolarjev. Poseben dosežek je tudi izdaja zavezujočega navodila o razkritju podatkov poslovanja družb in njihovega vpliva na podnebne spremembe v svojih letnih poslovnih poročilih februarja 2010 s strani Ameriške komisije za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission – SEC*) na pobudo združenja.

Vrhunec njihovih prizadevanj za vpeljavo trajnostnih načel v vseh vidikih poslovanja podjetij, tako na kapitalskih trgih kot v poslovnem okolju, je izdaja dokumenta leta 2010 »The 21st Century Corporation: The Ceres Roadmap for Sustainability«, ki predpisuje najpomembnejše okoljske in družbene principe, ki jih morajo podjetja upoštevati v svojem poslovanju, če želijo uspeti in preživeti v globalnem poslovnem okolju 21. stoletja z omejenimi resursi in hkrati ohraniti zdravje planeta (Coalition for Environmentally Responsible Economies, 2011b).

Združenje Ceres je redni dobitnik nagrad na področju promoviranja družbeno odgovornih in trajnostnih načel, med drugim nagrade Združenih narodov »United Nations' Leader of Change Award« leta 2010 in nagrada »The Skoll Award for Social Entrepreneurship«, bilo pa je tudi s strani poslovnega časnika »Directorship Magazine« imenovano za eno izmed 100 najvplivnejših institucij, ki je s svojimi aktivnostmi prispevala k napredku na področju korporacijskega upravljanja družb (angl. *Corporate Governance Influencers*) (Kiernan, 2009).

#### **4.4 Carbon Disclosure Project**

Carbon Disclosure Project (v nadaljevanju CDP) je neodvisna in neprofitna organizacija, ki poseduje največjo podatkovno zbirko vplivov na podnebne spremembe posameznih podjetij. Prek 3.000 organizacij po svetu meri in poroča o vplivih svojega poslovanja na okolje, npr. glede emisij toplogrednih plinov (angl. *Green Gas Emission*), izkoriščanja naravnih izvirov vode, strategij boja proti podnebnim spremembam itd. z namenom, da lahko na osnovi izmerjenih vrednosti postavijo nove oziroma nižje ciljne vrednosti in na ta način dosežejo izboljšanje pri ravnanju z okoljskimi viri. Združenje zagovarja tezo, da je najprej potrebno izmeriti vplive poslovanja podjetij na okolje, jih nato ovrednotiti in upravljati na način, da so ti podatki na voljo skupnosti investorjev in drugi zainteresirani javnosti, ki s svojim vplivom in pritiskom dodatno vplivajo na organizacije, da svoje poslovanje usmerijo v izboljševanje okoljskih parametrov v smeri trajnostnega razvoja družbe. Združenje vključuje 551 institucionalnih investorjev, ki upravljajo premoženje v vrednosti 71.000 milijard ameriških dolarjev in 60 podjetij (npr. Dell, PepsiCo in Walmart) (Carbon Disclosure Project, 2011).

Dva principa združenja CDP sta ostala nespremenjena od njegove ustanovitve v Londonu leta 2001, in sicer povečevanje zavedanja velikih podjetij in institucionalnih investorjev z deleži v teh podjetjih, glede podnebnih sprememb, ter podpora združenja pri ukrepanju teh akterjev v smeri zmanjševanja negativnega vpliva na okolje. Logika prizadevanja združenja je preprosta, in sicer posredovati menedžmentu podjetij jasno sporočilo, da so njihovi investitorji zaskrbljeni glede okoljskega tveganja, ki so mu izpostavljene njihove naložbe in da so podjetja pod drobnogledom lastnikov kapitala glede njihovih prizadevanj za zmanjševanje ogljičnega odtisa (angl. *Carbon Footprint*) (Kiernan, 2009).

#### **4.5 Principi Združenih narodov za odgovorno investiranje**

Najnovejše združenje investorjev je po mnenju vlagateljske skupnosti tudi najvplivnejše med vsemi. Aprila 2006 je generalni sekretar Združenih narodov Kofi Annan na Njujorški borzi vrednostnih papirjev (angl. *New York Stock Exchange*) uradno predstavil Principe Združenih narodov za odgovorno investiranje (angl. *United Nations Principles for Responsible Investment - PRI*). PRI je plod dvoletnega sodelovanja Programa Združenih narodov za okolje (angl. *United Nations Environment Programme*) in iniciative UNGC, zadnja ima za cilj vzpodbuditi gospodarske družbe k odgovornejšemu družbenemu ravnanju (Kiernan, 2009).

Institucionalni investitorji, podpisniki Principov Združenih narodov za odgovorno investiranje, so zavezani delovati v dolgoročnem interesu svojih vlagateljev in imajo do njih fiduciarno obveznost, tj. obveznost skrbnika njihovega premoženja. Hkrati verjamejo, da okoljski, družbeni in upravljalški vidiki poslovanja podjetij lahko vplivajo na dobičkonosnost njihovih portfeljev in da upoštevanje teh principov pri investicijskih odločitvah lahko vpliva na doseganje širših družbenih in trajnostnih ciljev. Principi



Združenih narodov za odgovorno investiranje (Principles of Responsible Investment, 2011) so:

1. V svoje investicijske analize in odločitve bomo vpeljali družbene, okoljske in korporacijsko upravljalne principe poslovanja podjetij.
2. Bomo aktivni lastniki in v naše poslovne politike in prakse bomo vpeljali družbene, okoljske in korporacijsko upravljalne principe poslovanja podjetij.
3. Od potencialnih podjetij, kamor bomo vlagali svoje premoženje, bomo zahtevali razkritje družbenih, okoljskih in upravljalnih principov njihovega poslovanja.
4. Znotraj skupnosti vlagateljev bomo aktivno promovirali uveljavljanje Principov Združenih narodov za odgovorno investiranje.
5. Povezovali se bomo s širšo skupnostjo vlagateljev pri uveljavljanju družbenih, okoljskih in upravljalnih principov pri investicijskih odločitvah.
6. Aktivno bomo poročali in razkrivali uveljavljanje Principov Združenih narodov za odgovorno investiranje pri naših investicijskih odločitvah.

## **5 STRATEGIJE IN INDIKATORJI DRUŽBENO ODGOVORNEGA INVESTIRANJA**

Družbeno odgovorni vlagatelji se na kapitalskih trgih poslužujejo številnih načinov družbeno odgovornega investiranja, ki poleg ekonomskih meril upoštevajo tudi okoljska in družbena merila ter merila za korporacijsko upravljanje podjetij. Nekatere strategije zgolj pasivno vplivajo na povečanje družbene in okoljske dobrobiti lokalne in širše skupnosti, druge pa precej bolj neposredno, zato so v zadnjem času vse bolj popularne. Indikatorji družbeno odgovornega investiranja pa pomagajo podjetjem dosegati družbene in okoljske standarde, poleg tega pa so v pomoč tudi investitorjem, da v svoje investicijske odločitve poleg ekonomskih uvrstijo tudi okoljske, družbene in korporacijsko upravljalne kriterije.

### **5.1 Strategije družbeno odgovornega investiranja**

Nekateri kritiki opredeljujejo družbeno odgovorno investiranje kot strategijo, ki skuša minimizirati negativen vpliv na okolje in družbo, ne igra pa proaktivne vloge na področju družbenih in okoljskih izzivov. Slednje pa napovedujejo za novo vejo družbeno odgovornega investiranja, in sicer neposredne naložbe, katerih cilj je dobičkonosnost tako v ekonomskem kot okoljskem in družbenem smislu. Zato poleg menedžmenta finančnih kazalnikov, kot so tveganje in donos, zahteva še menedžment okoljskih in družbenih kazalnikov.

#### **5.1.1 Investiranje v kapitalske trge**

Družbeno odgovorni vlagatelji se na kapitalskih trgih poslužujejo številnih načinov družbeno odgovornega investiranja (angl. *Investing in capital markets*), ki poleg ekonomskih meril upoštevajo tudi okoljska in družbena merila, ter merila za korporacijsko upravljanje podjetij. Te strategije v celoti zadovoljujejo etični princip v prid izogibanju

škodi, povzročeni s poslovnimi aktivnostmi poslovanja podjetij, vendar razen strategije predložitve sklepa delničarjev neposredno ne prispevajo k izboljšanju okoljskih in družbenih faktorjev.

### **Strategija izključevanja**

Pri strategiji izključevanja na podlagi socialnega in/ali ekološkega kriterija (angl. *Negative Screening Strategies*) gre za izključevanje določenih delnic podjetij iz investicijskih odločitev, ki jih vlagatelji izvedejo na osnovi okoljskih in/ali družbenih kriterijev. Izključitev temelji na kombinaciji okoljskih, družbenih in ekonomskih kriterijev. Izbiranje podjetij se izvede s pomočjo negativnih kriterijev (angl. *Negative Screening*), ki nekatera podjetja ali panoge izloči iz ožjega izbora potencialnih investicijskih odločitev (tobačni izdelki, alkohol, orožje, igre na srečo, pornografija, spolna diskriminacija, jedrske elektrarne itd.). Nekateri upravitelji družbeno odgovornih naložbenih skladov sami opravijo raziskavo trga (ta pristop omogoča upravitelju večji nadzor in fleksibilnost), medtem ko drugi tovrstne raziskave naročajo pri zunanjih svetovalnih podjetjih, npr. KLD Research and Analytics iz Bostona. Ta pristop upravitelju omogoča večjo širino raziskovalnih kriterijev, večji nabor preiskovanih podjetij in nižje stroške (Scott, 2008).

### **Strategija izbora najboljšega v panogi**

Strategija izbora najboljšega v panogi (angl. *Best-in-class Screening Approach*) temelji na izboru podjetij, ki so vodilna v svoji panogi glede uveljavljanja družbeno odgovornih vidikov poslovanja.

### **Strategija umika**

Strategija umika (angl. *Divesting*) je strategija, pri kateri vlagatelji umaknejo že vložena sredstva v določena podjetja ali sklade, ki s svojimi poslovnimi aktivnostmi kršijo moralna, etična, okoljska načela vlagateljev. Strategija umika je osnovana izključno na nefinančnih kriterijih.

### **Delničarski aktivizem**

Delničarski aktivizem (angl. *Shareholder Activism*) je strategija, s katero mali delničarji uporabijo javni pritisk na vodstvo podjetja, s ciljem, da uveljavijo svoje lastne interese, saj jim vodstvo ne posveča dovolj pozornosti. Cilji malih delničarjev so lahko zelo različni, od finančnih (npr. povečanje vrednosti naložbe za delničarje prek sprememb načina korporacijskega upravljanja, spremembe finančne strukture podjetja, zmanjšanje stroškov itd.) do nefinančnih (npr. odprodaja vloženi sredstev iz različnih držav, panog, sprejetje okolju prijaznih politik, itd.). Velika privlačnost te strategije je v njeni učinkovitosti in majhnih stroških za doseg učinka oziroma zelenih sprememb. Že 10% udeležba v deležu podjetja zadostuje za podajanje različnih pobud, v nasprotju s prevzemom podjetja, ki je precej dražja in dolgotrajna strategija. Delničarski aktivizem obsega različne strategije, npr. pridobivanje pooblastil delničarjev za zastopanje na skupščini, pri kateri se delničarji

dogovarjajo med seboj in sklepajo različne oblike formalnih in neformalnih dogovorov o prenašanju svojih glasovalnih pravic na zastopnike. Med delničarji se na ta način razvije notranji trg in sklepanje sporazumov, ki razpršijo prvotno razpršenost delnic v strukturirano in obvladljivo oligopolno politično razmerje med delničarji in vodstvom podjetja. Tam, kjer interesne skupine v medsebojni konkurenci maksimirajo svoje interese, obstaja tudi Pareto optimizacija, ki omogoča, da nekdo izboljšuje svoj položaj, ne da bi poslabšal položaj drugih skupin delničarjev (Coughlin, Mueller, & Murrell, 1990) in sicer prek javnih kampanj, predlogov delničarjev za glasovanje na skupščini, s katerimi želijo vplivati na korporacijsko upravljanje družb, npr. na izplačila in bonuse vodstva družbe ali na vprašanja družbene odgovornosti, kot so globalno segrevanje, delovni pogoji, človekove pravice, enakost med spoloma, ki naj bi jih podjetje upoštevalo pri izvajanju svojih poslovnih aktivnosti (Gunther, 2006), neposrednih pogajanj z vodstvom podjetja ter nazadnje tudi vplivanje na vodstvo podjetja v obliki tožbe, ko so izčrpane vse druge možnosti.

### **Strategija vključevanja podjetij na osnovi njihovih pozitivnih učinkov na okolje in družbo**

Pri strategiji vključevanja (angl. *Positive investing*) gre za vključevanje določenih delnic podjetij v investicijske odločitve, ki jih vlagatelji izvedejo na osnovi pozitivnih okoljskih in/ali družbenih kriterijev. Izbiranje podjetij se izvede glede njihovega pozitivnega vpliva na okolje in družbo, ki podjetja ali panoge vključi v ožji izbor potencialnih investicijskih odločitev glede na doseganje pozitivnih kriterijev (zagotavljanje enakih možnosti, reševanje okoljevarstvenih vprašanj, itd.) (Scott, 2008).

#### **5.1.2 Družbeno odgovorno investiranje v lokalne skupnosti**

Strategija družbeno odgovornega investiranja v lokalne skupnosti (angl. *Community Investing Strategies*) predstavlja investiranje neposredno v finančno institucijo, ki s svojimi aktivnostmi (npr. kreditiranje, dostop do rizičnega kapitala) neposredno vpliva na povečanje družbene in okoljske dobrobiti določene lokalne skupnosti. Investicija v deleže podjetja namreč neposredno prinaša dobiček oziroma prihodek prejšnjemu lastniku deležev podjetja in neposredno ne vpliva na družbeno in okoljsko dobrobit družbe. Sredstva investirana npr. v institucije za investiranje v lokalne skupnosti (angl. *Community Development Financial Institution*) pa pripomorejo, da te institucije neposredno razpolagajo s sredstvi za namen odprave krivic, za doseganje enakosti med različnimi družbenimi skupinami, omogočajo dostop do kapitala nerazvitim področjem, podpirajo ekonomski razvoj ali okolju prijazno poslovanje itd. (CDFI Coalition, 2013).

#### **5.1.3 Neposredne naložbe**

Neučinkovitost vladnih institucij in dobrodelnih organizacij pri reševanju družbenih in okoljskih izzivov je rodilo novo alternativo investitorjem, ki želijo s svojimi naložbami prispevati tudi k družbeni in okoljski dobrobiti družbe. Investiranje z neposrednim učinkom (angl. *Impact investing*) je relativno mlado področje investiranja, ki se ne spogleduje niti z

maksimiranjem odnosa tveganje/donos niti z doniranjem premoženja v dobrodelne namene. Cilj neposrednih naložb je poleg pozitivnega finančnega učinka neposredni pozitivni učinek na področju družbenih in okoljskih izzivov družbe. Zato poleg menedžmenta finančnih kazalnikov, kot so tveganje in donos, zahteva še menedžment okoljskih in družbenih kazalnikov. Neposredno investiranje se po neposrednem učinku na družbenem in okoljskem področju razlikuje od relativno zrelega področja investiranja, tj. družbeno odgovornega investiranja, ki pa v osnovi skuša minimizirati negativen vpliv na okolje in družbo in ne igra tako proaktivne vloge na področju družbenih in okoljskih izzivov (Global Impact Investing Network, 2010).

Vlagatelji, ki uporabljajo strategijo Investiranja z neposrednim učinkom (angl. *Impact Investors*) želijo bolj proaktivno strategijo investiranja, kot jo ponuja tradicionalno družbeno odgovorno investiranje. Slednje naj bi po mnenju teh vlagateljev investitorjem ponujalo le pasivno obliko vpliva na povečanje družbene in okoljske dobrobiti družbe. Po drugi strani jim ta oblika ponuja podobne možnosti kot človekoljubna pomoč (angl. *Philanthropic interventions*), pri čemer je upoštevana tudi ekonomska komponenta. Premoženje, ki ga vlagatelji vlagajo v te namene, je različnih oblik, npr. delnice podjetij, obveznice podjetij (angl. *Depth*), financiranje obratnega kapitala (angl. *Working Capital Lines Of Credit*), kreditne garancije (angl. *Loan Guarantees*). V zadnjem času so se jim pridružila področja, kot so mikrofinance (angl. *Microfinance*), vlaganje v skupnosti (angl. *Community Investing Strategies*) in vlaganje v čiste tehnologije (angl. *Clean Technology Investments*) (Monitor Institute, 2009).

Sullivan (2010) v članku časnika New York Times strategijo neposrednega investiranja opiše kot hibrid med človekoljubno pomočjo in vlaganjem v delnice.

Neposredne naložbe so še v razvojni fazi. Global Impact Investing Network (2010) je neprofitna organizacija in si prizadeva povečevati učinkovitost neposrednega investiranja tako, da bodo neposredne naložbe dobičkonosne v ekonomskem, okoljskem in družbenem smislu ter ocenjuje, da so neposredne naložbe v letu 2008 znašale 50.000 milijonov ameriških dolarjev. Napovedujejo pa rast v naslednjih 5 do 10 letih do višine 500.000 milijonov ameriških dolarjev, kar naj bi znašalo 1% vseh sredstev v upravljanju v letu 2008.

## **5.2 Indikatorji družbeno odgovornega investiranja**

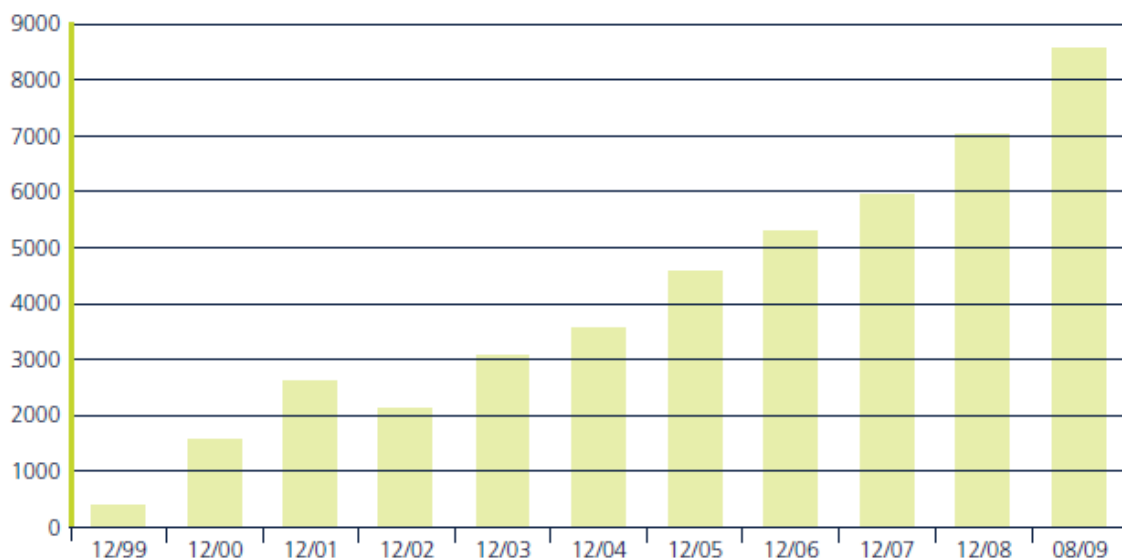
V zadnjem času smo priča pojavu velikega števila indikatorjev družbeno odgovornega in trajnostnega investiranja, kot so Dow Jones Sustainability Index, the FTSE4 Good, Domini 400 Social Index in Ethibel Sustainability Index. Ti indikatorji so zasnovani tako, da odražajo uspešnost podjetij, ki sledijo principom družbene odgovornosti in trajnostnega razvoja hkrati pa predstavljajo merilo (angl. *Benchmark*) investitorjem na področju družbeno odgovornega investiranja. Na ta način lahko indikatorji družbeno odgovornega in trajnostnega investiranja odigrajo ključno vlogo pri razumevanju razmerij med skladi, ki sledijo principom družbeno odgovornega investiranja in njihovo finančno uspešnostjo ter na

ta način pripomorejo k večji popularizaciji družbeno odgovornega investiranja in angažiranosti vlagateljev na področju družbeno odgovornega investiranja.

### 5.2.1 Indeks Dow Jones Sustainability

Leta 1999, ko se je pojavil indeks Dow Jones Sustainability Index (v nadaljevanju DJSI), je bila vpeljava ekonomskih, okoljskih in družbenih kriterijev v investicijske odločitve investitorjev še v povojih oziroma je bila bolj stvar etike predstavnikov vodstev podjetij, kakor pa odločujoči faktor za dolgoročni uspeh. Šele različne iniciative in znanstvene študije v naslednjih letih so potrdile pozitivno povezavo med trajnostnim razvojem in dolgoročno uspešnostjo podjetij, ki so sledila trajnostnim smernicam. Ta razvoj sta vseskozi spremljali družbi Dow Jones Indexes in SAM Sustainability Investing (v nadaljevanju SAM), ki sta z lansiranjem različnih trajnostnih indeksov DJSI postavili referenco na področju trajnostnega investiranja. Investitorji, ki so poleg ekonomskih kriterijev v svoje investicijske odločitve vključevali tudi okoljske in družbene kriterije in so zaradi potrebe po vrednotenju svojih naložbenih portfeljev potrebovali strokovna in objektivna merila in so se vse pogosteje posluževali uporabe DJSI indeksov. V letu 2009 je bilo v upravljanju več kot 8 milijard naložbenih sredstev, ki so povezana z DJSI indeksi v 16 državah sveta (Dow Jones Indexes, 2009). Slika 1 prikazuje sredstva v upravljanju, ki so osnovana na DJSI indeksih v milijonih ameriških dolarjev v letih 1999 do 2009.

*Slika 1: Sredstva v upravljanju, ki so osnovana na DJSI indeksih v milijonih ameriških dolarjev*



*Vir: Dow Jones Indexes, The First Decade: 1999 – 2009. Dow Jones Sustainability Indexes, 2009, str. 3.*

DJSI indeks vključuje podjetja, ki so v zasledovanju smernic trajnostnega razvoja med najuspešnejšimi predstavniki določene gospodarske panoge. Metodologija za vsakoletni izbor podjetij se pogosto menja in izboljšuje, osnovana pa je na tehtani vrednosti

posameznih kriterijev, ki jih SAM pridobi na osnovi vprašalnikov, poslanih izbranim podjetjem ter na osnovi javno dostopnih informacij o posameznem podjetju in njegovi zavezanosti trajnostnemu razvoju. Po zaključenem ocenjevanju revizorska hiša overi, ali je bila posamezna cenitev v skladu s trenutno veljavno metodologijo (Dow Jones Indexes, 2010).

V tabeli 1 je primer preglednice, iz katere so razvidni kriteriji za vključitev podjetja v DJSI indeks. Kriteriji so razvrščeni v tri področja, in sicer ekonomsko, okoljsko in družbeno, za vsako komponento te skupine pa je dodana utež v %, ki pove v kolikšni meri prispeva h končni oceni. V vsakemu izmed treh področij je kriterij, ki je značilen za posamezno gospodarsko panogo (ang. *Industry Specific Criteria*).

Tabela 1: Kriteriji in uteži za vključitev podjetja v DJSI indeks

<b>PODROČJE</b>	<b>KRITERIJ</b>	<b>UTEŽ %</b>
<b>EKONOMSKA RAZSEŽNOST</b>	Etični kodeks/stopnja korupcije	6,0
	Korporacijsko upravljanje podjetij	6,0
	Obvladovanje tveganj in krizni menedžment	6,0
	Kriterij glede na panogo	Odvisno od panoge
<b>OKOLJSKA RAZSEŽNOST</b>	Okoljsko poročanje *	3,0
	Kriterij glede na panogo	Odvisno od panoge
<b>DRUŽBENA RAZSEŽNOST</b>	Humanitarnost	3,0
	Skrb za zaposlene	5,0
	Razvoj kadrov	5,5
	Družbeno poročanje	3,0
	Sposobnost pridobivanja in zadržanje talentov	5,5
	Kriterij glede na panogo	Odvisno od panoge

Legenda: \* Kriterij je osnovan glede na javno dostopne informacije

Vir: Dow Jones Indexes, Dow Jones Sustainability Indexes in collaboration with SAM, 2010, str. 2.

Vedno večja popularnost DJSI indeksa in vedno večja vključenost podjetij v DJSI indeks daje drugim podjetjem in naložbeni skupnosti močan signal o njegovi pomembnosti. Mnoga podjetja so si zadala prisotnost v posameznem DJSI indeksu za strateški cilj, s čimer so tudi povezane nagrade in bonusi vodilnih menedžerjev, druga pa v vsakoletnem ocenjevanju vidijo priložnost za spremembe (Dow Jones Indexes, 2010).

Spodaj je navedenih nekaj indeksov iz družine indeksov DJSI (Dow Jones Indexes, 2010):

**Splošni indeksi (angl. *Broad-Market Indexes*):**

- Dow Jones Sustainability World Index
- Dow Jones Sustainability World Developed Index
- Dow Jones Sustainability North America Index
- Dow Jones Sustainability United States Index
- Dow Jones Sustainability Asia/Pacific Index
- Dow Jones Sustainability Europe Index
- Dow Jones Sustainability Eurozone Index
- Dow Jones Sustainability Korea Index

**Indeksi najboljših podjetij (angl. *Blue-Chip Indexes*):**

- Dow Jones Sustainability World 80 Index
- Dow Jones Sustainability World ex US 80 Index
- Dow Jones Sustainability North America 40 Index
- Dow Jones Sustainability United States 40 Index
- Dow Jones Sustainability Asia/Pacific 40 Index
- Dow Jones Sustainability Europe 40 Index
- Dow Jones Sustainability Eurozone 40 Index
- Dow Jones Sustainability Japan 40 Index
- Dow Jones Sustainability Korea 20 Index

### **5.2.2 Indeks FTSe4Good**

Družba FTSE, ki je bila osnovana s strani družb Financial Times in London Stock Exchange je v sodelovanju z Investicijsko raziskovalno družbo EIRIS (angl. *Investment Research Service*) in Skladom Združenih narodov za otroke UNICEF (angl. *United Nations Children's Fund*) ustanovila Indeks FTSe4Good, ki ga sestavljajo podjetja zavezana družbeno okoljskim standardom in dosegajo merila, ki jih je za uvrstitev v indeks FTSe4Good določil FTSE. Ta merila se iz leta v leto dopolnjujejo, FTSE pa njihove posodobitve redno objavlja na svojih spletnih straneh. V objavi 8. marca (FTSE, 2013) je FTSE razkril 20 novih podjetij iz 9 držav (največ oziroma 6 jih je iz Združenih držav Amerike), ki jih je uvrstil v indeks FTSe4Good ter 4, ki jih je iz indeksa izbrisal, saj niso več dosegala kriterijev za uvrstitev v indeks FTSe4Good.

V spodnji tabeli 2 je naveden seznam 4 podjetij, ki so bila izključena iz indeksa FTSe4Good na dan 15.3.2013.

*Tabela 2: Seznam podjetij, ki jih je upravljaec indeksa FTSe4Good izključil iz indeksa FTSe4Good*

ŠT.	DRUŽBA	DRŽAVA	PANOGA
1	Mitsubishi Corporation	Japonska	Podpora in vzdrževanje
2	Nobel Biocare Holding	Švica	Oprema za zdravstveno nego
3	Applied Materials	ZDA	Tehnološka oprema
4	Micron Technology	ZDA	Tehnološka oprema

*Vir: FTSE, FTSE4Good Semi-Annual March 2013 Review admits 20 new companies to the FTSE4Good Index Series, 2013, str. 1.*

FTSE si prizadeva, da so posamezna podjetja v popolnosti seznanjena s kriteriji doseganja okoljskih, družbenih in upravljavskih vidikov, ki jih je FTSE postavil v okviru posameznega indeksa. Za vključitev v indeks FTSe4Good morajo podjetja izpolnjevati kriterije na naslednjih področjih:

- okoljski vidik,
- vpliv na klimatske razmere,
- spoštovanje človekovih pravic in pravic delavcev,
- spoštovanje standardov oskrbovalnih verig,
- preprečevanje korupcije,
- korporacijsko upravljanje podjetja.

Mackenzie, Rees in Rodionova v svoji raziskavi v okviru Edinburške univerze (Mackenzie, C., Rees, W., & Rodionova, T., 2012) ugotavljajo neposredno povezanost med napredkom teh podjetij na področju okoljskih in družbenih praks ter vzpostavitvi tesnega dialoga s FTSE glede doseganja okoljskih in družbenih kriterijev za uvrstitev podjetij v indeks FTSe4Good. Analiza odgovorov več kot 1000 podjetij, ki so sodelovala pri tej raziskavi, kaže na več kot dvakratno izboljšanje okoljskih in družbenih standardov, ki jih je podjetje doseglo po vzpostavitvi dialoga s FTSE glede doseganja okoljskih in družbenih kriterijev za uvrstitev v indeks FTSe4Good.

Prvobitni namen indeksa FTSe4Good je poleg tega, da pomaga podjetjem dosegati družbene in okoljske standarde, tudi pomoč investitorjem, da v svoje investicijske odločitve poleg ekonomskih kriterijev uvrstijo tudi okoljske, družbene in korporacijsko upravljalne kriterije. FTSe4Good indeks vključuje podjetja, ki uspešneje kot druga podjetja upravljajo z okoljskimi in družbenimi vidiki poslovanja in predstavljajo najboljša podjetja v svoji



panogi. Na ta način so osnova za naložbene portfelje raznih investicijskih skladov ali pa služijo le kot dobro merilo (angl. *benchmark*), ki mu skušajo slediti tudi druga podjetja.

### **5.2.3 Indeks Domini 400 Social**

Indeks Domini 400 Social, ki ga je osnovala družba Domini Social Investments, vključuje 400 javnih družb v Združenih državah Amerike, ki so zavezane družbenim in okoljskim principom poslovanja, med drugim vključuje 250 družb, ki so vključene v indeks Standard&Poor 500. Indeks izključuje družbe, ki proizvajajo alkohol, tobak, orožje, jedrsko energijo oziroma se poslužujejo okolju škodljivih poslovnih praks. Družbo Domini Social Investments je leta 1990 ustanovila Amy Domini, istega leta pa je s partnerji osnovala tudi indeks Domini 400 Social Index, ki je postal standard oziroma merilo (angl. *benchmark*) finančne uspešnosti družbeno odgovornih podjetij v primerjavi s finančno uspešnostjo podjetij, ki niso zavezana principom družbene odgovornosti. Presoja, ki jo družbeno odgovorni investitorji uveljavljajo pri snovanju svojih naložbenih portfeljev s pomočjo indeksa Domini 400, se imenuje tudi negativni screening. Leto kasneje je družba ustanovila vzajemni sklad Domini Social Equity Fund. Ta pri oblikovanju svojega naložbenega portfelja upošteva sestavo podjetij, ki so zastopane v indeksu Domini 400 Social Index (Domini Social Investment, 2013).

## **6 PREVERJANJE HIPOTEZ**

V vsakem posameznem podpoglavju šestega poglavja obravnavam posamezno hipotezo, ki je opisana v uvodnem poglavju ter jo skušam kritično ovrednotiti.

### **6.1 Finančni učinki trajnostnih in družbeno odgovornih investicij**

Finančni učinki trajnostnih in družbeno odgovornih investicij so predmet raziskav številnih študij. V nadaljevanju je predstavljenih nekaj ključnih avtorjev in njihovih člankov, ki nam bodo pomagali bolje razumeti obravnavano tematiko.

Trg družbeno odgovornih investicij predstavlja konstanten in stabilen trend rasti. Glede na poročilo foruma Social Investment Forum Foundation »Forum's Foundation Report on Socially Responsible Investing Trends in the Unites States« iz leta 2010 je že vsak osmi ameriški dolar upravljan s strani upravljalcev premoženja z upoštevanjem družbeno odgovornih principov (Fa Green, 2010). Ta proces nenehne rasti je stimuliran s strani upravljalcev premoženja, ki vnašajo različne okoljske in družbene kriterije v svoje odločitvene procese pri oblikovanju naložbenih portfeljev. Pojavlja pa se vprašanje, če lahko upravljalci na tak način povečujejo donosnost svojih portfeljev. V raziskavi sta Kempf in Osthoff (2007) izpeljala enostavno trgovalno strategijo, ki je bila osnovana na primerjalnih ocenah družbeno odgovornih podjetij (angl. *SRI Ratings*) analitične družbe KLD Research&Analytics, in sicer »kupuj delnice podjetij, ki so uvrščena visoko na lestvici KLD Research&Analytics glede uveljavljanja kriterijev družbene odgovornosti in prodaj delnice podjetij, ki so uvrščena nizko glede uveljavljanja kriterijev družbene odgovornosti«. Za

meritve donosnosti portfeljev sta uporabila Carhartov štirifaktorski model (angl. *Carhart four-factor model*). Ugotovila sta, da ta strategija prinaša 8,7% donosnost na vložena sredstva na leto. Tako visoko donosnost je možno doseči s kombinacijo različnih naložbenih strategij, kot je strategija izbora najboljšega v panogi (angl. *Best-in-class Screening Approach*), s kombinacijo različnih »screening« strategij in izločitvijo tistih podjetij, ki so uvrščena nizko na lestvici KLD Research&Analytics. Tudi ob upoštevanju transakcijskih stroškov (stroški formiranja naložbenega portfelja, stroški prilagajanja naložbenega portfelja v opazovanem naložbenem obdobju, stroški zaprtja naložbenega portfelja) je donos naložb, ki upoštevajo družbeno odgovorno politiko investiranja, opazno visok. Rezultati raziskave nakazujejo, da lahko primerjalna ocena, ki vrednoti uveljavljanje družbeno odgovornih principov podjetij pri njihovih poslovnih aktivnostih (angl. *SRI Ratings*), investitorjem prinaša pomembne informacije glede njihovih naložbenih politik.

Ali so portfelji, ki zasledujejo politiko družbeno odgovornega vlaganja bolj dobičkonosni, je vprašanje, ki se v zadnjem času pogosto pojavlja v strokovni literaturi. Na splošno pa empirične raziskave ne potrjujejo statistično dokazljivih razlik med uspešnostjo portfeljev, ki so zavezani principom družbeno odgovornega investiranja v primerjavi s portfelji, ki teh principov ne upoštevajo. Raziskava (Cortez, Silva & Areal, 2008) je skušala proučiti finančno uspešnost 88 družbeno odgovornih vzajemnih skladov (angl. *Socially Responsible Mutual Funds*) iz 7 držav, ki svoje premoženje vlagajo tako na globalni ravni kot v evropskem prostoru. Rezultati so pokazali, da proučevani evropski družbeno odgovorni vzajemni skladi izkazujejo v povprečju primerljivo finančno uspešnost kot konvencionalni indikatorji (MSCI AC Europe, MSCI AC World), saj vključujejo podjetja, ki ne zasledujejo družbeno odgovornih principov v svojih naložbenih politikah. Poleg tega so v primerjavi z družbeno odgovornimi indikatorji, kot so FTSE4Good Europe in FTSE4Good Global, dosegali celo boljše rezultate. Vsekakor je sporočilo te raziskave, da investitorjem, ki želijo vlagati v družbeno odgovorne sklade, ni potrebno žrtvovati finančne donosnosti naložb.

Renneboog (2009) je v svoji raziskavi preveril dobičkonosnost družbeno odgovornih vzajemnih skladov. Finančno uspešnost je vrednotil po metodi Model vrednotenja dolgoročnih naložb CAPM<sup>2</sup> (angl. *Capital Asset Pricing Model*, v nadaljevanju CAPM)

---

<sup>2</sup> CAPM se uporablja za vrednotenje vrednostnih papirjev, izvedenih finančnih instrumentov in podjetij. Model temelji na predpostavki, da vlagatelji za vsako dodatno sprejeto enoto tveganja zahtevajo dodatno premijo za tveganje. Model CAPM tako predpostavlja, da je zahtevana stopnja donosa s strani vlagatelja enaka vsoti netvegane obrestne mere in premije za tveganje. V primeru, da je izračunana pričakovana stopnja donosnosti investicije nižja od zahtevane stopnje donosa, se vlagatelji ne bodo odločili za investicijo (Mazi, 2011).

in štiri faktorskem modelu Fama-French-Carhart<sup>3</sup> (angl. *Four-Factor Fama-French-Carhart Model*). Rezultati raziskave so pokazali, da so družbeno odgovorni vzajemni skladi v obdobju 1992 do 2003 v povprečju izkazovali manjšo dobičkonosnost kot tržni delniški indeks MSCI World ali S&P Global 100 (angl. *Stock Market Index*) in tudi manjšo kot konvencionalni vzajemni skladi, ki v svojih naložbenih politikah ne zasledujejo družbeno odgovornih principov. Renneboog je na osnovi teh rezultatov zaključil, da ima vpeljava okoljskih, družbenih in upravljavskih principov negativen vpliv na dobičkonosnost portfeljev upravljavcev premoženja. Poglavitni razlog, zakaj naj bi vlagatelj plačal ceno za vlaganje v etične sklade, je v njegovem moralnem prepričanju, da podjetja, ki niso zavezana principom družbene odgovornosti, dolgoročno škodujejo tako okolju kot družbi nasploh in na ta način naj bi se zavestno odpovedal racionalnemu maksimiranju vrednosti svojega premoženja. Družbeno odgovorni skladi, vključeni v raziskavo, ne dosegajo dobičkonosnosti primerljivih portfeljev ovrednotenih s parametri štirifaktorskega Fama-French-Carhart modela. V zaključku avtor raziskave poda ugotovitev, da je sicer Jensenova alfa<sup>4</sup> (angl. *Jensen's Alpha*) portfeljev družbeno odgovornih vzajemnih skladov manjša od konvencionalnih portfeljev, vendar kljub temu ni možno najti statistično oprijemljivih dokazov, da družbeno odgovorni vzajemni skladi ne dosegajo dobičkonosnosti konvencionalnih skladov v vseh opazovanih državah. Trajnostno in družbeno odgovorno investiranje je poseben segment v industriji upravljanja premoženja, ki vse bolj pridobiva na veljavi. Vse več je bank, upravljavcev premoženja, svetovalnih in rating agencij, ki so se specializirale za to področje investiranja. Zato je ekonomski vidik donosnosti naložb tako v interesu vlagateljev kot upravljavcev premoženja.

Schröder (2004) je v svoji raziskavi proučeval 16 nemških in švicarskih investicijskih skladov in 30 ameriških investicijskih skladov, ki upoštevajo družbeno odgovorne principe pri svojih naložbenih politikah, in sicer je proučeval njihovo donosnost oziroma finančno uspešnost v primerjavi z investicijskimi skladi, ki teh principov ne upoštevajo.

---

<sup>3</sup> Faktorski modeli ocenjevanja uspešnosti upravljanja so bili razviti kot alternativa modelom CAPM. Faktorski modeli temeljijo na bolj realnih predpostavkah od predpostavk modela CAPM in je zato njihova uporaba v praksi pogosto primernejša. S faktorskim modelom je tako mogoče pojasniti donosnost posameznega vzajemnega sklada z več različnimi faktorji, kot so makroekonomski podatki, kriterijski indeksi, faktorji na osnovi temeljne analize in drugi faktorji, kar se odraža v bolj specifičnih informacijah o tveganju in o uspešnosti upravljanja posameznega vzajemnega sklada (Mazi, 2011).

<sup>4</sup> Jensenova alfa je definirana kot razlika med presežno donosnostjo vzajemnega sklada nad netvegano obrestno mero in donosnostjo, ki se jo lahko pojasni z donosnostjo celotnega trga. Kadar je vrednost alfe pozitivna, znaša dejanska donosnost vzajemnega sklada več kot pričakovana donosnost glede na model CAPM in obratno kadar je alfa negativna, je dejanska donosnost vzajemnega sklada nižja od pričakovane donosnosti glede na model CAPM (Mazi, 2011).

Po njegovem mnenju bi bilo pričakovati, da družbeno odgovorni investicijski skladi, ki zaradi svoje politike investiranja koristijo manjši del naložbenega portfelja kot konvencionalni investicijski skladi, dosegajo enako ali kvečjemu manjšo donosnost v primerjavi z zadnjimi. V okviru performančne analize družbeno odgovornih investicijskih skladov je bila izvedena analiza tako kvalitete upravljanja kot donosnosti upravljanega premoženja, zato je Schröder v okviru raziskave preučil tudi 10 družbeno odgovornih indeksov, ki predstavljajo finančno uspešnost portfeljev, ki so zavezani principom družbene odgovornosti. Iz strokovne literature je razbrati, da družbeno odgovorni investicijski skladi v povprečju izkazujejo podobno donosnost kot konvencionalni investicijski skladi. Raziskave so temeljile na različnih modelih, od enofaktorskih, tri in štirifaktorskih modelov, predmet raziskav so bili skladi iz različnih držav in proučevani v različnih časovnih obdobjih, zato veljajo njihovi zaključki za relativno zanesljive. Schröder je uporabil dvoje meril (angl. *Benchmark*), in sicer Blue Chip<sup>5</sup> indeks, tj. indeks močnih in stabilnih delniških družb (angl. *Blue Chip Stock Index*) in indeks manjših delniških podjetij (angl. *Small Cap Stock Index*). Rezultati raziskave so pokazali, da večina nemških, švicarskih in ameriških družbeno odgovornih investicijskih skladov ne izkazuje občutno manjših donosov kot primerljivi indeksi. Razlika v politikah investicijskih skladov je ta, da imajo ameriški v svojih naložbenih portfeljih več Blue Chipov, medtem ko evropski vlagajo več v manjše delniške družbe. Rezultat proučevanja družbeno odgovornih indeksov<sup>6</sup> je pokazal, da je samo Calvin indeks<sup>7</sup> opazno dosegal manjšo donosnost kot primerljivi konvencionalni indeksi. Tudi indeks FTSE4Good je imel opazno manjši donos oziroma negativno Jensenovo alfo v enem izmed dveh uporabljenih modelov vrednotenja. Ostali indeksi pa so izkazovali pozitivno Jensenovo alfo, vendar ne statistično opazno. Kljub vsemu hipoteza, da družbeno odgovorni skladi ne dosegajo slabše donosnosti kot konvencionalni skladi, drži v osmih od desetih primerov proučevanih družbeno odgovornih indeksov.

---

<sup>5</sup> Blue Chip - delnice močnih in stabilnih podjetij. Izdajatelj tega vrednostnega papirja je znan po visoki kreditni sposobnosti in velikem potencialu prihodnje rasti podjetja.

<sup>6</sup> KLD, ki upravlja Domini 400 Social Index, je v svoj indeks uvrstila 400 podjetij, in sicer 250 iz S&P indeksa, 100 podjetij, ki niso vključeni v S&P indeks in 50 drugih podjetij, ki so dosegla izjemen napredek in predstavljajo dober zgled na področju družbenih in okoljskih izzivov. Njena metodologija temelji na izključevanju (npr. industrija za odrasle, igralništvo, alkohol, tobak, orožje, jedrska energija) in upoštevanju družbenih kriterijev, ki jih podjetje uveljavlja pri svojih poslovnih aktivnostih. Poleg tega njena metodologija upošteva tudi finančne kriterije kot so tržna kapitalizacija, prihodki, likvidnost, cena delnice, kazalnik finančnega vzvoda (angl. *Debt to Equity Ratio*). Poleg tega KLD ocenjuje še povezavo podjetja z lokalno skupnostjo, kvaliteto korporacijskega upravljanja podjetja, odnos do zaposlenih, okoljska vprašanja, človekove pravice, kvaliteto proizvodov in zagotavljanje varnosti.

<sup>7</sup> Calvin indeks je družbeno odgovorni indeks investicijskega podjetja Calvert Group, Ltd., ki ga sestavljajo velika ameriška podjetja, ki v svoje poslovne aktivnosti vključuje družbeno odgovorne politike (Schröder (2004)).

Kot zaključek Schröder navede, da investicijski skladi, ki so zavezani družbeno odgovornim principom, ne dosežajo občutno manjših donosov kot konvencionalni skladi. Izpostavljenost tveganju je v obeh tipih naložbenih skladov primerljiva in kar je najpomembnejše: vlagatelju v družbeno odgovorni sklad se ni potrebno odreči donosnosti na račun ožjega izbora potencialnih podjetij, da zadosti svojim družbeno odgovornim naložbenim politikam.

V svoji naslednji raziskavi<sup>8</sup> se je Schröder (2007) osredotočil samo na družbeno odgovorne indekse in ne na investicijske oziroma vzajemne sklade. Prednost takega pristopa je v tem, da pri proučevanju odnosa tveganje-donosnost ni potrebno upoštevati transakcijskih stroškov, usposobljenosti upravljavca premoženja in časovnega obdobja sestave in menjave portfelja. Glede na to, da sestavljalci družbeno odgovornih indeksov pri vključevanju podjetij v indeks upoštevajo iste metodologije (npr. izključevanje itd.) kot upravljalci premoženja pri sestavi naložbenih portfeljev, lahko izsledke raziskave upoštevamo tudi za oceno potenciala uspešnosti investicijskih skladov. V raziskavi je bilo proučevanih 29 indeksov po enofaktorskem modelu, in sicer njihova relativna donosnost in prevzeto tveganje z upoštevanjem konvencionalnega primerjalnega indeksa, ki odraža gibanje trga delnic. Rezultati te raziskave so potrdili ugotovitve številnih predhodnih raziskav, da upoštevanje družbeno odgovornih vidikov pri sestavi naložbenih portfeljev ne vpliva niti na opazno večjo donosnost niti manjšo donosnost takega portfelja v primerjavi s konvencionalnimi portfelji, ki pri svojih naložbenih politikah ne upoštevajo družbeno odgovornih principov.

Zadnje je še posebej pomembno, ker uporaba metod za doseganje družbeno odgovornih vidikov pri sestavi portfeljev oži naložbeni univerzum oziroma zmanjšuje izbiro potencialnih družb za sestavo portfeljev, kar naj bi po teoriji optimalne sestave portfeljev povečalo tveganje za enako donosnost naložbe. Ker pa to ne velja, pomeni, da naložba v družbeno odgovorne indekse ne prinaša dodatnih stroškov za investitorja niti manjšega donosa.

Sirkku Hellsten in Chris Mallin (2006) v svoji študiji raziskujeta podobno, in sicer sta pregledala 16 opravljenih raziskav v obdobju od 1992 do 2002, katerih cilj je bil poiskati finančno uspešnost skladov, ki so bili zavezani etičnim oziroma družbeno odgovornim principom in tistih, ki tem principom niso bili zavezani. Njuna ugotovitev je, da v nobenem primeru niti eni niti drugi niso izkazovali večje finančne uspešnosti.

Zaradi neupoštevanja zunanjih učinkov (angl. *Externalities*) v finančnih izkazih podjetij je pričakovati, da bodo investitorji, ki v svojih naložbenih politikah upoštevajo družbeno odgovorne vidike, dosegali nižje donose.

---

<sup>8</sup> Schröder je v raziskavi proučeval naslednje družbeno odgovorne indekse: Calvin, FTSE4Good Europe 50, FTSE4Good Global 100, FTSE4Good US 100, Naturaktien-index, S&P 500 Environment Services, World – DS Environmental Control, DJSI World, DJSI Stoxx, Domini 400 Social Index DSI.

Zunanji učinki ali eksternalije (Tajnikar, 2006) namreč nastanejo, ko z izdelavo določenega proizvoda ali storitvijo ali z dejavnostjo določenega ekonomskega subjekta nastanejo določene koristi ali škode za ekonomske subjekte, ki niso neposredno vpleteni v porabo ali proizvodnjo določenega proizvoda ali storitve, ali v dejavnost določenega ekonomskega subjekta.

Posamezni ekonomski subjekt vpliva na drugega in pri tem pri svojih odločitvah ne upošteva zunanjih učinkov, ki so lahko škodljivi in povzročajo drugim ekonomskih subjektom stroške, lahko pa povzročajo tudi koristi. V nenadzorovanem okolju bodo podjetja določila najbolj donosne ravni onesnaževanja okolja tako, da bodo izenačevala mejne zasebne koristi zmanjšanja onesnaževanja z mejnimi zasebnimi stroški. Zasebno ravnotežje bo povzročilo neučinkovite ravni onesnaževanja in premalo očiščevalne dejavnosti.

Ekonomisti želijo določiti družbeno učinkovito raven onesnaževanja z uravnoteženjem družbenih stroškov in koristi. Učinkovitost zahteva, da so mejne družbene koristi omejevanja onesnaževanja okolja enake mejnim družbenim stroškom te dejavnosti. Priporočajo pristop, ki se imenuje analiza stroškov in koristi (angl. *Cost-Benefit Analysis*). Analiza pokaže, zakaj je skrajna politika »nič tveganja« ali »nič emisij« razsipna. Zmanjšanje onesnaževanja na nič bi povzročilo astronomsko visoke stroške očiščevanja.

Filozofija »nič tveganja« bi povzročila prepoved cestnega prometa ali zaprtje računalniške industrije. Ekonomska učinkovitost zahteva kompromis. Pojavlja pa se tudi problem ovrednotenja okoljske škode. Če nova cesta zahteva porušenje hiše, lahko izračunamo tržno vrednost nadomestnega prebivališča. Mnoge vrste pa je težje ovrednotiti. V poznih osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih 20. stoletja so okoljevarstveniki zahtevali ustavitev sečnje lesa v širokem območju severozahoda države, da bi ohranili življenjski prostor pegaste sove. To bi stalo na tisoče zaposlitev pri sečnji. Kako bi ovrednotili nadaljnji obstoj pegaste sove? Podoben primer je izlitje nafte z ladje Exxon Valdez v Zalivu princa Williama na Aljaski, ki je poškodovalo obalo in ubilo številne divje živali. Koliko je vredno življenje morske vidre? Še bolj sporna je vrednost človeškega življenja. Koliko naj družba plača za zmanjševanje obolenosti ali krajšanje življenjske dobe zaradi onesnaževanja zraka (Samuelson & Nordhaus, 2002).

Problem zunanjih učinkov je raziskoval Minor (2007) s tezo, da investitor, ki pri svojih naložbenih odločitvah zasleduje družbeno odgovorne vidike in zato ne vlaga svojega premoženja v podjetje, ki s svojimi aktivnostmi povzroča okoljsko ali družbeno škodo in ne ponotranji zunanjih učinkov oziroma jih ne upošteva v svojih finančnih izkazih, izkazuje nižji donos kot investitor, ki ima deleže takega podjetja v svojem portfelju. Tudi družbeno odgovorno ravnanje podjetij predstavlja eno obliko zunanjega učinka. Tako podjetje namreč s svojimi aktivnostmi in v skladu z interesi različnih interesnih skupin rešuje gospodarska, družbena in okoljska vprašanja v skupno dobrobit. Zato je v tem primeru družbena odgovornost podjetij proces, ki ustvarja pozitivne zunanje učinke in preprečuje negativne.

V tabeli 3 je prikazan proces odločanja družbeno odgovornega investitorja, ki upošteva tako pozitivne kot negativne zunanje učinke in konvencionalnega investitorja, ki družbeno odgovornih vidikov pri svojih naložbenih politikah ne upošteva.

*Tabela 3: Preference družbeno odgovornega investitorja in konvencionalnega investitorja*

<b>Vpliv na družbo in okolje</b>	<b>Pozitiven finančni donos</b>	<b>Negativen finančni donos</b>
Preferenčna izbira družbeno odgovornega investitorja glede na vpliv aktivnosti podjetja na družbo in okolje in pričakovani finančni donos		
<b>Pozitiven vpliv</b>	Investiraj	Mogoče investiraj
<b>Negativen vpliv</b>	Mogoče dezinvestiraj	Dezinvestiraj
Preferenčna izbira konvencionalnega investitorja glede na vpliv aktivnosti podjetja na družbo in okolje in pričakovani finančni donos		
<b>Pozitiven vpliv</b>	Investiraj	Dezinvestiraj
<b>Negativen vpliv</b>	Investiraj	Dezinvestiraj

*Vir: D. B. Minor, Finding the [Financial] Cost of Socially Responsible Investing, 2007, str. 64.*

Za konvencionalnega vlagatelja je odločitev o vlaganju svojih sredstev ali odprodaji svojih naložb preprosto vezana na finančni učinek, ne glede na vpliv, ki ga tako podjetje s svojimi aktivnostmi povzroča družbi in okolju. Nasprotno pa se družbeno odgovoren investitor odloča na osnovi vpliva podjetja na okolje in družbo in pri velikem pozitivnem vplivu včasih tudi izbira podjetja s povprečnim ali celo podpovprečnim finančnim donosom. Nekatere raziskave (Mc-Williams & Siegel, 2001) kažejo, da družbeno odgovorno ravnanje podjetij nima neposrednega vpliva na vrednost delnic takega podjetja, torej zaradi tega tudi družbeno odgovorni investitor ne dosega višjih donosov. Torej bi iz tega moralo izhajati, da družbeno odgovorni investitor dosega nižje donose, vendar pa kljub temu nekatere raziskave kažejo, da družbeno odgovorni vlagatelj dosega primerljive donose kot konvencionalni investitor. Na prvi pogled so družbeno odgovorni investitorji boljše usposobljeni za upravljanje premoženja. Minor je v nadaljevanju podal možne razloge za ta navidezni paradoks. V številnih raziskavah donosov posameznih skladov družbeno odgovorni skladi predstavljajo le manjši delež v primerjavi s celotnim univerzumom konvencionalnih skladov, poleg tega družbeno odgovorni skladi pokrivajo le ožji del naložbenega področja, ki lahko, podobno kot investitorji v majhna podjetja (angl. *Small Capitalisation*), v povprečju dosega višjo alfo (1% do 1,5% na leto), v primerjavi z investitorji, ki svoje premoženje investirajo v velika podjetja (angl. *Large Capitalisation*) (Kung & Polhman, 2004). Poleg tega Minor navaja možnost, da so zaradi koncentracije naložb družbeno

odgovornih investitorjev v manjša področja le-ta tako koncentrirana, da določene panoge sploh niso prisotne v njihovih naložbenih portfeljih, zaradi česar je možen precej višji donos, kot bi bil sicer. Neizpodbitno dejstvo pa je, da podjetja, ki vpeljujejo družbene odgovorne aktivnosti v svoje poslovanje na ta način povečujejo finančni strošek, ki jih povzročajo te aktivnosti. Če oziroma ko bo v prihodnosti prišlo do ponotranjenja zunanjih učinkov, bodo podjetja, ki danes že vpeljujejo družbeno odgovorno ravnanje v svoje aktivnosti v precejšnji prednosti pred podjetji, ki tega ne počnejo, s čimer pa bodo tudi vlagatelji, ki v okviru svojih naložbenih politik upoštevajo družbeno odgovorne principe, na boljšem oziroma bodo dosegali precej večje donose kot konvencionalni vlagatelji, ki v svojih naložbenih politikah ne upoštevajo družbeno odgovornih principov.

Renneboog, Horst in Zhang v svoji študiji (2008, 3. april) ugotavljajo, ali vlagatelji, ki svoja sredstva vlagajo v sklade in pri svojih naložbenih politikah upoštevajo družbeno odgovorne vidike poslovanja podjetij dosegajo višje ali nižje donose kot njihovi konvencionalni kolegi. Ugotovili so, da vlagatelji v Združenih državah Amerike, Angliji in številnih evropskih in azijskih državah plačujejo ceno za naložbe v družbeno odgovorne sklade. Njihovi donosi so v povprečju od 2,2% pa do 6,5% nižji kot primerljivi donosi skladov, ki pri svojih naložbenih strategijah ne upoštevajo družbeno odgovornih principov. Vendar pa so našli kar precej izjem, kjer pa ta ugotovitev ne velja. V Franciji, na Japonskem in Švedskem opazili, da donosi družbeno odgovornih in konvencionalnih skladov ne dosegajo statistično dokazljivo različnih donosov. Poleg tega so avtorji študije ugotovili, da posamezni skladi ne izkazujejo podpovprečnega donosa zaradi uveljavljanja družbeno odgovornih principov pri naložbenih strategijah. Prišli so tudi do mešanih rezultatov glede učinka pametnega denarja (angl. *Smart Money Effect*). Vlagatelji namreč ne morejo predvideti, kateri skladi bodo imeli nadpovprečne donose, pri čemer pa s precej manjšo težavo lahko izluščijo tiste sklade, ki bodo glede na naložbeno strategijo imeli podpovprečni donos. Konča ugotovitev študije pa je, da vpeljava korporacijskega upravljanja in drugih družbeno odgovornih vidikov znižuje tveganje naložb. V naslednji študiji (2008, 15. januar) so avtorji podrobno pregledali tematiko družbeno odgovornega investiranja v strokovni literaturi na globalni ravni in razkrili več vprašanj kot pa odgovorov. Pojav družbeno odgovornega investiranja, ki prinaša znatno razliko glede preferenc družbeno odgovornega in konvencionalnega investitorja glede naložbenih politik, odpira nova področja za raziskave tako korporacijskega upravljanja, modelov določanja cen in finančnih institucij. Po njihovem mnenju je še vedno odprta dilema, ali kapitalski trgi to upoštevajo pri svojem vrednotenju naložb. Čeprav mnogi menijo, da vpeljava družbene odgovornosti podjetij povzroča višjo vrednost za delničarje in deležnike podjetja, neposredna povezava med vpeljavo družbene odgovornosti v podjetje in vrednostjo podjetja na delniškem trgu še vedno ni potrjena. Družbeno odgovorno investiranje bi lahko bilo povod za spremembo uveljavljenih modelov vrednotenja naložb, saj v primeru da družbeno odgovorni vlagatelj iz svojega naložbenega univerzuma izloča neetična podjetja, ki s svojim poslovanjem škodujejo okolju in družbi, lahko za svoje naložbe pričakuje manjšo donosnost glede na obstoječi model vrednotenja naložb, vendar praksa pokaže, da temu ni tako. Poleg tega je opaziti, da je moč samo na osnovi javnih



informacij o visoki okoljski ozaveščenosti podjetja in uveljavljanju dobrega korporacijskega upravljanja z vlaganjem v ta podjetja doseči nadpovprečne donose. Seveda se na to temo odpirajo številna raziskovalna vprašanja. Na koncu raziskave so se avtorji dotaknili pojava družbene odgovornosti pri bančnih ustanovah. V zadnjih letih je namreč več kot 50 bank na globalni ravni prostovoljno umestilo družbene odgovorne principe v svoje kriterije pri podeljevanju kreditov poslovnim subjektom, in sicer so prevzele principe Equators Principles, ki predstavljajo zavezo, da bodo kreditirale le tiste projekte, ki upoštevajo okoljske in družbene vidike. V študiji (2011) pa so Renneboog, Horst in Zhang raziskovali, ali investitorji v vzajemne sklade, ki pri svojih naložbenih strategijah upoštevajo družbeno odgovorne vidike poslovanja podjetij, bolj upoštevajo družbeno odgovorni vidik kot finančno uspešnost teh skladov. Izkazalo se je, da so družbeno odgovorni vlagatelji manj obremenjeni z negativnim donosom družbeno odgovornih vzajemnih skladov, poleg tega pa so tudi manj občutljivi na pretekli negativni donos takih skladov v primerjavi s konvencionalnim vlagateljem, ki pri svojih naložbenih strategijah ne upošteva družbene odgovornosti podjetij. Avtorji so tudi proučevali, ali določeni skladi pritegnejo več sredstev kot drugi. Ugotovili so, da to velja za prepoznavne vzajemne sklade, ker je premija za prehajanje med posameznimi skladi znotraj določene skupine manjša. Prav tako več sredstev pritegnejo mlajši in manjši skladi, z nižjimi vstopnimi stroški in manj tveganim portfeljem. Na koncu so proučevali, ali lahko družbeno odgovorni investitor izbere takšen sklad, ki je bolj dobičkonosen kot drugi. Tako za družbeno odgovorne kot konvencionalne vzajemne sklade je študija pokazala, da pretekli prilivi sredstev v vzajemne sklade ne vplivajo na njihovo večjo dobičkonosnost v prihodnosti. To je tudi v skladu s hipotezo o učinkovitosti trga kapitala (angl. *Efficient Market Hypothesis*). Ta pravi, da pretekli visoki donosi niso nikakršna garancija za visoke donose v prihodnosti. Opazili pa so zanimivost, da so nekateri vzajemni skladi, ki so uporabili metodo negativnega screeninga, sicer imeli v določenem obdobju manjšo donosnost kot preostali vzajemni skladi, vendar so na dolgi rok pridobili na dobičkonosnosti, kar utemeljujejo z dejstvom, da ima uvajanje družbeno odgovornih vidikov dolgoročno pozitiven vpliv na dobičkonosnost.

Pričujoče raziskave potrjujejo hipotezo 1, in sicer, da je finančni učinek portfeljev, ki so zavezani principom družbene odgovornosti, primerljiv s finančnim učinkom portfeljev, ki teh principov ne upoštevajo. Kljub temu, da družbeno odgovorne naložbe ožijo možen izbor potencialnih naložb zaradi zavezanosti družbeno odgovornim principom, bi bilo upravičeno pričakovati omejenost naložbenega portfelja, in s tem nezmožnost odprave nesistematičnega tveganja, vendar raziskave tega niso potrdile. Rezultati raziskav potrjujejo nasprotno, in sicer, da upoštevanje družbeno odgovornih vidikov pri sestavi naložbenih portfeljev ne vpliva niti na opazno večjo donosnost niti manjšo donosnost takega portfelja v primerjavi s konvencionalnimi portfelji, ki pri svojih naložbenih politikah ne upoštevajo družbeno odgovornih principov. Navedeno pomeni, da naložba v družbeno odgovorne indekse ne prinaša dodatnih stroškov za investitorja niti manjšega donosa.

## 6.2 Družbeno odgovorno investiranje in vpeljava načel družbene odgovornosti v podjetjih

Navodila transparentnosti (European Economic and Social Committee, 2011), ki so bila oblikovana v okviru Eurosifa (angl. *Eurosif Transparency Guidelines*) in izhajajo iz dobrih poslovnih praks, so v prvi meri namenjena podjetjem, ki se ukvarjajo z družbeno odgovornimi naložbami. Njihov glavni namen je povečanje odgovornosti teh podjetij do interesnih skupin, predvsem vlagateljev, tj. kupcev točk posameznega naložbenega sklada. Poleg tega naj bi ta navodila pripomogla k večji transparentnosti upravljavcev premoženja na področju družbeno odgovornih investicij. Vodilo Eurosifu za izdajo navodil so bila Navodila transparentnosti za trajnostne investicijske sklade (angl. *Transparency Guidelines for Sustainable Investment Funds*), ki so bila oblikovana s strani danskega investicijskega foruma v letu 2002, in so opredeljevala 14 kriterijev potrebnih za vzpostavitev transparentnosti družbeno odgovornih investicijskih skladov in informirajo kupce in investitorje o podjetjih, kamor so bila vložena sredstva in o njihovem trajnostnem delovanju (Eurosif, 2011).

Naraščanje pomembnosti družbeno odgovornih investicij je zaslužno tudi za razvoj standarda s strani vodilnih evropskih raziskovalnih organizacij za raziskovanje družbeno odgovornih investicij. Raziskovalne organizacije iz Belgije, Nemčije, Italije, Španije, Švedske in Anglije so združene v zvezo za raziskave na področju družbene odgovornosti podjetij in trajnostnega razvoja (angl. *Association for Independent Corporate Sustainability & Responsibility Research*, v nadaljevanju AI CSRR). AI CSRR, ki med drugim vključuje najvidnejše raziskovalne organizacije kot so Ecodes, EIRIS, EthiFinance, GES, Imug, Oekom in Vigeo, je odgovorno za razvoj prostovoljnega standarda kakovosti za trajnostni razvoj podjetij in raziskave odgovornosti (angl. *Voluntary Quality Standard for Corporate Sustainability and Responsibility Research*, v nadaljevanju CSSR-QS). Poleg tega AI CSRR izvaja tudi neodvisno zunanjo revizijo oziroma preverjanje skladnosti postopkov in procesov, ki se jih poslužujejo posamezne raziskovalne organizacije z navodili oziroma priporočili v okviru prostovoljnega standarda kakovosti CSSR-QS. CSSR-QS je sestavljen iz navodil, pravil in dokazov v zvezi s transparentnostjo, kakovostjo in verifikacijo procesov trajnostnega delovanja podjetij. (Association for Independent Corporate Sustainability & Responsibility Research, 2009).

Evropska komisija je leta 2003 sprejela Akcijski plan (angl. *Corporate Governance Action Plan*), katerega namen je modernizacija evropskega regulativnega okvira, ki naj bi vplival na povečanje družbenih razkritij in posledično tudi na povečanje družbeno odgovornih investicij. Po tem planu naj bi vsa podjetja, ki kotirajo na borzi, razkrivala informacije o strukturah in politikah korporacijskega upravljanja (Commission of the European Communities, 2003).

Nedavna kriza na kapitalskih trgih je posledica pomanjkanja regulative s strani pristojnih regulatorjev trga, izigravanja predpisov in poročevalskih standardov, prikrivanja tveganja, ki ga investitorji posledično niso upoštevali pri analizah in kasneje investicijskih odločitvah, kjer igrajo pomembno vlogo tudi okoljski in družbeni vidiki oziroma tveganja poslovanja podjetij, ki jih investitorji morajo upoštevati pri svojih investicijskih odločitvah. Investitorji dajejo vse večji poudarek na okoljske, družbene in korporacijsko upravljaljske vidike poslovanja podjetij, ki povzročajo merljivo tveganje in ki vpliva na dolgoročno uspešnost tako poslovanja podjetij kot naložbenih portfeljev investitorjev, ki imajo deleže v takih podjetjih. Zato danes vlagatelji proaktivno vlagajo v podjetja, ki pri svojem poslovanju striktno upoštevajo trajnostne vidike poslovanja, ker pri tem dosegajo poleg družbene tudi finančno dobrobit (Ceres, 2011b).

Množica iniciativ in interesnih združenj (UNEPFI, Ceres, Global Reporting Initiative, Investor Network on Climate Risk, Carbon Disclosure Project, United Nations Principles for Responsible Investment, The Enhanced Analytics Initiative), ki združuje različne interesne skupine, dodatno pripomore k ozaveščenosti tako skupnosti vlagateljev kot poslovne skupnosti glede uveljavljanja trajnostnih vidikov poslovanja.

Nadalje k promociji in vpeljavi trajnostnih načel prispevajo napredni in proaktivni individualni upravljalci premoženja, kot so pokojninski skladi, npr. danski pokojninski sklad (Stichting Pensioen fonds APG), ki je tretji po velikosti na svetovni ravni, ima sredstva 2,5 milijona danskih vladnih uslužbencev in upravlja premoženje v višini 300 milijard evrov.

Izjemen primer uveljavljanja in promoviranja trajnostnih načel je britanska okoljska agencija (angl. *The U.K. Environment Agency*), ki ima funkcijo regulatorja trga v Angliji in Walesu. Agencija je namreč ustanovila svoj pokojninski sklad (angl. *Environment Agency Pension Fund – EAPF*) in sodi med 100 največjih britanskih skladov. EAPF upravlja premoženje v višini 2,7 milijarde ameriških dolarjev in zastopa prek 18.000 vlagateljev. Ozadje ustanovitve sklada je razkril finančni direktor agencije in glavni direktor sklada EAPF Howard Pearce (Kiernan, 2009): »Kje je smisel upokojevanja v umazanem in degradiranem okolju? Vemo, da obstaja neposredna povezava med izbiro naložbenega portfelja in njegovim upravljanjem in učinkom na okolje. Naslednji generaciji želimo predati naravno okolje v čim boljšem stanju, torej čisto in varno«.

Kalifornijski pokojninski sklad (angl. *The California Public Employees Retirement System – CalPERS*), ki upravlja s premoženjem v višini 230 milijard ameriških dolarjev, je največji pokojninski sklad v severni Ameriki in četrti največji na svetu. Sklad uživa velik ugled tako doma kot v svetu zaradi svojih naporov pri izboljševanju standardov na področju korporacijskega upravljanja in aktivnosti izvršnega menedžmenta tako v podjetjih, v katera je vložil svoja sredstva kot tudi širše. Ena vidnejših posledic skladovih naporov glede izboljševanja korporacijskega upravljanja je izdaja letnega seznama najboljših 15 do 20 podjetij na področju korporacijskega upravljanja (angl. *Focus List*), za katere sklad meni, da so z izboljšanjem korporacijskega upravljanja direktno in opazno prispevali k zvišanju

vrednosti za delničarje teh podjetij. Obstaja celo strokovna raziskava, ki potrjuje to tezo in jo celo poimenuje CalPERS učinek (angl. *CalPERS Effect*), in sicer s strani svetovalnega podjetja Wilshire Associates, ki v svoji raziskavi dokazuje, da so podjetja s CalPERS seznama v obdobju 5 let bila uspešnejša od svojih konkurentov, ki jih v tem obdobju ni bilo na seznamu, za 12,2%. Druga raziskava s strani Kalifornijske Univerze (angl. *University of California*) dokazuje, da je 115 podjetij s CalPERS seznama v obdobju 1992 do 2005 ustvarilo prek 3 milijarde ameriških dolarjev dodatnega dobička za sklad. Aktivnosti sklada na področju trajnostnega razvoja so samo logično nadaljevanje njihovega uspešnega dela na področju korporacijskega upravljanja. Na področju trajnostnega razvoja vodijo več aktivnosti, so npr. aktivni podporniki in člani interesnega združenja Carbon Project od leta 2005 kot aktivni udeleženci Mreže vlagateljev za zmanjševanje vpliva na podnebne spremembe (angl. *Investor Network on Climate Risk - INCR*) v severni Ameriki se zavzemajo za vpeljavo regulatornih zahtev za podjetja glede razkrivanja informacij pomembnih za vlagatelje ter s pomočjo mreže INCR vodijo neposredni dialog s podjetji, poleg tega pa s posameznimi podjetji iz različnih panog (električna oskrba, zavarovalništvo, avtomobilska industrija) ustanavljajo iniciative in zaveze na področju trajnostnega razvoja (Kiernan, 2009).

Pokojninski sklad kalifornijskih učiteljev (angl. *The California State Teachers' Retirement System – CalSTRS*) je drugi največji sklad v Ameriki, ki upravlja premoženje v višini 170 milijard ameriških dolarjev in zastopa 810.000 vlagateljev. CalSTRS je bil eden izmed prvih skladov na svetu, ki je vpeljal trajnostne vidike pri svojih investicijskih odločitvah s podpisom javne izjave oziroma zaveze pred 30 leti, ki jo je do danes velikokrat revidiral. CalSTRS aktivno sodeluje na skupščinah delničarjev in velikokrat uporablja institucijo pridobivanja pooblastil delničarjev za zastopanje na skupščini pri svojih zavzemanjih za trajnostna načela poslovanja podjetij. V obdobju 2006 do 2007 je CalSTRS glasoval v 108 primerih na skupščinah delničarjev (angl. *Company Ballots*), od katerih so bila trajnostna in okoljska vprašanja na glasovanju v 47% vseh primerov, in teh je CalSTRS podprl 80%. Decembra 2005 je upravni odbor sklada CalSTRS potrdil izvedbo investicijskega programa, ki bo zasledoval trajnostne vidike naložb. Za ta namen je sklad najel Pension Consulting Alliance - PCA, vodilno svetovalno podjetje na področju svetovanja pri menedžmentu pokojninskih skladov, za raziskavo možnosti investiranja v trajnostne naložbe. Poročilo PCA je potrdilo, da ta možnost na trgu obstaja in da bi okoljsko naravnan investicijski program prinesel skladu CalSTRS tako finančno kot okoljsko dobrobit. V sklopu tega programa je sklad najel štiri zunanje upravljalce (Acuity, Generation, New Amsterdam in mešano podjetje (angl. *Joint Venture*) podjetij Light Green Advisor in Rhumblin), da bi upravljali s sredstvi v višini 225 milijonov ameriških dolarjev okviru omenjenega programa. Sklad pa je tudi sam vložil 280 milijonov ameriških dolarjev, ki jih upravlja ekipa upravljalcev sklada, in sicer v čiste tehnologije (angl. *Clean Technology*) ter v druge okoljske in trajnostne naložbe in sklade kot so US Renewables Group, Hg Renewable Power Fund, NGEN in Carton Equity Partners. CalSTRS je aktiven zagovornik glede izboljšanja standardov razkritja informacij, ki jih morajo podjetja zapisati v svoja letna poročila. Leta

2004 je bil CalSTRS eden prvih javnih pokojninskih skladov, ki je zahteval od Ameriške komisije za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission – SEC*), da postavi strožja merila za razkritje okoljskih in drugih pomembnih informacij, ki bi investitorjem bistveno olajšale investicijske odločitve. Sklad je član interesnih združenj Carbon Disclosure Project in Investor Network on Climate Risk in je sistematično raziskal vpliv na podnebne spremembe podjetij v elektroenergetski panogi in se posluževal neposrednih pogovorov s podjetji glede obvladovanja teh tveganj. Leta 2007 je sklad postal podpisnik Principov združenih narodov za odgovorno investiranje (angl. *United Nations Principles for Responsible Investment - PRI*). Nedavno pa je sklad postal podpisnik peticije s strani Ceresa, ki zahteva od komisije SEC polno razkritje okoljskih informacij podjetij, aktivno pa so tudi vključeni v kampanjo Global Warning Shareholder Campaign. Pokojninski sklad CalSTRS, kot tudi njegov sestrski sklad CalPERS, sta vodilna svetovna sklada, ki teoretična razmišljanja o trajnostnem in družbeno odgovornem investiranju dejansko tudi udejanjata v okviru svojih vsakodnevnih aktivnosti (Kiernan, 2009).

Avshalom in Tal (2007) sta v svoji raziskavi poskušala poiskati pripravljenost družbe, ki ni vključena v sestavo družbeno odgovornega indeksa, da uveljavi trajnostne in družbeno odgovorne principe v svoje poslovne aktivnosti, kar je predpogoj za morebitno vključenost družbe v sestavo določenega družbeno odgovornega indeksa. V članku »How Can a Ratings-based Method for Assessing Corporate Social Responsibility (CSR) Provide an Incentive to Firms Excluded from Socially Responsible Investment Indices to Invest in CSR?« sta objavila ugotovitev, da bi v primeru, ko bi bila vsa podjetja vključena na seznam družbeno odgovornega indeksa in razvrščena glede na metode oziroma kriterije, ki jih uporablja določen indeks, le-ta imela tendenco po večji vpeljavi družbeno odgovornih principov v svoje aktivnosti in s tem višjo uvrstitev na seznamu določenega indeksa. Višje mesto na seznamu namreč vodi do večje prepoznavnosti in večjega ugleda podjetja v očeh investitorjev in kupcev, kar vodi tudi do večjega profita. Hkrati pa avtorja raziskave ugotavljata, da v primeru, ko niso vsa podjetja vključena v družbeno odgovorne indekse, kar je seveda realno dejstvo, le-ta ne vidijo potrebe po izboljšanju ali vpeljavi družbeno odgovornih principov v svoje poslovne aktivnosti, še posebej, če niso uvrščena na seznam takega indeksa. V tem primeru namreč vsakršna njihova iniciativa v smeri vpeljave družbeno odgovornih principov ostaja neopažena s strani javnosti in investitorjev in trg jih tudi ne nagrajuje za njihove napore v tej smeri.

Katarina Glac (2008) v svoji raziskavi ugotavlja povezavo med pričakovanjem vlagateljev, da bodo podjetja pri svojem delovanju zasledovala družbeno odgovorne cilje in politike in njihovim upoštevanjem družbeno odgovornih principov pri svojih finančnih naložbah. Njena ugotovitev, da med proučevanima spremenljivkama obstaja precejšnja neodvisnost, je presenetljiva.. Ta ugotovitev je zelo pomembna za vodstva podjetji, ki vlagajo trud in denarna sredstva v zasledovanje družbeno odgovornih politik pri vodenju svojih podjetij. Na ta način ne ravnajo v nasprotju z interesom svojih delničarjev. Iz te raziskave je moč razbrati, da je interes delničarjev po udejanjanju družbeno odgovornih politik v podjetjih

večji, kakor je na prvi pogled razvidno iz njihove udeležbe pri družbeno odgovornih investicijah. Menedžerji so se v preteklosti pogosto zatekali k donedavno že skoraj dogmatski trditvi Friedmana, da je edini smoter poslovanja podjetij v zasledovanju edine potrebe njihovih delničarjev in to je izključno maksimiranje dobička. Ugotovitve te raziskave pa pričajo ravno nasprotno, in sicer, da ni nujno, da so želje, prepričanja in potrebe delničarjev v soglasju z njihovo dejavnostjo pri investiranju svojih finančnih sredstev. Da bi podjetja dobila boljši uvid glede pričakovanj svojih delničarjev, bi jih bilo smiselno nagovoriti neposredno z različnimi vprašalniki in drugimi metodami. Avtorica raziskave navaja, da je eden izmed možnih razlogov za ta razkorak med pričakovanjem delničarjev, da podjetja pri svojem delovanju zasledujejo družbeno odgovorne politike in njihovim udeleževanjem pri družbeno odgovornih naložbah tudi v pomanjkljivih informacijah o dejavnosti podjetij glede družbeno odgovornih politik, ki jih ta vpeljujejo v svoje poslovne dejavnosti. V nadaljevanju avtorica izpostavi naslednjo zanimivo ugotovitev, da je vlagatelj v okviru procesa sprejemanja naložbene odločitve podvržen različnim faktorjem, kot je npr. poudarjen finančni vidik. Zadnji je posledica precejšnjega poudarka zgolj finančnih vidikov poslovanja podjetij v njihovih računovodskih in finančnih izkazih. Zaradi tega naj bi bilo tudi obnašanje investitorja, ki sicer zagovarja družbeno odgovorne poslovne politike, v veliki meri podvrženo zgolj finančnim kazalcem pri svojih naložbenih odločitvah. Če ta povezava obstaja, bi bilo povečanje pomena nefinančnega poročanja prava smer pri spremembi navad investitorjev. Na ta način bi investitorji tudi lažje spremenili svoje navade pri investicijskem odločanju in bi v svoje investicijske odločitve poleg finančnih kazalcev pričeli uvajati tudi nefinančne kazalce, s čimer bi olajšali vpeljavo družbeno odgovornih poslovnih politik podjetij.

Sparkes in Cowton (2004) v svoji raziskavi ugotavljata ne samo, da se je segment družbeno odgovornega investiranja od svojih začetkov znatno povečal tako po obsegu kot vsebini ampak je tudi dozorel. To zrelo fazo opravičujeta z dejstvom, da je družbeno odgovorne politike pri svojih investicijskih odločitvah prevzelo že precej velikih institucionalnih investitorjev. V začetni fazi, ko je bilo etično investiranje osredotočeno predvsem na izogibanje določenim gospodarskim praksam, ta oblika ni bila tako privlačna za naložbeno skupnost, ker je na ta način ožila nabor podjetij, primernih za naložbe, s čimer je tudi zmanjševala razpršenost svojih naložb. Zato ta način ni v ničemer prispeval, da bi podjetja, katerih vidik poslovanja ni izpolnjeval družbeno odgovornih kriterijev, spremenila svoje obnašanje. Etični vidik poslovanja je postal bolj zaželen šele takrat, ko je pritisk javnosti in vlad prisilil podjetja, da so pri svojem poslovanju pričela upoštevati družbeno odgovorne vidike poslovanja, ker so od tega imela korist tudi sama. Poleg tega se institucionalni vlagatelji vedno bolj poslužujejo različnih metod delničarskega aktivizma, s katerimi vplivajo na odločitve podjetij, kjer imajo svoje deleže. S strategijo pridobivanja pooblastil delničarjev za zastopanje na skupščini se delničarji dogovarjajo med seboj in sklepajo različne oblike formalnih in neformalnih dogovorov o prenašanju svojih glasovalnih pravic na zastopnike, medtem ko s strategijo predloga delničarjev za glasovanje na skupščini delničarji oblikujejo predloge za glasovanje na skupščinah delničarjev, s katerimi želijo

vplivati na korporacijsko upravljanje družb. Takšne strategije so precej učinkovite in ne zahtevajo velikih stroškov za doseg želenih sprememb, poleg tega pa že majhna npr. 10% udeležba v deležu podjetja zadostuje za podajanje različnih pobud. In ravno te strategije se avtorjema te raziskave zdijo ključne za spremembo obnašanja podjetij v smeri večjega uveljavljanja principov družbene odgovornosti pri svojem poslovanju.

Lydenberg in Sinclair (2009) v svoji razpravi zastavita vprašanje ali ima posameznik kot vlagatelj moč, v nasprotju z institucionalnimi vlagatelji, da s svojimi naložbenimi aktivnostmi prispeva k večji vpeljavi družbene odgovornosti v podjetjih. Sicer ugotavljata, da bo potrebnih še veliko korakov v tej smeri, sploh glede informiranja javnosti glede namena, učinka in smiselnosti vpeljave družbeno odgovornega investiranja tudi med individualnimi vlagatelji, vendar pa skleneta razmišljanje, da si bo tudi ta način vlaganja utrl podobno pot, ko sta si že mikrofinance, ki omogočajo dostop do posojil tudi majhnemu človeku oziroma podjetniku, in pa socialno podjetništvo. Na področju skladov tveganega kapitala (angl. *Venture Capital*) je bila npr. ustanovljena Mreža tveganega kapitala (angl. *Social Venture Network*), ki usmerja kapital v mlada podjetja, ki so zavezana principom družbene odgovornosti. Vendar pa avtorja poudarjata, da je ključnega pomena za uspeh dobra informiranost in lahek dostop do podatkov o učinkih posameznih vlaganj prek različnih kanalov kot so spletne objave, poročila, medijske objave v tiskanih medijih itd.

Glede na pričujoče raziskave hipoteze 2, tj. da porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev vpliva na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih, ni moč enostransko potrditi. Poleg samih vlagateljev namreč na večjo družbeno odgovornost podjetij vplivajo tudi potrošniki, javno mnenje in razne institucije, ki snujejo navodila in priporočila ter seveda Evropska komisija, ki pa ima v rokah močnejša orodja kot npr. modernizacijo evropskega regulativnega okvira, saj naj bi vplival na povečanje družbenih razkritij in posledično tudi na povečanje družbeno odgovornih aktivnosti podjetij. Poleg tega je nedavna kriza na kapitalskih trgih pokazala, da je potrebno na področju regulative in nadzora še veliko postoriti. Pomanjkanje regulative s strani pristojnih regulatorjev trga, izigravanje predpisov in poročevalskih standardov, prikrivanje tveganja, ki ga investitorji posledično niso upoštevali pri analizah in kasneje investicijskih odločitvah, kjer igrajo pomembno vlogo tudi okoljski in družbeni vidiki tveganja poslovanja podjetij, je v veliki meri prispevalo k nastanku nedavne finančne in gospodarske krize. Zato je danes vse bolj pomembna proaktivna vloga vlagateljev in s tem vpliv na vodstva podjetij, kamor vlagajo svoje premoženje, da le-ta pri svojem poslovanju striktno upoštevajo trajnostne vidike poslovanja, ker pri tem dosegajo poleg družbene tudi finančno dobrobit za vse deležnike podjetja. Zadnje je veliko bolj opazno pri ameriških pokojninskih skladih, ki zelo aktivno posegajo v poslovanja posameznih podjetij, kjer imajo naložena svoja sredstva. Torej sama porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev ne vpliva sama po sebi na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih, dokler le-ta v tem ne vidijo tudi koristi.

Zanimivo bi bilo raziskati tudi obraten vpliv, torej ali povečana vpeljava načel družbene odgovornosti v podjetjih vpliva na porast družbeno odgovornega investiranja. Investitorji bi seveda imeli precej lažje delo, če bi bila družbena odgovornost podjetij merljiva in med sabo primerljiva. Namreč zaradi odsotnosti splošnih računovodskih standardov na področju družbene odgovornosti imajo investitorji pri svojih naložbenih odločitvah precej težje delo. Dunfee (2003) v svoji študiji *Social Investing: Mainstream or Backwater?* zagovarja tezo, da je merjenje družbeno odgovornih aktivnosti podjetij, njihovo ocenjevanje ter medsebojno primerjanje možno le z uvedbo ekvivalenta npr. Ameriških splošno sprejetih računovodskih načel GAAP (angl. *Generally Accepted Accounting Principles*), katerih namen je pošten prikaz finančne pozicije rezultatov in denarnega toka. Vendar avtor ugotavlja, da bi se poleg učinkovitih računovodskih načel, ki bi obravnavale družbeno odgovornost, hkrati morala vzpostaviti institucija nadzora oziroma revizije po vzoru splošnih revizijskih načel GAAS (angl. *Generally Accepted Auditing Standards*). V tej smeri je naredil prve korake angleški inštitut The Institut of Social and Ethical Accountability, ki je leta 1999 pripravil standarde *Accountability 1000*. Seveda bo pretekla dolga pot preden bodo določeni standardi splošno priznani in upoštevani s strani posameznih podjetij, ki v svojih aktivnostih upoštevajo družbeno odgovorne vidike poslovanja.

Z vpeljavo splošno uveljavljenih računovodskih standardov na področju družbene odgovornosti bi imeli vlagatelji na voljo precej več informacij, hkrati pa jim ne bi bilo treba drastično spreminjati svojih navad pri investicijskem odločanju, ampak bi jih le nadgradili tako, da bi v svoje investicijske odločitve, ki se naslanjajo na finančne kazalce, dodali kazalce, ki opisujejo družbeno odgovorne aktivnosti podjetij. Ker pa bi le-ti izhajali iz splošno uveljavljenih standardov na področju družbene odgovornosti, bi bili kazalci bolj transparentni in med posameznimi podjetji tudi primerljivi.

### **6.3 Družbeno odgovorno investiranje kot inovativen marketinški pristop**

Udeleženci na trgu trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja in zunanji opazovalci tj. tisti, ki so neposredno in posredno povezani s trajnostnim in družbeno odgovornim investiranjem (investicijska podjetja in institucije, ki uveljavljajo principe trajnostnega investiranja, investitorji posamezniki, akademski svet in mediji), apriori zastopajo stališče, da so etična in družbeno odgovorna vlaganja tudi dejansko etične narave. Mark S. Schwartz (2003) v svoji raziskavi *The »Ethics« of Ethical Investing* proučuje etičnost trajnostnih in družbeno odgovornih investicij. Avtor zagovarja tezo, da morajo biti vzajemni skladi, ki so zavezani principom družbeno odgovornega vlaganja, in ki se opredeljujejo za etične, trajnostne ali družbeno odgovorne vzajemne sklade, dejansko zavezani višjim etičnim principom kot vzajemni skladi, ki tem principom niso zavezani. To pa preveri na področju transparentnosti njihovih naložbenih politik in na področju oglaševanja njihovih naložbenih produktov končnim kupcem oziroma vlagateljem. Njegova ugotovitev je, da pretežni del proučevanih vzajemnih skladov, ki se opredeljujejo za etične, tega ne upravičuje.



Zanimiva je študija finančne uspešnosti angleškega vzajemnega sklada Family Charities Ethical Trust - FCE (Mill, 2006), ki je bil ustanovljen leta 1982 kot The Mencap Unit Trust in se po prevzemu družbeno odgovornih principov v svoje naložbene politike v mesecu marcu 1996 preimenoval v FCE. Na začetku je sklad imel politiko dolgoročne rasti prihodkov in naložbenega kapitala, kasneje leta 1996 pa je dodal vrsto družbeno odgovornih naložbenih politik (npr. izogibanje vlaganjem v gospodarske panoge kot so proizvodnja alkoholnih pijač, tobaka, orožja, kemikalij, ki prispevajo k nastanku ozonske luknje, testiranje kozmetičnih izdelkov na živalih, prekomerna uporaba oziroma poseka tropskega gozda, intenzivno kmetijstvo z uporabo prepovedanih pesticidov, gospodarske aktivnosti, ki onesnažujejo tekoče vode, podjetja, ki ustanavljajo svoje podružnice v državah, kjer so kršene temeljne človekove pravice). Primerjava finančne uspešnosti sklada je bila narejena s tremi konvencionalnimi skladi Solus UH Growth - SUG, ISIS UK Growth & Income – IUG, Martin Currie IF Income – MCI, ki v svojih naložbenih politikah niso zasledovali družbeno odgovornih principov, in družbeno odgovornim indeksom Financial Times Stock Exchange All Share – FTCE All v obdobju od 1982 do 2004. Rezultat študije je nespremenjena povprečna vrednost donosa FCE sklada v posameznem mesecu za obdobje do marca 1996 in po marcu 1996, v primerjavi z donosi, ki so jih dosegali ostali trije konvencionalni skladi in družbeno odgovorni indeks. Poleg tega ni bilo zaznati niti podpovprečnega niti nadpovprečnega donosa v primerjavi z donosi preostalih skladov in družbeno odgovornega indeksa.

Študija, ki sta jo opravila Kempf in Osthoff (2008) raziskuje pogostokrat omenjeno trditev, da so investicijski skladi, ki v svojih nazivih propagirajo družbeno odgovornost, v resnici le zamaskirani konvencionalni skladi, ki ta poimenovanja izkoriščajo, da bi pritegnili več vlagateljev. S pomočjo podatkovne zbirke Morningstar Principia v letih 1991 do 2004 sta avtorja vzajemne sklade razdelila v dve skupini, in sicer v sklade, ki v okviru svoje naložbene politike upoštevajo družbeno odgovorne vidke, in sklade, ki teh principov ne upoštevajo. Razdelila sta jih glede na vrednost etičnega indeksa, ki je bila pripisana posameznemu skladu, pri čemer je vrednost etičnega indeksa pri pozitivnem screeningu (vključevanje delnic podjetij, ki zasledujejo družbeno odgovorne prakse) znašala od 0 do 1 (1 je največja pozitivna vrednost), pri negativnem screeningu (izključevanje delnic podjetij, ki v okviru svojih aktivnosti uporabljajo škodljive in neprimerne poslovne prakse) pa tudi od 0 do 1 (1 je največja pozitivna vrednost). Vsako skupino posebej (pozitivni in negativni screening) sta nato razdelila v 5 skupin (0,0 – 0,2; 0,2 – 0,4; 0,4 – 0,6; 0,6 – 0,8; 0,8 – 1,0) in ugotovila, da se družbeno odgovorni naložbeni skladi uvrščajo v razrede, ki so ovrednoteni z višjimi ocenami, tako pri pozitivnem kot negativnem screeningu, medtem ko so tradicionalni skladi oziroma skladi, ki v svojih naložbenih politikah ne zasledujejo družbeno odgovornih vidikov, enakomerno zastopani v vseh 10 skupinah. Njuna ugotovitev je bila, da imajo družbeno odgovorni skladi statistično značilno višjo vrednost etičnega indeksa in zato niso konvencionalni naložbeni skladi, ki propagirajo svojo družbeno odgovornost le zaradi večje prepoznavnosti.

Bruce Johnsen (2003) kritično ocenjuje družbeno odgovorno investiranje kot še eno izmed opravičil za obstoj zahodnjaškega kapitalizma. Med drugim se nikakor ne strinja z metodologijo dezinvestiranja kot eno izmed metod družbeno odgovornega investiranja, ki se jih poslužujejo investicijski skladi. Po njegovem gre za neodgovoren pristop, ki v veliki meri rezultira v vse bolj pogubnih učinkih, ki sicer ne bi nastali, če se te metode omenjeni investicijski skladi sploh ne bi posluževali. Kot enega izmed primerov navaja vzpostavitev "sweat shop" delovne sile v jugovzhodni Aziji. Prvobitni namen naj bi bil izboljšanje blagostanja tamkajšnjega prebivalstva. Za zahodnjaške standarde namreč nikakor ni sprejemljivo, da 12 letno dekle preživlja ure in ure za šivalnim strojem v pogojih, ki bi za zahodno kulturo bili nesprejemljivi. Vendar pa ta dekleta v tamkajšnji družbi nimajo alternative oziroma je edina alternativa prostitucija, zaradi katere je mnogo deklet izpostavljenih raznim spolnim boleznim in posledično dosegajo krajšo življenjsko dobo. Torej bi bilo v tem primeru neetično od upravljavca investicijskega sklada, da s svojimi aktivnostmi izstopajo iz družb, ki podpirajo zaposlitve azijskih deklet, ki pa v dani situaciji alternativ nimajo. Avtor zato namesto dezinvestiranja v družbe, ki podpirajo delo mladoletnih oseb v azijskih deželah, predlaga, da se upravljalci aktivno vključujejo v korporacijsko upravljanje družb prek deležev podjetij, ki sestavljajo njihove investicijske portfelje in da cilje, ki so jih zastavili v okviru svojih družbeno odgovornih aktivnosti, tudi dosledno izpolnjujejo, tudi z zastavitvijo svojega ugleda in ugleda investicijskega sklada. Seveda je pri tem zelo pomembno, kako upravljalci premoženja pri aktivnem investiranju, kjer upravljalci aktivno posegajo v družbeno odgovorne politike podjetij, katerih deleže imajo v svojih naložbenih portfeljih, komunicirajo svoje cilje z vsemi deležniki, kajti velikokrat se učinek njihovih politik pozna šele po preteku določenega časovnega obdobja.

Chris Newlands (2010) nagovarja kritične in družbeno odgovorne investitorje, da so pazljivi pri vlaganju svojega premoženja v investicijske sklade, ki vsebujejo različne sopomenke za družbeno odgovornost, skrb za okolje ter druge, saj v veliko primerih investicijska politika tovrstnih skladov ne izpolnjuje kriterijev, ki jih obljublajo njihova visoko zvoneča imena. Resnica, ki je privrela na dan po razlitju nafte britanske družbe British Petroleum v Mehiškem zalivu, je velikokrat zelo boleča. Taki skladi namreč lahko v svojih portfeljih vsebujejo deleže podjetij kot so banke, farmacevtska podjetja in celo podjetja za črpanje, predelavo in distribucijo nafte. Züriški sklad (angl. *Zurich Environmental Opportunities Pension Fund*) iz Anglije npr. obljublja, da vlaga v podjetja, ki aktivno sodelujejo pri ohranjanju neokrnjenega življenjskega okolja, vsebuje pa 6% naložb v britansko naftno družbo British Petroleum, in to še po tem, ko se je zgodil incident razlitja nafte v Mehiškem zalivu. Isti sklad, ki upravlja za 26 milijonov dolarjev naložb, ima 7,6% naložb v drugem naftnem podjetju, in sicer nizozemski družbi Royal Dutch Shell, in 4,3% v premogovniški družbi Rio Tinto. Investicijska in raziskovalna družba Barchester Green Investment je nedavno Züriški sklad uvrstila na vrh lestvice tistih podjetij, ki s svojim imenom najbolj zavajajo vlagatelje glede svoje naložbene politike. Kljub kritikam upravljavci züriškega sklada trdijo, da je v njihovem interesu dolgoročna donosnost njihovih naložb in s tem dobičkonosnost sklada, posledično tudi naložbenega premoženja njihovih vlagateljev. Kljub

temu, da je bila družba British Petroleum septembra tistega leta izbrisana iz FTSE4Good indeksa, ima sklad Environmental Opportunities še vedno del premoženja svojih vlagateljev naložen v delnice družbe British Petroleum. Po podatkih foruma European Sustainable Investment Forum se je količina premoženja naloženega v okoljske in družbeno odgovorne investicijske sklade v letih 2007 do 2010 povečala za dvakrat, na 6 milijard dolarjev, s čimer se je povečalo tudi število skladov, ki v svojih nazivih neupravičeno uporabljajo privlačna imena za okoljske in družbeno odgovorne politike, ki naj bi jih zasledovali pri svojih naložbenih strategijah. Na pogled zelo obetavna imena propagirajo družbeno in okoljsko ozaveščenost, v resnici pa njihove naložbene politike ne zasledujejo teh smernic. Oktobra 2010 je okoljsko interesno združenje Friends of the Earth kar nekaj francoskih družbeno odgovornih investicijskih skladov označilo za nelegitimne. V poročilu, kjer so proučili 89 skladov, naj bi se 71 od njih posluževalo investicijskih politik, ki so kontroverzne oziroma so njihove naložbene politike označili za katastrofalne družbene in okoljske prakse. Na ta način imajo vlagatelji, ki želijo vlagati v okoljska in družbeno odgovorna podjetja prek investicijskih skladov precejšnjo težavo. Nekateri investicijski skladi, ki se oglašujejo kot družbeno odgovorni, namreč tega s svojimi aktivnostmi ne potrjujejo. Naslednji sklad na spisku zavajajočih skladov družbe Barchester Green Investment je sklad Marks and Spencer Ethical fund. Ta sklad v svojem imenu uporablja ime družbe Marks and Spencer in to dobro ime izkorišča za promocijo svojega sklada. Družba Marks&Spencer je namreč vključena v številne družbeno odgovorne investicijske sklade zaradi svojega vzornega odnosa z zaposlenimi, kar pa še ni zagotovilo, da tudi sklad, ki nosi njeno ime, upošteva družbeno odgovorna načela pri investiranju premoženja svojih vlagateljev. Koliko vlagateljev sklada Marks and Spencer Ethical fund bi bilo zadovoljnih, če bi dejansko vedelo, da je njihov denar naložen v podjetja kot so BP, Shell, GlaxoSmithKline, AstraZeneca in HSBC. Sporočilo družbeno odgovornemu vlagatelju je jasno, razlika med dobrim in slabim skladom, ki se izdaja za družbeno odgovorni sklad je izredno velika, zato mora kritičen vlagatelj pozorno proučiti naložbeni prospekt posameznega sklada, preden mu zaupa svoje premoženje v upravljanje.

Benson, Brailsford in Humphrey (2006) v svoji raziskavi ugotavljajo, v čem se upravljalci naložbenih skladov, ki zasledujejo družbeno odgovorne vidike, razlikujejo od upravljalcev konvencionalnih naložbenih skladov, ki v svojih naložbenih politikah ne zasledujejo družbeno odgovornih vidikov. Predhodne raziskave nakazujejo, da je finančni učinek portfeljev, ki so zavezani principom družbene odgovornosti, primerljiv s finančnim učinkom portfeljev, ki teh principov ne upoštevajo, zato se je avtorjem študije porodilo vprašanje ali se v tem primeru tudi naložbena politika oziroma naložbeni portfelji družbeno odgovornih skladov in konvencionalnih skladov med sabo bistveno ne razlikujejo. Sprašujejo se še, kje je potem primerjalna razlika družbeno odgovornih skladov, če teh razlik ni moč opredeliti. V obdobju, ki so ga raziskovali (1994 do 2003) se finančni učinki skladov, ki so zavezani principom družbene odgovornosti niso bistveno razlikovali od učinkov portfeljev skladov, ki niso bili zavezan tem principom, kar je potrdilo rezultate dosedanjih raziskav.

Vendar pa so s pomočjo regresijskega modela ugotovili, da so bete glede<sup>9</sup> na industrijsko panogo med seboj statistično različne, različne pa so tudi glede na naložbeni sklad in vrsto sklada. Ugotovili so, da je pri 92% vseh skladov beta statistično različen od drugih beta, in sicer največ pri informacijski panogi, kar ni presenetljivo, saj opazovani čas sovпада z veliko rastjo delnic »pika com« podjetij. Poleg tega so odkrili, da so imeli družbeno odgovorni skladi veliko premoženja v delnicah telekomunikacijskih in komunalnih podjetij, kar je ključna ugotovitev pričujoče študije, saj nam kaže, da ti skladi dosegajo enake ali podobne finančne učinke, kljub temu, da imajo sredstva naložena v druge panoge kot konvencionalni naložbeni skladi. Ti rezultati tudi odgo varjajo na javno kritiko, da so družbeno odgovorni skladi le navadni konvencionalni skladi preoblečeni v družbeno odgovorno preobleko le zaradi modne muhe.

Tudi pri hipotezi 3 ni moč enoznačno potrditi ali zavreči trditev, da je družbeno odgovorno investiranje samo inovativen marketinški pristop, ki nagovarja družbeno odgovorne posameznike in institucionalne vlagatelje izključno zaradi večje prodornosti in prepoznavnosti svojih tržnih portfeljev. Nekateri raziskave (Kempf & Osthoff, 2008) namreč pričajo o tem, da naložbeni skladi, ki v svojih nazivih vključujejo imena, z oznako družbeno odgovornih vidikov investiranja, s svojimi naložbenimi politikami upravičujejo svoja imena, medtem ko druga (Chris Newlands, 2010) kritično ocenjujejo poimenovanja posameznih naložbenih skladov, ker njihove naložbene politike niso v skladu s poimenovanji njihovih skladov, ki jih le-ti uporabljajo. Seveda bi bilo na tem mestu upravičeno vpeljati kontrolni mehanizem s strani zakonodajalca, ki bi preprečeval takšno zlorabo imen posameznih naložbenih skladov, s čimer bi bil nepoučeni vlagatelj manj izpostavljen zavajanju pri svojih naložbenih odločitvah.

#### **6.4 Strategija družbeno odgovornega ravnanja podjetij**

Če želijo vodstva podjetij pritegniti vlagatelje, med katerimi je skupnost družbeno odgovornih vlagateljev vse bolj množična, morajo ugotoviti, katera oblika družbeno odgovornega ravnanja je najbolj primerna. Pojavi se vprašanje ali lahko to informacijo pridobijo na osnovi naložbenih strategij in politik družbeno odgovornih vlagateljev ter kako potem to udejanjiti v okviru svoje strategije družbeno odgovornega ravnanja.

Na osnovi obravnavanih raziskav lahko sklepamo, da družbeno odgovorni vlagatelji vse bolj posegajo po strategijah, s katerimi lahko neposredno vplivajo na družbeno odgovorne politike posameznih podjetij. Poleg tega želijo pridobiti vse relevantne informacije o poslovanju podjetij za katere želijo, da so verodostojna in transparentna.

---

<sup>9</sup> Beta je kazalnik tveganja, ki ponazarja spremenljivost posameznega finančnega instrumenta oziroma portfelja glede na spremenljivost celotnega trga. Mejna vrednost koeficienta beta je 1. Če je beta nekega portfelja višja od 1, donosnost tega portfelja niha bolj kot niha celoten finančni trg, vrednost, nižja od 1, pa pomeni, da je donosnost portfelja manj spremenljiva kot donosnost trga (Bodie, Kane&Marcus, 2005).

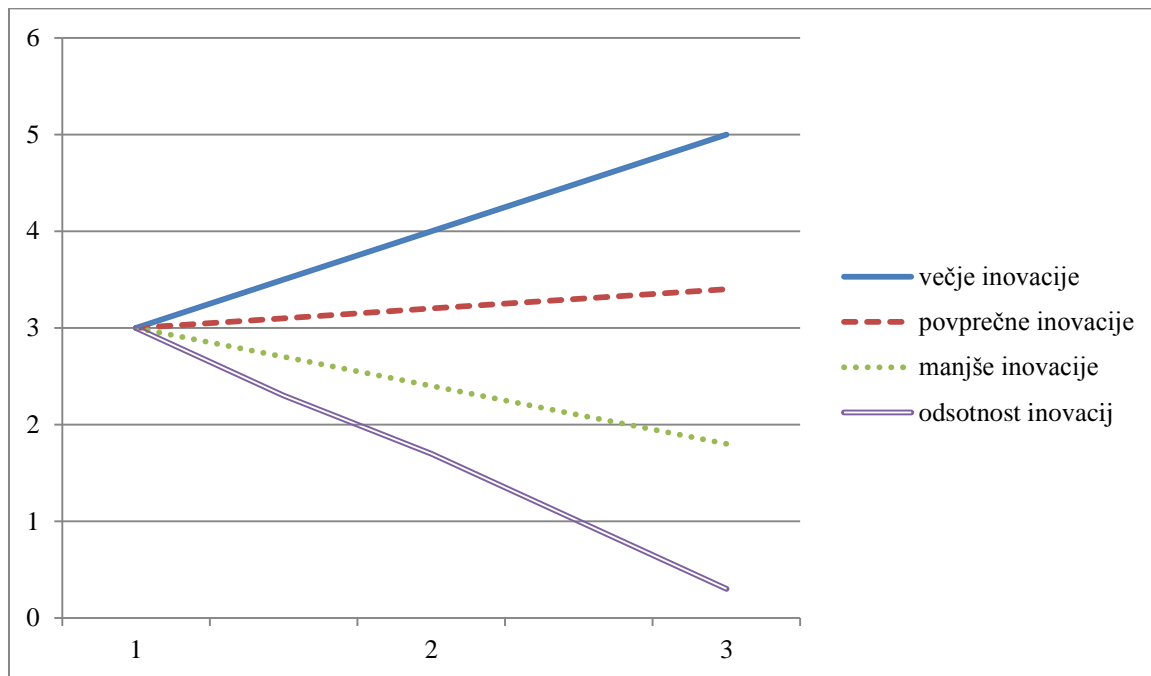
Na koncu pa seveda ob upoštevanju okoljskih in družbeno odgovornih standardov želijo od tega imeti dolgoročno korist.

Zhang (2004) v svoji raziskavi ugotavlja, da četudi podjetje sledi delničarskemu pristopu oziroma želi maksimirati dodano vrednost za svoje delničarje, mora na dolgi rok upoštevati tudi ostale deležnike podjetja (zaposlene, skupnost, okolje), če želi dolgoročno preživeti, s čimer se približuje deležniškemu pristopu. Nadalje ugotavlja, da morajo biti vse aktivnosti podjetja v smeri uveljavljanja družbene odgovornosti merljive, saj lahko le na ta način podjetje upravlja z nastalimi stroški. Kljub temu, da je še vedno poglobitni cilj vsakega podjetja finančna uspešnost oziroma dobičkonosnost, le-ta ni v nasprotju z večanjem vrednosti za preostale deležnike oziroma je celo v skladu s tem načelom. Če bo imela poleg delničarjev podjetja od tega korist tudi preostala skupnost, je cilj dosežen. Številne raziskave po avtorjevih besedah kažejo na to, da družbeno odgovorni kazalniki kot so dobro korporacijsko upravljanje, visoki okoljski standardi in skrb za vse deležnike podjetja, povečujejo vrednost za svoje delničarje.

Robert G. Eccles in George Serafeim (2013) sta s pomočjo ekonometrične analize analizirala več kot 3.000 podjetij in na osnovi izsledkov oblikovala krivuljo, ki sta jo poimenovala Performančna krivulja (angl. *The Performance Frontier*), s katero sta orisala soodvisnost finančne uspešnosti in vložka na področju uveljavljanja okoljskih, družbenih in upravljavskih vidikov posameznega podjetja. Njuna poglobitna ugotovitev je, da je ta odvisnost pozitivna, če je podjetje inovativno oziroma če neprestano razvija nove produkte, procese in poslovne modele. Pri povprečni inovativnosti podjetje kljub vlaganju v okoljske in družbeno odgovorne politike ne izkazuje upada finančne uspešnosti, v primeru, ko podjetje, ki malo ali sploh ne vlaga v nove produkte, procese in poslovne modele, izkazuje negativno soodvisnost med finančno uspešnostjo in vložkom na področju uveljavljanja okoljskih, družbenih in upravljavskih politik. V odsotnosti inovacij, večji kot je vložek pri uveljavljanju okoljskih, družbenih in upravljalških politik večji je njegov negativen vpliv na finančno uspešnost podjetja. Zato avtorja študije podjetjem predlagata, da se osredotočijo na tiste okoljske, družbene in korporacijsko upravljalške politike, ki imajo največji vpliv na dodano vrednost za delničarje in druge deležnike podjetja ob hkratnem nenehnem vlaganju v inovacije oziroma razvoj novih produktov, procesov in poslovnih modelov, ki omogočajo, da je podjetje kljub stroškom, ki so posledica uveljavljanja družbeno odgovornih politik, tudi finančno uspešno. V sliki 2 je prikazana performančna krivulja, ki sta jo definirala avtorja. Os Y s številkami od 0 do 6 predstavlja finančno uspešnost podjetja, pri čemer 0 pomeni neuspešnost, 3 povprečno uspešnost in 6 visoko uspešnost, X os pa vložek v vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljalških politik, pri čemer številka 1 predstavlja majhen vložek, 2 povprečen vložek in 3 velik vložek. Iz slike je razvidno, da samo znatno velike inovacije ob hkratnem velikem vložku podjetja v vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljalških politik, vodi tudi do finančne uspešnosti podjetja. V primerih, ko pa podjetje, ki sicer vlaga precejšnje napore v vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljavskih politik ob

siceršnjem povprečnem vlaganju v nove produkte, procese in poslovne modele, torej povprečno ali sploh ne inovira, pa je vpliv na finančno uspešnost podjetja negativen.

Slika 2: Performančna krivulja



Vir: R. G. Eccles & G. Serafeim, *Innovating for Sustainable Energy*, 2013, str. 52.

Nara Petrovič (2013) v članku Kdo bo plačal zadolževanje naravi? ugotavlja, da gospodarska rast v zadnjem stoletju temelji na ogromni eksternalizaciji stroškov. Šlo naj bi za trilijone evrov, ki jih doslej nihče ni obračunal v svojih stroškovnikih. Gospodarska rast temelji na brezglavem izčrpavanju neobnovljivih virov in na netrajnosti izrabi obnovljivih virov. Rešitev vidi med drugim tudi v internalizaciji oziroma ponotranjenju stroškov, ki jih podjetja ustvarijo s svojimi poslovnimi aktivnostmi z vplivom na okolje in družbo nasploh ter v majhnih lokalnih skupnostih, ki bi bile kmetijsko samooskrbne, politično (samo)zavestne, ekonomsko sposobne, socialno povezane, kulturno razgibane, fizično zdrave. Le na ta način lahko po avtorjevem mnenju ustavimo brezglavo dirko k rasti in ustvarimo razmere za družbeno zrelost in odgovornost.

Eccles in Serafeim (2013) predlagata 4 stebre za vpeljavo okoljskih in družbeno odgovornih politik ob hkratnem povečevanju finančne uspešnosti podjetja:

1. identifikacija okoljskih in družbenih vidikov poslovanja podjetij, ki lahko predstavljajo dodano vrednost za delničarja in druge deležnike podjetja,
2. določitev razmerja med finančno uspešnostjo podjetja in potrebnim vložkom za vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljaljskih politik,
3. inovacije podjetja na področju novih produktov, procesov in poslovnih modelov in
4. obveščanje zainteresirane javnosti o inovacijah podjetja.

## 1) Identifikacija okoljskih in družbenih vidikov poslovanja podjetij, ki lahko predstavljajo dodano vrednost za delničarja in druge deležnike podjetja

Seznam okoljskih in družbenih faktorjev, ki lahko imajo za posledico velik vpliv na finančno uspešnost podjetja, je dolg in je podrobneje opisan v poglavju 3 tega magistrskega dela. V kolikšni meri določen faktor vpliva na dolgoročno vrednost za delničarje podjetja, je odvisno od panoge, v kateri posluje podjetje (npr. izpusti emisij imajo večji vpliv na podjetja v komunalni panogi kot na podjetja v bančnem sektorju) in strategije, ki jo določeno podjetje uporablja (npr. človekove pravice igrajo večjo vlogo na razvijajočih se trgih, kjer je veliko nekvalificirane delovne sile, kot pa na zahtevnih zahodnih trgih, kjer je veliko visoko kvalificirane delovne sile). Svet za standardizacijo trajnostnega računovodstva (angl. *The Sustainability Accounting Standards Board - SASB*) razvija model, ki bi pomagal podjetjem pri identifikaciji ustreznih okoljskih in družbenih vidikov, ki bi jih le-ti potem upoštevali pri svojih družbeno odgovornih politikah s ciljem dolgoročnega povečevanja vrednosti za svoje delničarje in druge deležnike podjetja. SASB razvija računovodske standarde za razkrivanje številnih merljivih družbeno okoljskih faktorjev, ki bi jih podjetja dodala k siceršnjim računovodskim zahtevam glede poročanja in razkrivanja podatkov o njihovih poslovnih aktivnostih. Cilj SASB-a je razviti standarde za 10 gospodarskih panog, ki združujejo 88 področij. Panoge so prikazane v tabeli 4, iz katere je tudi razvidno, v kateri fazi razvoja so trajnostni standardi za posamezna področja.

*Tabela 4: Status razvoja trajnostnih računovodskih standardov*

	<b>Panoga</b>	<b>Faza</b>	<b>Datum</b>	<b>Razno</b>
<b>1</b>	Zdravstvo	Zaključena	Objava standarda 31.7.2013	Pilotni projekt
<b>2</b>	Finance	Zaključna faza	Predviden izid 20.11.2013	Pilotni projekt
<b>3</b>	Tehnologija in komunikacije	Raziskovalna faza	Delovna skupina prične 2.10.2013	SASB Delta Series*
<b>4</b>	Neobnovljivi viri energije	-	Delovna skupina prične 6.8.2013	Delovna skupina**
<b>5</b>	Transport	-	Delovna skupina prične 5.11.2013	Delovna skupina**
<b>6</b>	Storitve	-	Delovna skupina prične 12.2.2014	Delovna skupina**
<b>7</b>	Preoblikovanje virov	-	Delovna skupina prične 6.5.2014	Delovna skupina**
<b>8</b>	Potrošni izdelki	-	Delovna skupina prične 5.8.2014	Delovna skupina**

Se nadaljuje

Nadaljevanje

<b>9</b>	Obnovljivi in alternativni viri energije	-	Delovna skupina prične 29.12.2014	Delovna skupina**
<b>10</b>	Infrastruktura	-	Delovna skupina prične 4.2.2015	Delovna skupina**

Legenda: \* SASB organizira konference za posamezna področja, kjer se bodo sestajale delovne skupine, sestavljene iz strokovnjakov iz posameznih področij, ter razpravljale o potencialnih merljivih atributih, ki bi jih lahko vključili v okoljske in družbeno odgovorne standarde. \*\* Posamezna delovna skupina je sestavljena iz udeležencev kapitalskih trgov (investitorji, analitiki, borze), podjetij in panožnih združenj in druge zainteresirane javnosti (vladne in nevladne organizacije, akademska sfera, računovodje, revizorji, svetovalne družbe)

*Vir: Sustainability Accounting Standards Board, Status of Standards, 2013, str. 1.*

Pojavi se vprašanje, v čem je SASB drugačen od obstoječih trajnostnih priporočil s strani različnih institucij in organizacij. SASB namreč ne predpisuje standardnega procesa za določitev materialne vrednosti posameznega trajnostnega kazalca niti ne določa predpisanih matrik za posamezno gospodarsko panogo. SASB priporočila niso standardizirana kot npr. letno poročilo 10-K<sup>10</sup>, ki je standardizirano letno poročilo z vsemi zahtevanimi finančnimi podatki in podatki o trajnostnem razvoju podjetja, ki vlagatelju nudi potrebne informacije za oblikovanje naložbene strategije. SASB trajnostni računovodski standardi so prvi standardi, ki omogočajo primerjavo med konkurenčnimi podjetji v določeni panogi, tako da posameznim trajnostnim kazalcem pripišejo neko materialno vrednost, ki jih je potem moč meriti in upravljati (Sustainability Accounting Standards Board, 2013b).

SASB (Eccles & Serafeim, 2013) je identificiral 5 splošnih okoljskih, družbenih in upravljaljskih kategorij. Te so razdeljene na 43 podkategorij, ki lahko znatno vplivajo na finančno uspešnost podjetja in na ta način predstavljajo »materialno« vrednost za delničarje podjetja in druge deležnike. Vsaki podkategoriji je določena materialna vrednost oziroma vpliv, ki ga določena podkategorija ima na finančno uspešnost podjetja. V tabeli 5 so prikazani kazalniki za zdravstveno panogo, vrednosti za posamezen kazalnik se gibljejo od 0,5 pa do 5, pri čemer vrednost med 2,25 in 5 že predstavlja takšno materialno vrednost kazalnika, ki znatno vpliva na finančno uspešnost podjetja. Ocenjene materialne vrednosti se za posamezen kazalnik seveda razlikujejo glede na panogo v kateri posluje posamezno podjetje, njihovo vrednost pa SASB določi na osnovi treh kriterijev:

---

<sup>10</sup> Obrazec 10-K predstavlja standardizirano letno poročilo, ki ga mora na koncu fiskalnega poslovnega leta oblikovati posamezna delniška družba v okviru zahteve Komisije za vrednostne papirje in borzo Združenih držav Amerike (angl. *Securities and Exchange Commission of the United States of America – SEC*) in vključuje informacije o zgodovini podjetja, organizacijski strukturi, nagradah članom upravnega odbora, revidiranih računovodskih izkazih, podružnicah itd. (United States Securities and Exchange Commission, 2013).



### **a) Izbor trajnostnih kazalnikov**

Iz različnih virov, dokumentov (letna poročila, poročila o družbeni odgovornosti in trajnostnem razvoju podjetij, pravni spisi, vloženi predlogi delničarjev za glasovanje na skupščini, strokovni in znanstveni članki) se poskuša izbrskati ključne teme, ki so za določeno panogo oziroma področje relevantne. Na ta način se za posamezno področje izluščijo tiste teme, ki se najpogosteje pojavljajo ali so predmet razprav, polemik itd. ter se na tej osnovi določi ustrezne trajnostne kazalnike za določeno področje znotraj posamezne gospodarske panoge.

### **b) Ekonomski vpliv**

Za vsak posamezen izbran trajnostni kazalnik se s pomočjo različnih študij, raziskav, poročil skuša ugotoviti njegov ekonomski vpliv na finančno uspešnost podjetja (rast prihodkov, donos), pri čemer se upoštevajo tudi znanja in izkušnje v okviru obvladovanja tveganj ter zagotavljanja kakovosti v primeru, ko poslovodstvo podjetja tak kazalnik upošteva in ga upravlja v okviru svojih poslovnih aktivnosti oziroma ga ne upravlja.

### **c) Nenehno spremljanje in prilagajanje vrednosti trajnostnih kazalnikov**

SASB nenehno spremlja in prilagaja vrednosti trajnostnih kazalnikov za primer, da pri določenih ocenah niso bili v pravi meri upoštevani oziroma da njihov menedžment povzroča oziroma bi lahko v bližnji prihodnosti povzročil določene materialne oziroma finančne posledice tako za podjetje kot okolje ter ostale deležnike.

## **2) Določitev razmerja med finančno uspešnostjo podjetja in potrebnim vložkom za vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljaljskih politik**

Potem ko podjetje identificira trajnostne kazalnike, ki se lahko materializirajo (angl. *Material ESG Issues*) oziroma imajo vpliv na finančno uspešnost podjetja, je potrebno za posamezne kazalnike določiti še njegov vpliv na finančno uspešnost podjetja, ki se seveda medsebojno razlikujejo glede na strategijo, panogo itd. Poleg tega ima vsako podjetje tudi svoje preference glede ciljev, ki jih želi z vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljaljskih politik doseči, npr. zmanjšanje stroškov, rast prihodkov, ohranitev marže itd. Za vsak par finančnega parametra, na katerega želi podjetje vplivati, in trajnostnega kazalnika, lahko podjetje naredi performančno krivuljo in oceni, v katero smer se bo krivulja gibala ter na osnovi tega oceni smiselnost vlaganja oziroma upravljanja določenega trajnostnega kazalnika.

Tabela 5: Tabela trajnostnih kazalnikov za zdravstveno panogo

Kategorija kazalnika	Vrsta kazalnika	BIOTEHNOLOGIJA	FARMACIJA	MEDICINSKA OPREMA	ZDRAVSTVENA OSKRBA	DISTRIBUIRANA ZDRAVSTVENA OSKRBA	NEGA
OKOLJE	podnebne spremembe	<b>3,75</b>	<b>3,75</b>	1,25	0,75	0,75	1,00
	okoljske nesreče	0,75	1,25	1,50	1,00	1,00	0,75
	oskrba in ravnanje z vodnimi viri	1,00	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00
	ravnanje z energetskimi viri	<b>2,25</b>	<b>2,50</b>	<b>2,25</b>	<b>3,75</b>	1,00	1,75
	ravnanje s pogonskimi gorivi in transport	0,5	0,75	0,75	0,50	<b>2,25</b>	0,50
	onesnaževanje zraka	1,00	1,00	1,75	1,00	1,00	1,00
	ravnanje z odpadki	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>2,50</b>	<b>2,25</b>	1,25	0,75
	vpliv na biotsko raznovrstnost	1,00	0,75	1,00	1,25	1,00	1,00
SOCIALNO OKOLJE	obveščanje in lojalnost	1,00	1,00	0,75	1,00	0,50	1,25
	razvoj lokalnega okolja	0,50	0,75	0,75	1,75	1,25	0,50
	delovni pogoji	0,50	1,00	1,00	<b>4,00</b>	1,25	1,00
	zadovoljstvo uporabnikov	0,75	0,75	1,00	<b>2,25</b>	1,00	<b>3,00</b>
	zdravje in varnost uporabnikov	<b>5,00</b>	<b>5,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	1,50	<b>2,50</b>
	transparentnost informacij	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>2,50</b>	0,75	<b>2,75</b>	0,75
	trženje in etično oglaševanje	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	1,75	2,00	1,75
	dostopnost do storitev	<b>4,25</b>	<b>4,50</b>	<b>2,50</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>
	varovanje podatkov uporabnikov	0,75	0,75	1,00	<b>2,25</b>	1,75	<b>2,75</b>
	novi trgi	<b>3,50</b>	<b>3,75</b>	1,00	0,75	0,75	0,75

Se nadaljuje

Nadaljevanje

ČLOVEŠKI KAPITAL	upoštevanje različnosti in enakih možnosti	1,25	1,25	1,00	1,25	1,25	1,25
	izobraževanje in razvoj kadrov	<b>3,00</b>	<b>2,75</b>	2,00	<b>2,50</b>	1,50	2,00
	zaposlovanje in ravnanje s kadri	<b>2,25</b>	<b>2,50</b>	1,50	<b>3,00</b>	1,75	1,50
	nagrade in bonusi	1,75	1,75	1,50	1,25	1,25	1,00
	medosebni odnosi in svet delavcev	1,75	1,75	1,75	1,25	1,75	1,25
	zdravje, varnost in rekreacija zaposlenih	2,00	2,00	2,00	2,00	<b>2,50</b>	1,50
	otroško in prisilno delo	0,50	0,75	0,75	0,50	0,50	0,50
INOVACIJE IN POSLOVNI MODELI	dolgoročna vzdržnost poslovanja	0,75	0,75	0,75	0,50	0,75	<b>3,50</b>
	upoštevanje zunanjih učinkov	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	<b>3,00</b>
	inovacije, raziskave in razvoj	<b>5,00</b>	<b>5,00</b>	<b>4,75</b>	1,00	0,75	0,75
	dodana vrednost produkta s stališča širše družbe	<b>2,75</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	0,50	<b>2,50</b>
	življenski cikel produkta in njegov vpliv	<b>3,75</b>	<b>3,75</b>	<b>4,50</b>	0,75	<b>2,25</b>	0,75
	embalaža	1,00	1,00	1,00	0,50	0,75	0,50
	cena produkta	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
	kakovost in varnost produkta	<b>5,00</b>	<b>5,00</b>	<b>3,00</b>	<b>5,00</b>	<b>3,00</b>	<b>2,25</b>
POSLOVODENJE IN ORGANIZACIJA	regulatorni in pravni izzivi	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>	<b>3,00</b>
	standardi, priporočila in kodeksi poslovanja	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,25</b>	1,00	1,75	1,00
	udeležba delničarjev	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	<b>3,00</b>
	poslovna etika in odnos do konkurence	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>3,00</b>	2,00
	sestava upravnega odbora in neodvisnost njegovih članov	1,25	1,50	1,25	1,50	1,50	1,25
	bonus za člane upravnega odbora	1,00	1,00	1,00	0,75	1,00	0,75
	lobiranje in politični vpliv	0,50	0,75	0,75	1,25	1,00	0,75
	zahteve po surovinah	0,75	0,75	0,75	0,50	0,75	0,50
	oskrbovalna veriga – standardi	<b>2,50</b>	<b>2,25</b>	<b>2,25</b>	0,75	0,75	1,00
	oskrbovalna veriga – transparentnost izbire ponudnikov	0,75	1,00	0,75	1,00	0,50	0,50

Vir: R. G. Eccles & G. Serafeim, *Innovating for Sustainable Energy*, 2013, str. 56.

### **3) Inovacije podjetja na področju novih produktov, procesov in poslovnih modelov**

Predhodne analize, opravljene v 2. koraku, so za podjetje dobra osnova za inovacijsko strategijo. Ko ima podjetje podatke o ključnih trajnostnih kazalnikih mora še oceniti kako z njimi upravlja neposredna konkurenca. V primeru, da glede upravljanja teh kazalnikov zaostaja za konkurenco, mora upravljanje tovrstnih kazalnikov nemudoma vključiti v svojo strategijo. Razvoj posameznega produkta ali procesa z namenom reševanja posameznega problema je samo del rešitve, ki pa ne bo premaknilo performančne krivulje celotnega podjetja. Zato je potrebno nasloviti več ključnih področij, ki jih je podjetje razkrilo v predhodni analizi s tehtanjem (angl. *Trade-off*) med posameznimi finančnimi parametri in trajnostnimi kazalniki. Ponavadi tak pristop zahteva inovacije na več področjih v podjetju, ki lahko zajema popolnoma nove produkte, procese in poslovne modele.

### **4) Obveščanje zainteresirane javnosti o inovacijah podjetja**

Podjetje ne more pričakovati od svojih delničarjev in drugih deležnikov, da bodo razumeli, kako njegove inovacije vplivajo na okoljske in družbene vidike poslovanja in na finančno uspešnost podjetja oziroma da so njegovi vložki v vpeljavo okoljskih, družbenih in upravljaljskih vidikov poslovanja dolgoročno naravnani oziroma bodo imeli finančno korist šele nekje v prihodnosti. Zato je naloga podjetja, da prek svojih služb za komuniciranje z javnostmi to informacijo na pravi način posredujejo zainteresirani javnosti, če želi upravičiti vložke svojih vlagateljev. Eden izmed načinov takega poročanja je združitev trajnostnega in finančnega letnega poročila v en dokument. Tak način poročanja – Integrirano letno poročilo (angl. *Integrated Annual Report*) – je še v povojih in se ga podjetja prostovoljno poslužujejo, je pa npr. obvezen za podjetja, ki kotirajo na Johannesburgski borzi (angl. *Johannesburg Stock Exchange*).

Kar se tiče korporacijskega upravljanja podjetij Južna Afrika ni dežela v razvoju. V okviru vsakoletnega ocenjevanja s strani Svetovnega ekonomskega foruma (angl. *World Economic Forum's annual competitiveness rankings*) Južna Afrika zaseda vodilna mesta pri temah kot so korporacijsko upravljanje podjetij, regulativa, učinkovitost nadzora in revizije, zaščita delničarjev, dolžnosti in obveznosti izvršnih direktorjev in članov uprave ter nadzor državnih institucij nad finančno industrijo. Najnovejši dosežek na področju transparentnega poročanja podjetij je oblikovanje kodeksa King III<sup>11</sup>, ki zajema kodeks korporacijskega upravljanja podjetij in med drugim tudi določa novo obliko poročanja podjetij. Poročanje združuje trajnostno poročanje in poročila o finančnih izkazih v enem dokumentu – Integrirano letno poročilo.

Z namenom promocije tovrstnega poročanja je mednarodni odbor za integrirano poročanje (angl. *The International Integrated Reporting Council*) IIRC, ki je bil osnovan leta 2010, izdal navodila in priporočila za globalno integrirano poročanje. Poleg tega je osnoval triletni pilotni projekt, katerega cilj je oblikovanje smernic za izdelavo integriranega letnega poročila, v katerega je vključenih 70 podjetij, med drugimi Coca-Cola, Barclays in Microsoft. Od južnoafriških podjetij so v ta pilotni projekt vključena podjetja Eskom, Gold

Fields, Sasol in Transnet, ki veljajo za najbolj napredna podjetja pri uvajanju integriranega poročanja v svoje letne poslovne izkaze. Kodeks korporacijskega upravljanja podjetij King III ni obvezujoč oziroma ne zahteva natančno predpisane oblike poročanja, ampak daje zgolj priporočila. Obsežnost integriranega poročila je odvisna od stopnje vpeljave trajnostnega razvoja in družbene odgovornosti v podjetju, razpoložljivosti merljivih kazalnikov in drugih oprijemljivih podatkov za posamezne poslovne procese. Kljub temu je strokovna javnost mnenja, da so afriška podjetja naredila velik korak v smeri vključevanja okoljskih in drugih trajnostnih vidikov v svoje poslovne aktivnosti. Integrirana poročila afriških podjetij, ki vključuje poleg tradicionalnih, tj. zgolj finančnih vidikov, še druge okoljske in družbene vidike, so sicer šele v razvoju, vendar kljub temu igrajo vlogo najbolj naprednih podjetij (angl. *Global Leaders*) na področju integriranega poročanja, s čimer kažejo pravo smer in zgled ostalim podjetjem (Lunsche, 2013).

Kodeks korporacijskega upravljanja podjetij King III določa, da podjetje v integriranem poročilu poleg finančnih izkazov prikaže tudi pozitivni ali negativni vpliv, ki ga je s svojimi aktivnostmi povzročilo okolju in družbi v tistem poslovnem letu ter da navede postopke in načine, kako si bo tudi v nadalje prizadevalo za ohranjanje in spodbujanje pozitivnih učinkov ter seveda za zmanjševanje ali odstranjevanje negativnih učinkov, ki ga s svojimi poslovnimi aktivnostmi povzroča okolju in družbi (Institute of directors Southern Africa, 2009).

Delničarji in drugi deležniki morajo imeti vpogled v dolgoročni trajnostni razvoj podjetja in v kolikšni meri je podjetje družbeno odgovorno. V Južni Afriki veliko institucij sodeluje pri promociji in uveljavljanju integriranega poročanja, med drugimi Johannesburgska borza, Inštitut direktorjev Južnoafriške republike (angl. *The Institute of Directors in Southern Africa - IoDSA*), Južnoafriško združenje računovodij (angl. *SA Institute of Chartered Accountants*), ki je obenem tudi član Mednarodnega odbora za integrirano poročanje na lokalni ravni (angl. *International Integrated Reporting Committee - IIRC*), Poslovno združenje Južne Afrike (angl. *Business Unity South Africa - BUSA*) in Zveza za varčevanje in investicije (angl. *The Association for Savings and Investment SA - ASISA*) (The South African Institute of Chartered Accountants, 2011).

---

<sup>11</sup> King III – tretja verzija kodeksa korporacijskega upravljanja podjetij, ki je bil prvič objavljen leta 1990, in ga je oblikoval Inštitut direktorjev Južnoafriške republike (angl. *The Institute of Directors in Southern Africa - IoDSA*). Zadnja verzija King III je bila objavljena 2009, ter v veliki meri vsebovana tudi v Zakonu o gospodarskih družbah - Companies Act no 71, poleg tega pa je kodeks prevzela tudi Johannesburgska borza, ki za podjetja, ki kotirajo na tej borzi, zahteva vpeljavo integriranega poročanja (Institute of directors Southern Africa, 2013)

Evropski parlament in Svet Evropske unije sta junija 2013 sprejela Direktivo 2013/34/EU (Direktiva 2013/34/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o letnih računovodskih izkazih, konsolidiranih računovodskih izkazih in povezanih poročilih nekaterih vrst podjetij, 2013), ki narekuje, da mora poslovno poročilo in konsolidirano poslovno poročilo podjetij posameznih držav članic Evropske unije poleg poštenega prikaza razvoja poslovanja in njegovega stanja, ki je v skladu z velikostjo in kompleksnostjo poslovanja vsebovati tudi nefinančne vidike poslovanja podjetja v obliki analize okoljskih in družbenih vidikov poslovanja, ki so potrebni za razumevanje razvoja, uspešnosti ali stanja podjetja. Države članice morajo sprejeti zakone in druge predpise potrebne za uskladitev s to direktivo do 20. julija 2015.

Iz predstavljenih študij in raziskav lahko sklepamo, da morajo vodstva podjetij izbirati take poslovne strategije, ki se osredotočajo na tiste trajnostne in družbeno odgovorne vidike poslovanja, ki lahko tako delničarjem kot širši družbi prinašajo tudi dolgoročno finančno korist. Iz nabora številnih okoljskih in drugih trajnostnih kazalnikov je potrebno izbrati in upravljati tiste, ki imajo za podjetje največjo materialno vrednost. Poleg tega pa mora podjetje ob hkratnem upravljanju trajnostnih kazalnikov, s čimer zadosti potrebam ožjega in širšega okolja, vlagati v nove produkte, procese in poslovne modele, kar je edino zagotovilo, da bodo vlaganja v trajnostne vidike poslovanja prinašala tudi finančno korist podjetju. Ker so naložbene skupnosti dandanes že izredno močne in prodorne, jim je potrebno zagotoviti čim več informacij, na osnovi katerih lahko ocenjujejo skladnost poslovanja podjetij z njihovo naložbeno strategijo. Poleg tega jih morajo podjetja nenehno obveščati o svojih strategijah glede uveljavljanja okoljskih, družbenih in upravljalških vidikov poslovanja in seveda ročnostih naložb v tovrstne vidike poslovanja. Da bi naložbene skupnosti videle smiselnost nalaganja svojega premoženja v ta podjetja, je zelo primerna oblika integrirano letno poročilo po južnoafriškem vzoru ali po SASB principu, ki omogoča primerjavo med konkurenčnimi podjetji v določeni panogi, tako da je posameznim trajnostnim kazalcem pripisana neka materialna vrednost, ki jih je potem moč meriti in upravljati. Evropska unija je z direktivo 2013/34/EU, ki narekuje, da mora poslovno poročilo podjetij poleg poštenega prikaza razvoja poslovanja in njegovega stanja, vsebovati tudi nefinančne vidike poslovanja podjetja v obliki analize okoljskih in družbenih vidikov poslovanja, naredila pomemben prispevek k pomembnosti in uveljavitvi nefinančnih vidikov poslovanja podjetij. Smiselno je tudi, da podjetja ponotranjijo stroške, ki jih ustvarijo s svojimi poslovnimi aktivnostmi na okolje in družbo nasploh, ker bo le na ta način njihova finančna slika bolj transparentna in poštena do vlagatelja in širše družbe.

## **SKLEP**

Številne raziskave potrjujejo prvo hipotezo, ki govori, da je finančni učinek družbeno odgovornih portfeljev, zavezanih principom družbene odgovornosti, primerljiv s finančnim učinkom konvencionalnih portfeljev, ki teh principov ne upoštevajo. Kljub temu, da družbeno odgovorne naložbe ožijo možen izbor potencialnih naložb zaradi zavezanosti

družbeno odgovornim principom, bi bilo upravičeno pričakovati omejeno razpršenost naložbenega portfelja in s tem nezmožnost odprave nesistematičnega tveganja, vendar raziskave tega niso potrdile. Rezultati raziskav potrjujejo, da upoštevanje družbeno odgovornih vidikov pri sestavi naložbenih portfeljev ne vpliva niti na opazno večjo donosnost niti manjšo donosnost takega portfelja v primerjavi s konvencionalnimi portfelji, ki pri svojih naložbenih politikah ne upoštevajo družbeno odgovornih principov. Na splošno empirične raziskave ne potrjujejo statistično dokazljivih razlik med uspešnostjo portfeljev, ki so zavezani principom družbeno odgovornega investiranja v primerjavi s portfelji, ki teh principov ne upoštevajo. To tudi pomeni, da naložba, ki upošteva družbeno odgovorne principe ne prinaša dodatnih stroškov za investitorja niti manjšega donosa.

Trajnostno in družbeno odgovorno vlaganje kot oblika investiranja pa ne more biti dolgoročno vzdržno, če vlagateljem ne prinaša koristi. Seveda se pojavi vprašanje zunanjih učinkov oziroma vplivov poslovnih aktivnosti podjetij na okolje in družbo, ki bi jih bilo smiselno v večji meri upoštevati v poročilih in tudi računovodskih standardih. Smiselno bi bilo pri nadaljnjih raziskavah in proučevanjih uspešnosti portfeljev, ki so zavezani principom družbene odgovornosti in tistih ki niso, upoštevati tudi zunanje učinke in jih pretvoriti v finančne učinke, saj bi le tako vlagatelj imel na voljo boljši vpogled v dejanske učinke takih aktivnosti.

Druge hipoteze, ki govori, da porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev vpliva na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih ni moč enostransko potrditi. Poleg vlagateljev namreč na večjo družbeno odgovornost podjetij vplivajo tudi sami potrošniki, javno mnenje in razne institucije (tako vladne kot nevladne), ki snujejo navodila in priporočila ter seveda Evropska komisija, ki pa ima v rokah močnejša orodja kot npr. modernizacijo evropskega regulativnega okvira, ki naj bi vplival na povečanje družbenih razkritij in posledično tudi na povečanje družbeno odgovornih aktivnosti podjetij. Poleg tega je nedavna kriza na kapitalskih trgih pokazala, da je potrebno na področju regulative in nadzora še veliko postoriti. Pomanjkanje regulative s strani pristojnih regulatorjev trga, izigravanje predpisov in poročevalskih standardov, prikrivanje tveganja, ki ga investitorji posledično niso upoštevali pri analizah in kasneje investicijskih odločitvah, kjer igrajo pomembno vlogo tudi okoljski in družbeni vidiki poslovanja podjetij, je namreč v veliki meri prispevalo k nastanku krize. Zato je danes vse bolj pomembna proaktivna vloga vlagateljev in s tem vpliv na vodstva podjetij, kamor vlagajo svoje premoženje, da pri svojem poslovanju natančno upoštevajo trajnostne vidike poslovanja, ker pri tem dosežajo poleg družbene tudi finančno dobrobit za vse deležnike podjetja. Zadnje je veliko bolj opazno pri ameriških pokojninskih skladih, ki zelo aktivno posegajo v poslovanja posameznih podjetij, kjer imajo naložena svoja sredstva.

Nenehna rast trajnostnega in družbeno odgovornega investiranja je danes že neizpodbitno dejstvo. Ugotovil sem tudi, da se konvencionalna naložbena skupnost in podjetja kot potencialne tarče naložbenikov sicer odzivajo na to dejstvo, seveda najprej v smislu lastnega

obstoja in preživetja na trgu, saj bi v nasprotnem primeru s starimi vzorci poslovanja, še posebej če so neposredno škodljivi okolju ali skupnosti, bila izrinjena iz trga. Največji vpliv na družbeno odgovorno obnašanje podjetij in vlagateljev pa prihaja s strani vladnih institucij, zakonodajalcev, ki lahko z zakonodajo podjetja in vlagatelje prisilijo v bolj odgovorno obnašanje. Po drugi strani pa lahko tudi vlagatelji tako institucionalni kot posamični prek različnih mehanizmov zelo neposredno vplivajo na vodstva podjetij glede zasledovanja družbeno odgovornih principov, in sicer v veliko večji meri kot je bilo to moč v preteklosti.

V začetni fazi, ko je bilo etično investiranje osredotočeno predvsem na izogibanje določenim gospodarskim praksam, ta oblika ni bila tako privlačna za naložbeno skupnost, ker je na ta način ožila nabor podjetij primernih za naložbe, s čimer je tudi zmanjševala razpršenost svojih naložb. Poleg tega pa ni v ničemer prispeval, da bi podjetja, katerih vidik poslovanja ni izpolnjeval družbeno odgovornih kriterijev, spremenila svoje obnašanje. Etični vidik poslovanja je postal bolj zaželen šele takrat, ko je pritisk javnosti in vlad prisilil podjetja, da so pri svojem poslovanju pričela upoštevati družbeno odgovorne vidike poslovanja, ker so od tega imele korist tudi sama. Torej sam porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev ne vpliva sam po sebi na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih, dokler v tem ne vidijo tudi koristi.

Zanimivo bi bilo raziskati tudi obraten vpliv ali povečana vpeljava načel družbene odgovornosti v podjetjih vpliva na porast družbeno odgovornega investiranja. Investitorji bi seveda imeli precej lažje delo, če bi bila družbena odgovornost podjetij merljiva in med sabo primerljiva. Zaradi odsotnosti splošnih računovodskih standardov na področju družbene odgovornosti imajo namreč investitorji pri svojih naložbenih odločitvah precej težje delo. Z vpeljavo takih splošno uveljavljenih računovodskih standardov na področju družbene odgovornosti bi imeli vlagatelji na voljo precej več informacij, hkrati pa ne bi rabili drastično spreminjati svojih navad pri investicijskem odločanju. Nadgradili bi jih tako, da bi v svoje investicijske odločitve, ki se naslanjajo na finančne kazalce, dodali kazalce, ki opisujejo družbeno odgovorne aktivnosti podjetij. Ker pa bi le-ti izhajali iz splošno uveljavljenih standardov na področju družbene odgovornosti, bi bili kazalci bolj transparentni in med posameznimi podjetji tudi primerljivi.

Iz tega naslova bi bilo zanimivo opraviti raziskavo, kjer bi npr. prvi kontrolni skupini potencialnih vlagateljev dali na izbiro podjetja, ki se poslužujejo družbeno odgovornih politik pri svojih poslovnih aktivnostih in bi nefinančne kazalce ovrednotili z modificiranimi finančnimi kazalci ter drugi kontrolni skupini, kjer bi vlagateljem dali na voljo poleg finančnih kazalcev še nefinančne, ki pa jih ne bi finančno ovrednotili oziroma modificirali. Na ta način bi poskušali preveriti ali bi se vlagatelji, če bi jim bili na voljo dodatni finančni kazalci, v večji meri odločali za investiranje v podjetja, ki se poslužujejo družbeno odgovornih vidikov poslovanja, kot v primeru, ko so jim na voljo le nefinančni kazalci.



Tudi pri tretji hipotezi ni moč enoznačno potrditi ali zavreči trditev, da je družbeno odgovorno investiranje samo inovativen marketinški pristop, ki nagovarja družbeno odgovorne posameznike in institucionalne vlagatelje izključno zaradi večje prodornosti in prepoznavnosti svojih tržnih portfeljev. Nekatere raziskave namreč pričajo o tem, da naložbeni skladi, ki v svojih nazivih uporabljajo imena, ki označujejo družbeno odgovorne vidike investiranja, s svojimi naložbenimi politikami upravičujejo svoja imena, medtem ko druge raziskave kritično ocenjujejo poimenovanja posameznih naložbenih skladov, ker njihove naložbene politike niso v skladu s poimenovanji njihovih skladov. Seveda bi bilo na tem mestu upravičeno vpeljati kontrolni mehanizem s strani zakonodajalca, ki bi preprečeval takšno zlorabo imen posameznih naložbenih skladov, s čimer bi nepoučeni vlagatelji bili manj izpostavljeni zavajanju pri svojih naložbenih odločitvah.

Dandanes so se po eni strani sicer oblikovali različni etični pogledi na ekonomijo in gospodarstvo kot tako, po drugi strani pa jih laična in strokovna javnost ne dojema več kot brezobzirne in krute izkoriščevalce, ki stremijo le za enim ciljem in to je povečevanje profita ne glede na posledice. Vse bolj prevladuje mnenje, da naj bi ekonomija služila ljudem in skupnostim, kjer so na prvem mestu dolgoročna rast, produktivnost, ohranjanje okolja, torej dobrobit za vse udeležence in ne dobiček. Ekonomija naj bi bil servis državljanom, ki bi jim omogočala zadovoljevanje njihovih potreb ob hkratnem ohranjanju okolja in dobrin za prihodnje rodove. Z vse več razpoložljivimi informacijami o poslovanju podjetij na lokalni in globalni ravni, lahko namreč tudi mali vlagatelji vse bolj vplivajo na uprave podjetij ali naložbenih skladov glede udejanjanja družbeno odgovornih poslovnih praks. V nasprotnem primeru imajo le-ti moč, da ne kupujejo produktov podjetij, katerih poslovne aktivnosti so etično sporne ali ne vlagajo v naložbene sklade, ki se ne držijo politik zapisanih v njihovih naložbenih prospektih, in celo izberejo konkurenčno podjetje ali naložbeni sklad, z jasnejšo družbeno odgovorno vizijo in zavezami.

Navkljub temu, da velja etično investiranje za najhitreje rastoči segment investiranja na globalni ravni, velja biti previden pri izbiri naložbenih skladov, ki se deklarirajo za družbeno odgovorne. Glede na raziskave določeni upravljalci naložbenih skladov namreč izkoriščajo nepoučenost vlagateljev in s pomočjo različnih marketinških pristopov povečujejo količino sredstev v naložbenih portfeljih, ki se ne skladajo z naložbeno politiko, zapisano v naložbenem prospektu ali s poimenovanjem sklada. Seveda je drugo vprašanje ali ima investitor na voljo dovolj informacij, iz katerih lahko razbere, če določen upravljalec, ki se deklarira za družbeno odgovornega naložbenika, dejansko zasleduje trajnostne in družbeno odgovorne cilje, tj. ali gre za naložbe v podjetja, sklade in projekte, s katerimi rešujemo družbene probleme, oziroma s katerimi je možno pozitivno vplivati na družbo. Edina izbira, ki jo ima tak vlagatelj je ta, da izstopi iz sklada, sam upravljalec pa ni podvržen nikakršnim zakonskim obvezam izpolnjevati zavez, ki jih zapiše v prospekt. Iz tega naslova bi bilo zanimivo raziskati, v kolikšni meri vlagatelji dejansko preverjajo skladnost naložbenih politik upravljalcev premoženja s tistimi, ki so jih ti zapisali v naložbeni prospekt, ter koliko

se upravljalcu premoženja zaradi tega, ker ne sledi zavezam v naložbenem prospektu, vrednost premoženja zmanjša, če sploh se.

Hipotezo 4, da lahko nefinančno podjetje na osnovi izkušenj družbeno odgovornega investitorja in njegovih naložbenih politik izbere najbolj ustrezno in hkrati učinkovito strategijo na področju družbeno odgovornega ravnanja, je moč na osnovi predstavljenih študij potrditi. Družbeno odgovorni investitor namreč izbira take naložbene strategije, da lahko neposredno vpliva na poslovne strategije podjetij, s čimer želi zagotoviti dolgoročneje in vzdržnejše poslovanje podjetij, po drugi strani pa še vedno od svoje naložbe pričakuje finančno korist. Iz tega lahko torej sklepamo, da morajo vodstva podjetij izbirati take poslovne strategije, ki se osredotočajo na tiste trajnostne in družbeno odgovorne vidike poslovanja, ki lahko tako delničarjem kot širši družbi prinašajo tudi dolgoročno finančno korist. Iz nabora številnih okoljskih in drugih trajnostnih kazalnikov je potrebno izbrati in upravljati tiste, ki imajo za podjetje največjo materialno vrednost. Poleg tega pa mora podjetje ob hkratnem upravljanju trajnostnih kazalnikov, s čimer zadosti potrebam ožjega in širšega okolja, vlagati v nove produkte, procese in poslovne modele, kar je edino zagotovilo, da bodo vlaganja v trajnostne vidike poslovanja prinašala tudi finančno korist. Ker so naložbene skupnosti dandanes že izredno močne in prodorne, jim je potrebno zagotoviti čim več informacij, na osnovi katerih lahko ocenjujejo skladnost poslovanja podjetij z njihovo naložbeno strategijo, poleg tega pa jih morajo podjetja nenehno obveščati o svojih strategijah glede vpeljave okoljskih, družbenih in upravljavskih vidikov poslovanja in seveda ročnostih naložb v tovrstne vidike poslovanja, da bodo naložbene skupnosti videle smiselnost nalaganja svojega premoženja v ta podjetja.

Trajnostne in družbeno odgovorne naložbe so primerljive z naložbami, ki niso zavezane principom družbene odgovornosti s stališča donosnosti, razpršenosti naložb in sprejemljivosti tveganja, ki ga naložba zahteva. Zaradi družbeno odgovornih politik, ki jih zasleduje upravljalec trajnostnega in družbeno odgovornega portfelja, ni dobičkonosnost njegovih naložb nič manjša ali večja v primerjavi s portfelji, ki teh principov ne upoštevajo. Na povečano zavedanje in vpeljavo načel družbene odgovornosti v podjetjih ne vpliva samo porast družbeno odgovornega investiranja s strani tako posameznikov kot institucionalnih vlagateljev, ampak tudi pritisk javnosti in drugih nevladnih in vladnih ter zakonodajnih institucij. Družbeno odgovorno investiranje ni samo inovativen marketinški pristop, ki nagovarja družbeno odgovorne posameznike in institucionalne vlagatelje izključno zaradi večje prodornosti in prepoznavnosti svojih tržnih portfeljev. Po drugi strani pa ne gre izključiti, da določeni naložbeni skladi v svoje nazive namenoma vključujejo imena, ki označujejo družbeno odgovorne vidike investiranja, kljub temu, da njihove naložbene politike niso v skladu s temi poimenovanji. Nefinančno podjetje lahko na osnovi izkušenj družbeno odgovornega investitorja in njegovih naložbenih politik izbere najbolj ustrezno in hkrati učinkovito strategijo na področju družbeno odgovornega ravnanja. Iz nabora številnih okoljskih in drugih trajnostnih kazalnikov morajo podjetja izbrati in upravljati tiste, ki imajo za podjetje največjo materialno vrednost. Poleg tega pa mora podjetje ob hkratnem

upravljanju trajnostnih kazalnikov, s čimer zadosti potrebam ožjega in širšega okolja, vlagati v nove produkte, procese in poslovne modele, kar je edino zagotovilo, da bodo vlaganja v trajnostne vidike poslovanja prinašala tudi finančno korist. Podjetja morajo svoje vlagatelje nenehno obveščati o svojih strategijah glede uveljavljanja okoljskih, družbenih in upravljaljskih vidikov poslovanja in seveda ročnostih naložb v tovrstne vidike poslovanja, da bodo videli smiselnost vlaganja svojega premoženja v ta podjetja, za kar je zelo primerna oblika integrirano letno poročilo po južnoafriškem vzoru ali po SASB principu, ki omogoča primerjavo med konkurenčnimi podjetji v določeni panogi, tako da je posameznim trajnostnim kazalcem pripisana neka materialna vrednost, ki jih je potem moč meriti in upravljati. Evropska unija je z direktivo 2013/34/EU, ki narekuje, da mora poslovno poročilo podjetij poleg poštenega prikaza razvoja poslovanja in njegovega stanja vsebovati tudi nefinančne vidike poslovanja podjetja v obliki analize okoljskih in družbenih vidikov poslovanja, naredila pomemben prispevek k pomembnosti in uveljavitvi nefinančnih vidikov poslovanja podjetij. Smiselno je tudi, da podjetja ponotranjijo stroške, ki jih ustvarijo s svojimi poslovnimi aktivnostmi na okolje in družbo nasploh, ker bo na ta način njihova finančna slika bolj transparentna in poštena do vlagateljev in širše družbe.

## LITERATURA IN VIRI

1. Agencija republike Slovenije za okolje (2012). 1. del Biotska raznovrstnost. Najdeno 6. maja 2012 na spletnem naslovu [http://www.arso.gov.si/narava/poročila%20in%20publikacije/biotska\\_raznovrstnost1.pdf](http://www.arso.gov.si/narava/poročila%20in%20publikacije/biotska_raznovrstnost1.pdf)
2. Asongu, J. J. (2007). *Strategic Corporate Social Responsibility in Practice*. Lawrenceville: Greenview Publishing Company.
3. Association for Independent Corporate Sustainability & Responsibility Research (2009). New international Voluntary Quality Standard launched for Corporate Sustainability & Responsibility Research. Najdeno 6. junija 2013 na spletni strani [http://www.aristastandard.org/content\\_files/file/AICSRNewsRelease30032009.pdf](http://www.aristastandard.org/content_files/file/AICSRNewsRelease30032009.pdf)
4. Avshalom, M. A., & Tal, S. (2007). How Can a Ratings-based Method for Assessing Corporate Social Responsibility (CSR) Provide an Incentive to Firms Excluded from Socially Responsible Investment Indices to Invest in CSR?. *Journal of Business Ethics*, 82(4), 899-905.
5. Bakovnik, R. (2006). Zakaj tudi predstavniki delavcev v organih gospodarskih družb. Najdeno 10. maja 2013 na spletnem naslovu [www.delavska-participacija.com/clanki/ID060308.doc](http://www.delavska-participacija.com/clanki/ID060308.doc)
6. Benson, K. L., Brailsford, T. J., & Humphrey, J. E. (2006). Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently?. *Journal of Business Ethics*, 65(4), 337-357.
7. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2005). *Investments*. New York: Mc Graw Hill.
8. Carbon Disclosure Project (2011). What we do. Najdeno 21. maja 2011 na spletnem naslovu <https://www.cdproject.net/en-US/Pages/HomePage.aspx>
9. CDFI Coalition (2013). While the term “community development financial institutions” or “CDFI” is relatively new, the concept itself is part of a rich history of self-help credit.

- Najdeno 10. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.cdfi.org/about-cdfis/what-are-cdfis/>
10. Coalition for Environmental Responsible Economies (2011a). In Brief. Najdeno 21. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ceres.org/files/in-briefs-and-one-pagers/ceres-in-brief>
  11. Coalition for Environmental Responsible Economies (2011b). The 21st Century Corporation: The ceres Roadmap for sustainability. Najdeno 21. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ceres.org/resources/reports/ceres-roadmap-to-sustainability-2010>
  12. Commission of the European Communities (2002). *Corporate Social Responsibility: A business contribution to sustainable development*. Brussels: Commission of the European Communities.
  13. Commission of the European Communities (2003, 21. maj). *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*. Brussels: Commission of The European Communities.
  14. Commission of The European Communities (2006). *Implementing the Partnership for Growth and Jobs: Making Europe a Pole of Excellence on Corporate Social Responsibility*. Brussels: Commission of The European Communities.
  15. Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2009, julij). The Performance of European Socially Responsible Funds. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573-588.
  16. Coughlin, P., Mueller, D. C., & Murrell, P. (1990, april). A model of electoral competition with interest groups, *Economics Letters*, 32(4), 307-311.
  17. Debeljak, Ž., & Gregorič, A. (2004). Ekonomski model družbene odgovornosti podjetja. V J. Prašnikar (ur.). *Razvojno raziskovalna dejavnost ter inovacije, konkurenčnost in družbena odgovornost podjetij*. (str. 483-502). Ljubljana: Časnik Finance.
  18. Direktiva 2013/34/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o letnih računovodskih izkazih, konsolidiranih računovodskih izkazih in povezanih poročilih nekaterih vrst podjetij (2013, 26. junij). *Uradni list Evropske unije* L 182, 29/06/2013 str. 0019 – 0076.
  19. *Domini Social Investment* (2013). Najdeno 26. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.domini.com/about-domini/The-Domini-Story/index.htm>
  20. Do something. Sudan Divestment Task Force. Najdeno 10.7. 2013 na spletnem naslovu <http://www.dosomething.org/project/sudan-divestment-task-force>
  21. Dow Jones Indexes (2009). *The First Decade: 1999 – 2009. Dow Jones Sustainability Indexes*. Princeton: Dow Jones Indexes.
  22. Dow Jones Indexes (2010). *Dow Jones Sustainability Indexes in collaboration with SAM*. Zurich: Dow Jones Sustainability Indexes.
  23. Dunfee, T. W. (2003). Social Investing: Mainstream or Backwater? *Journal of Business Ethics*, 43(3), 247-252.
  24. Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2013, maj). Innovating for Sustainable Energy. *Harvard Business Review*, 91(5), 50-60.
  25. Ehrenfeld, T. (2010). Socially Responsible Investing Surges. *Investment Management Weekly*, (11), 3.

26. Elkington, J. (1999). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Oxford: Capstone Publishing Ltd.
27. European Commission (2012). Sistem EU za trgovanje s pravicami do emisije toplogrednih plinov (EU ETS). Najdeno 6. maja 2012 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/clima/publications/docs/factsheet-climate-change\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/clima/publications/docs/factsheet-climate-change_sl.pdf)
28. European Commission (2002). Communication from the Commission concerning Corporate Social Responsibility: A business contribution to Sustainable development. Najdeno 15. maja na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0347:FIN:en:PDF>
29. European Economic and Social Committee (2011). The Eurosif Transparency Guidelines. Najdeno 13. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.eesc.europa.eu/self-and-coregulation/documents/codes/private/060-private-act.pdf>
30. European Multistakeholder Forum on CSR (2004). Final Results and Recommendations. Najdeno 20. maja na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/files/csr/documents/29062004/emsf\\_final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/files/csr/documents/29062004/emsf_final_report_en.pdf)
31. Eurosif (2011). Mission. Najdeno 18. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.eurosif.org/about-eurosif/mission>
32. Eurostat Press Office (2012, 27. marec). *Environment in the EU27 Landfill still accounted for nearly 40% of municipal waste treated in the EU27 in 2010*. Brussels: Eurostat Press Office.
33. Evropska komisija (2012, 31. januar). *Odpadki – bližnjica do novih delovnih mest in nižjih stroškov*. IP/12/18. Bruselj: Evropska komisija.
34. Fa Green (2010). *SRI Assets Growing Faster Than Overall Market*. New York: Financial Advisor Green.
35. Forbes (2012, 25. december). Sullivan Principles: Corporations Must Contribute to the Culture of Peace and Help End Gun Violence. Najdeno 6.9.2013 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/sites/kensilverstein/2012/12/25/sullivan-principles-corporations-must-contribute-to-the-culture-of-peace-and-help-end-gun-violence/>
36. Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
37. Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
38. Friedman, M. (1970, 13. september). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, (9), 122-126.
39. FTSE (2013). FTSE4Good Semi-Annual March 2013 Review admits 20 new companies to the FTSE4Good Index Series. Najdeno 26.03.2013 na spletnem naslovu [http://www.ftse.com/Media\\_Centre/index.jsp](http://www.ftse.com/Media_Centre/index.jsp)
40. Glac, K. (2009). Understanding Socially Responsible Investing: The Effect of Decision Frames and Trade-off Options. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 41-55.
41. Global Impact Investing Network (2010, 29. november). *Impact Investments: An emerging asset class*. New York: Global Impact Investing Network, Inc.
42. Green Paper (2001). *Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*. Brussels: Commission of the European Communities.

43. Greenwood Management (2012). Investing with us. Najdeno 5. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.greenwood-management.com/investing-with-us.html>
44. Gregorič, A. (2006). Družbena odgovornost podjetja. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu [http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/gregoric\\_-\\_druzbeno\\_odgovornost.pdf](http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/gregoric_-_druzbeno_odgovornost.pdf)
45. Gunther, M. (2006, april). Corporate America backs gay rights. Najdeno 28. maja 2013 na spletnem naslovu [http://money.cnn.com/2006/04/25/magazines/fortune/pluggedin\\_fortune](http://money.cnn.com/2006/04/25/magazines/fortune/pluggedin_fortune)
46. Hawley, J. P., & Williams, A.T. (2000). *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
47. Hellsten, S., & Mallin, C. (2006, julij), Are 'Ethical' or 'Socially Responsible' Investments Socially Responsible?. *Journal of Business Ethics*, 66(4), 393-406.
48. Institute for Water Resources (2012). Wetlands Mitigation Banking Concepts. Najdeno 6. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.iwr.usace.army.mil/docs/iwrreports/92wmb1.pdf>
49. Institute of directors Southern Africa (2009). King Code of Governance for South Africa 2009. Najdeno 19. avgusta 2013 na spletnem naslovu [http://c.yimcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/collection/94445006-4F18-4335-B7FB-7F5A8B23FB3F/King\\_Code\\_of\\_Governance\\_for\\_SA\\_2009\\_Updated\\_June\\_2012.pdf](http://c.yimcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/collection/94445006-4F18-4335-B7FB-7F5A8B23FB3F/King_Code_of_Governance_for_SA_2009_Updated_June_2012.pdf)
50. Institute of directors Southern Africa (2013). King Report on Corporate Governance in SA. Najdeno 19. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://www.iodsa.co.za/?page=kingIII>
51. International Union for Conservation of Nature (2012). Why is biodiversity in crisis? Najdeno 6. maja 2012 na spletnem naslovu [http://www.iucn.org/iyb/about/biodiversity\\_crisis/](http://www.iucn.org/iyb/about/biodiversity_crisis/)
52. Jančič, Z. (2002). Nova družbena odgovornost podjetij. *Industrijska demokracija*, (12), 4-7.
53. Jančič, Z. (2004). Družbena odgovornost podjetij in marketinški koncept. *Teorija in praksa*, 41(5/6), 890-901.
54. Johnsen, D. B. (2003). Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 219-222.
55. Kempf, A., & Osthoff, P. (2007, november). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922.
56. Kempf, A., & Osthoff, P. (2008, november/december). SRI Funds: Nomen est Omen. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(9/10), 1276-1294.
57. Kiernan, M. J. (2009). *Investing in a Sustainable World: Why GREEN Is the New Color of Money on Wall Street*. New York: Amacom.
58. Knez Riedl, J. (2007, 7. avgust). *Družbeno odgovorne investicije (Socially Responsible Investments – SRI)*. Najdeno 22. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.gzs.si/slo/34676>
59. Kung, E., & Polhman, L. (2004). Portable Alpha. *Journal of Portfolio Management*, 30(3), 78-87.
60. Limited Brands (2011, 30. september). Limited Brands Reaches Major Milestone In Sustainable Paper Sourcing. Najdeno 5. maja 2012 na spletnem naslovu

- [http://www.limitedbrands.com/responsibility/environment/news\\_item/11-09-30/Limited\\_Brands\\_Reaches\\_Major\\_Milestone\\_In\\_Sustainable\\_Paper\\_Sourcing.aspx](http://www.limitedbrands.com/responsibility/environment/news_item/11-09-30/Limited_Brands_Reaches_Major_Milestone_In_Sustainable_Paper_Sourcing.aspx)
61. Limited Brands (2012). Building A Family Of The World's Best Fashion Retail Brands. Najdeno 5. maja 2012 na spletnem naslovu [http://www.limitedbrands.com/our\\_company/about\\_us/Brands.aspx](http://www.limitedbrands.com/our_company/about_us/Brands.aspx). Columbus: Limited Brands
  62. LOHAS Forum (2012). Louisville: Lifestyles of Health and Sustainability. Najdeno 01. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.lohas.com/about>
  63. Lunsche, S. (2013). World watches as South Africa pioneers integrated reporting. Najdeno 21. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://www.wbsjournal.co.za/articles/world-watches-as-south-africa-pioneers-integrated-reporting>
  64. Lydenberg, S., & Sinclair, G. (2009), Mainstream or Daydream?: The Future for Responsible Investing. *Journal of Corporate Citizenship*, (33), 47-67.
  65. Mackenzie, C., Rees, W., & Rodionova, T. (2012, 8. marec). The FTSE4Good Effect: the Impact of Responsible Investment Indices on Environmental Management. Najdeno 16. maja 2013 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1966474](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966474)
  66. Mazi, M. (2011). Magistrsko delo. *Merjenje donosnosti, tveganja in za tveganje prilagojene donosnosti*. Ljubljana: Univerza V Ljubljani Ekonomska fakulteta.
  67. Mc-Williams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, 25(1), 117-127.
  68. Mill, G. A. (2006). The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 63(2), 131-148.
  69. Minor, D. B. (2007). Finding the [Financial] Cost of Socially Responsible Investing. *Journal of Investing*, 16(3), 54-70.
  70. Mnenje ekonomsko-socialnega odbora o etični in socialni razsežnosti evropskih finančnih institucij (2009, 30. april) *Uradni list Evropske unije* 2009/C 100/14.
  71. Mnenje Evropskega ekonomsko-socialnega odbora o družbeno odgovornih finančnih produktih (2010, 21. junij) *Uradni list Evropske unije* 2011/C 21/06.
  72. Monitor Institute (2009, januar). *Investing for Social and Environmental Impact: A design for Catalyzing an Emerging Industry*. New York: Monitor Institue.
  73. Montgomery Bus Boycott (2013). Overview. Najdeno 6.4. 2011 na spletnem naslovu <http://www.montgomeryboycott.com/overview/>
  74. Mygind, N. (2004, julij). *Shareholder, stakeholder-owner or broad stakeholder maximization*. Frederiksberg: Copenhagen Business School.
  75. Newlands, C. (2010). Ethical dilemma. Discerning investors need to do their homework to avoid so-called green funds that cannot justify the label. *Financial Times Wealth*, 12, 48-49.
  76. OECD (2001). *Corporate Social Responsibility: Partners for Progress*. Paris: OECD.
  77. Operation Breadbasket Project. S.C.L.C. Operation Breadbasket (1962 - 1972). Najdeno 5.9.2013 na spletnem naslovu <http://operationbreadbasket.blogspot.com>

78. Petrovič, N. (2013, 10. avgust). O dogmah ekonomije brez dlake na jeziku. Kdo bo plačal zadolževanje naravi? *Sobotna priloga*, str. 16 in 17.
79. Principles of Responsible Investment (2011). The Principles for Responsible Investment. Najdeno 21. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.unpri.org/principles/>
80. Renneboog, L. (2009). The Performance of Socially Responsible Mutual Funds. Najdeno 4. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.qfinance.com/asset-management-best-practice/the-performance-of-socially-responsible-mutual-funds?full>
81. Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008, 3. april). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302-322.
82. Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2011). Is Ethical Money Financially Smart? Nonfinancial Attributes and Money Flows of Socially Responsible Investment Funds. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 562-588.
83. Rowlett, R. (2001). How Many? A Dictionary of Units of Measurement. Najdeno 10. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.unc.edu/~rowlett/units/large.html>
84. Rus, A. (2008, 7. junij). Menedžerski prevzemi: Umik pravne države iz gospodarstva. *Dnevnikov objektiv*. Najdeno 21. januarja 2011 na spletnem naslovu [http://www.dnevnik.si/tiskane\\_izdaje/objektiv/324907](http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/objektiv/324907)
85. Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV Založba.
86. Schröder, M. (2004). The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices. *Financial Markets and Portfolio Management*, 18(2), 122-142.
87. Schröder, M. (2007). Is there a difference? The performance characteristics of SRI Equity indices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1/2), 331-348.
88. Schwartz, M. S. (2003). The "Ethics" of Ethical Investing. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 195-213.
89. Scott, J.B. (2008). *Compelling returns: A Practical Guide to Socially Responsible Investing*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
90. Slapničar, S. (2005). Kako poročati o družbeni odgovornosti. *Manager*, (1), 44-47.
91. Social Investment Forum (2010, 9. november). *Report: Socially Responsible Investing Assets in US Top \$3 Trillion; Nearly 1 Out of Every 8 Dollars Under Professional Management. Press Release*. New York: Social Investment Forum.
92. Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.
93. Stout, L. A (2002). Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy. *Southern California Law Review*, 75, 1189-2002.
94. Stout, L. A (2007). Why we should stop teaching Dodge v. Ford. Najdeno 10. maja 2013 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1087072\\_code109222.pdf?abstractid=1013744&mirid=3](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1087072_code109222.pdf?abstractid=1013744&mirid=3)
95. Stout, L. A (2013, 19. april). The Shareholder Value Myth. Najdeno 15. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=6482>



96. Sullivan, P. (2010, 23. april). With Impact Investing, a Focus on More Than Returns. Najdeno 16. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2010/04/24/your-money/24wealth.html>
97. Sustainability (b.l.). V The New Palgrave Dictionary of Economics online. Najdeno 10. maja na spletnem naslovu [http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_S000482&edition=current&q=sustainability&topicid=&result\\_number=1](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_S000482&edition=current&q=sustainability&topicid=&result_number=1)
98. Sustainability Accounting Standards Board (2013a). Status of Standards. Najdeno 20. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://www.sasb.org/standards/status-standards/>
99. Sustainability Accounting Standards Board (2013b). The Need for SASB. Najdeno 20. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://www.sasb.org/sasb/need/>
100. Sustainable Cities (2011). Brundtland Report: Our common future. Najdeno 19. maja 2011 na spletnem naslovu <http://sustainablecities.dk/en/actions/a-paradigm-in-progress/brundtland-report-our-common-future>
101. Tajnikar, M. (2006). *Mikroekonomija*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
102. The International Ecotourism Society (2012). What is Ecotourism? Najdeno 6. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecotourism.org/what-is-ecotouris>
103. The South African Institute of Chartered Accountants (2011, januar). An integrated report is a new requirement for listed companies. Najdeno 19. avgust 2013 na spletnem naslovu <https://www.saica.co.za/tabid/695/itemid/2344/An-integrated-report-is-a-new-requirement-for-list.aspx>
104. United Nations Environment Programme Finance Initiative (2010). *Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors*. Geneve: United Nations Environment Programme Finance Initiative.
105. United Nations Global Compact (2004, december). *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. New York: United Nations Global Compact.
106. United Nations Global Compact (2010). United Nations Global Impact Annual review – Anniversary Edition June 2010. New York: United Nations Global Compact.
107. United States Securities and Exchange Commission (2013). FORM 10-K. Najdeno 14. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf>
108. Vezjak, B. (2002, 19. junij). Nove vsebine letnih poročil. Najdeno 19. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/?MOD=show&id=26403>
109. World Wildlife Fund (2012). 2010 Living Planet Report. Najdeno 6. maja 2012 na spletnem naslovu [http://wwf.panda.org/about\\_our\\_earth/all\\_publications/living\\_planet\\_report/2010\\_lpr/](http://wwf.panda.org/about_our_earth/all_publications/living_planet_report/2010_lpr/)
110. Zhang, C. (2004). Ethical Funds and Socially Responsible Investment: An Overview. Najdeno 4. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.qfinance.com/asset-management-best-practice/ethical-funds-and-socially-responsible-investment-an-overview?page=1>