

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**SKLADNOST ESG IN FINANCIRANJE KOMERCIALNIH
NEPREMIČNIN**

Ljubljana, oktober 2025

MARTIN FERJAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Martin Ferjan, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Skladnost ESG in financiranje komercialnih nepremičnin, pripravljenega v sodelovanju z mentorico red. prof. dr. Andrejo Cirman

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela 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 oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi;
11. da sem preveril verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne 27. 10. 2025

Podpis študenta:



KAZALO

1	UVOD.....	1
2	PREGLED LITERATURE	3
2.1	Skladnost ESG in vpliv na nepremičninski sektor.....	4
2.2	Prednosti ESG skladnih stavb	5
2.2.1	Vrednost okoljskih kriterijev	6
2.2.2	Vrednost družbenih kriterijev	7
2.2.3	Vrednost upravljavskih kriterijev.....	8
2.3	Pregled ESG okvirjev poročanja.....	10
2.3.1	Začetni okvirji poročanja	10
2.3.2	Finančna in dvojna materialnost	11
2.3.3	Veljavne uredbe in direktive ESG poročanja	12
2.4	Skladnost ESG in vpliv na financiranje.....	14
2.5	Financiranje komercialnih nepremičnin	15
2.6	Trendi v financiranju komercialnih nepremičnin.....	17
3	KVALITATIVNA ANALIZA VPLIVA SKLADNOSTI	18
3.1	Vpliv na vrednost nepremičnin.....	22
3.1.1	Vrednost in donosnost nepremičnin, zelena premija in rjavi diskont	22
3.1.2	Stroški trajnostne gradnje in operativni stroški	24
3.1.3	Medsebojni vpliv in tržna konkurenčnost.....	26
3.2	Vpliv na financiranje	26
3.2.1	Regulatorni vzvodi, tveganja in likvidnost	27
3.2.2	Integracija ESG dejavnikov v kreditne modele	30
3.2.3	Vpliv zelenih certifikatov in EU taksonomije na pogoje financiranja....	31
3.3	Vpliv na povpraševanje na trgu	33
3.3.1	Povpraševanje najemnikov in korporativne strategije	33
3.3.2	Povpraševanje institucionalnih kupcev in upravljanje tveganj	35
4	VREDNOTENJE IN SINTEZA EMPIRIČNIH UGOTOVITEV	37
4.1	Neposreden vpliv ESG na vrednost nepremičnine.....	38
4.2	Posreden vpliv ESG na financiranje nepremičnin.....	41

5 SKLEP.....	43
LITERATURA IN VIRI	45
PRILOGE	51

KAZALO TABEL

Tabela 1: Seznam intervjuvancev	19
Tabela 2: Empirične ugotovitve	38
Tabela 3: Ugotovitve iz mednarodnih študij	40
Tabela 4: Maržni dvigi in znižanja v letu 2024	42

KAZALO SLIK

Slika 1: Shema ESG standardov poročanja.....	13
Slika 2: Deleži anketirancev glede doseganja zelene premije pri najemnini in ceni v primerjavi s primerljivimi ne-zelenimi stavbami	24
Slika 3: Vzводи za zeleno izpostavljenost.....	28

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Vprašalnik.....	1
Priloga 2: Vzorčni prepis intervjuja	3
Priloga 3: Prevod vzorčnega prepisa intervjuja.....	9

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

nem. – nemško

AFIRE – (angl. Association of Foreign Investors in Real Estate); Združenje tujih vlagateljev v nepremičnine

BMS – (angl. Building Management System); Sistem za upravljanje stavb

BREEAM – (angl. Building Research Establishment's Environmental Assessment Method); Britanski program certificiranja zelenih stavb

C-PACE – (angl. Commercial Property Assessed Clean Energy); Financiranje čistih energetskih projektov pri komercialnih nepremičninah

CDS – (angl. Credit Default Swap); Zamenjava kreditnega tveganja

CEE – (angl. Central and Eastern Europe); Srednja in Vzhodna Evropa

CSRD – (angl. Corporate Sustainability Reporting Directive); Direktiva (EU) 2022/2464 o poročanju podjetij glede trajnosti

CSR – (angl. Corporate Social Responsibility); Družbena odgovornost podjetij

DGNB – (nem. Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen); Nemški program certificiranja zelenih stavb

EBA – (angl. European Banking Authority); Evropski bančni organ

ECB – (angl. European Central Bank); Evropska centralna banka

EEM – (angl. Energy Efficient Mortgage); Energetsko učinkovito hipotekarno posojilo

EFrag – (angl. European Financial Reporting Advisory Group); Evropska svetovalna skupina za računovodsko poročanje

EMU – ekonomska in monetarna unija

EPBD – (angl. Energy Performance of Buildings Directive); Direktiva o energetski učinkovitosti stavb

ESG – (angl. Environmental, Social, Governance); Okoljski, družbeni in upravljavski vidiki

EuGBS – (angl. European Green Bond Standard); Evropski standard za zelene obveznice

EU – Evropska unija

GOI – gradbena, obrtna in inštalacijska dela

GRESB – (angl. Global Real Estate Sustainability Benchmark); Globalni ocenjevalni sistem trajnosti nepremičninskega sektorja

GRI – (angl. Global Reporting Initiative); Globalna pobuda za trajnostno poročanje

ICMA – (angl. International Capital Market Association); Mednarodno združenje za kapitalske trge

IFRS – (angl. International Financial Reporting Standard); Mednarodni računovodski standard za finančna poročila, MSRP

ISSB – (angl. International Sustainability Standards Board); Mednarodni odbor za trajnostne standarde

IVSC – (angl. International Valuations Standards Council); Mednarodni svet za standarde vrednotenja

KPI – (angl. Key Performance Indicator); Ključni kazalnik uspešnosti

LEED – (angl. Leadership in Energy and Environmental Design); Ameriški program certificiranja zelenih stavb

LTV – (angl. loan-to-value ratio); Razmerje med posojilom in vrednostjo

MSP – Mikro-, majhna in srednje velika podjetja

MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja

NZEB – (angl. Nearly-zero energy and zero-emission buildings); Skoraj nič-energijska stavba ali nič-energijska stavba

OECD – (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development); Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj

REIT – (angl. Real Estate Investment Trust); Nepremičninski investicijski sklad

RWA – (angl. Risk-Weighted Assets); Tveganju prilagojena aktiva

SASB – (angl. Sustainability Accounting Standards Board); Odbor za računovodske standarde trajnostnega poročanja

SLA – (angl. Service Level Agreement); Dogovor o ravni storitev

SLB – (angl. Sustainability Linked Bond); Trajnostno vezana obveznica

SLL – (angl. Sustainability Linked Loan); Trajnostno vezano posojilo

WCED – (angl. World Commission on Environment and Development); Svetovna komisija za okolje in razvoj

WE – (angl. Western Europe); Zahodna Evropa

1 UVOD

Investicijske odločitve so v veliki meri osnovane na pričakovanem finančnem donosu v razmerju do stopnje investicijskih tveganj. Vendar danes na te odločitve bolj kot kadar koli prej vplivajo tudi drugi kriteriji, ki presegajo zgolj ekonomske kazalnike. Brundtlandova komisija, prej Svetovna komisija za okolje in razvoj (angl. World Commission on Environment and Development – WCED), podorganizacija Združenih narodov, je v svojem poročilu leta 1987 poudarila, da mora vsaka panoga prispevati k ohranjanju našega sveta pred škodljivimi človeškimi dejavnostmi. Zlasti je izpostavila, da gospodarskega razvoja ni mogoče ločiti od okoljskega in družbenega razvoja, saj se vsako poslabšanje na enem področju neposredno odraža na drugih.

Prizadevanja za trajnostno prihodnost in razvoj so se odrazila v potrebi po ocenjevanju in poročanju uspešnosti poslovanja podjetji v smeri trajnostne in vključujoče družbe. Družbena odgovornost podjetij (angl. Corporate Social Responsibility, v nadaljevanju CSR) se je z leti s pobudo za globalno poročanje (angl. Global Reporting Initiative, v nadaljevanju GRI), začela ocenjevati s pomočjo treh vidikov trajnosti – okoljski, družbeni in upravljavski vidik (angl. Environmental, Social and Governance, v nadaljevanju ESG). Izraz ESG je bil uradno uveden leta 2004 z objavo poročila Združenih narodov (nadaljevanju ZN), ki ga je izdala pobuda Globalnega dogovora ZN, z namenom podaje priporočil za boljše vključevanje ESG vprašanj v analizo, upravljanje premoženja in posredovanje vrednostnih papirjev (United Nations, 2004).

S prepoznavo ključne vloge finančnih trgov pri podpori podnebne preobnove, ki ga narekuje Pariški sporazum (UNFCCC, 2018), je Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. Organisation for Economic Cooperation and Development, v nadaljevanju OECD) spodbudila usklajenost finančne industrije z okoljskimi in družbenimi merili. Mnoga podjetja so zato začela razvijati naložbene strategije, ki temeljijo na kriterijih ESG. K temu je močno pripomoglo tudi dejstvo, da naložbe ESG ponujajo dobro ravnovesje med tveganjem in dolgoročnimi finančnimi donosi (Whelan in drugi, 2021).

Od sprejetja Pariškega podnebne sporazuma leta 2015 se mednarodnim podnebnim in trajnostnim ciljem namenja vse več pozornosti, kar vpliva tudi na trge financiranja nepremičnin. Nepremičninski sektor, kot eden največjih porabnikov energije in virov emisij ogljikovega dioksida (v nadaljevanju CO₂), ima pri tem ključno vlogo – leta 2020 sta stavbni in gradbeni sektor skupaj predstavljala več kot tretjino svetovne rabe končne energije ter emisij CO₂, povezanih z energijo in procesi (OECD, 2022a).

Pomembnost ESG kriterijev v nepremičninskem sektorju narašča, kar je še posebej izrazito pri investicijah v komercialne nepremičnine. Te so, kot jih opredeljujejo Miles in drugi (1996), izboljšane nepremičnine, namenjene pridobivanju dohodka preko najemnin

za komercialne ali poslovne namene. Poleg okoljskega vidika se vse večji poudarek daje tudi socialnim in upravljavskim vidikom, ki vplivajo na vrednost komercialnih nepremičnin. Socialni dejavniki vključujejo fleksibilnost uporabe nepremičnine, uporabniško izkušnjo, stopnjo zasedenosti ter dobrobit uporabnikov in skupnosti, vključno s politikami CSR. Upravljavski vidiki se osredotočajo na korporativne politike, skladnost z zakonodajo, zahteve trga ter kako te vplivajo na vrednost nepremičnine. Ti vključujejo specifične elemente, kot so dogovori o ravni storitev (angl. Service Level Agreement – SLA), upravljanje površine in dovoljenja, odnosi z najemniki, energetske ocene ter varnost (Scherrenberg in drugi, 2024).

Kljub vse večji pomembnosti ESG kriterijev v nepremičninskem sektorju ostajajo številna odprta vprašanja glede njihovega dejanskega vpliva na donosnost in tržno vrednost nepremičnin. Medtem ko številne študije potrjujejo obstoj tako imenovane zelene premije oziroma višjih najemnin in vrednosti nepremičnin z zelenimi certifikati, druge raziskave nakazujejo na precejšnje razlike med posameznimi trgi, sektorji in stopnjami regulacije. Prav tako ni enotnega konsenza o tem, v kolikšni meri višje začetne investicijske stroške trajnostne gradnje dejansko nadomestijo dolgoročne koristi, kot so nižji obratovalni stroški, ugodnejše financiranje in manjša izpostavljenost regulatornim tveganjem.

Dodatno nejasnost povzroča razmeroma kratka zgodovina ESG skladnih naložb v komercialne nepremičnine, zaradi katere je razpoložljivost empiričnih podatkov še omejena. Tudi institucionalni vlagatelji, banke in razvijalci pogosto izražajo različna stališča glede tega, ali ESG skladnost prinaša merljive finančne koristi ali pa je predvsem pogoj za ohranjanje konkurenčnosti in izpolnjevanje pričakovanj najemnikov. Zato se zdi ključno raziskati, kako se ESG skladnost v praksi odraža v razmerju med stroški in prihodki ter kako vpliva na povpraševanje na različnih segmentih nepremičninskega trga.

Glavni cilj magistrskega dela je razumeti, ali in v kolikšni meri ESG skladnost vpliva na vrednost komercialnih nepremičnin. To pomeni preučiti povezavo med višjimi gradbenimi stroški in možnostjo doseganja višjih najemnin oziroma nižjih stroškov obratovanja. Cilj je ugotoviti, ali projekti skladni z EU taksonomijo in trajnostnimi certifikati, pri posojilodajalcih uživajo boljše pogoje financiranja, ter identificirati ključne dejavnike povpraševanja, ki najemnike in institucionalne vlagatelje usmerjajo v ESG skladne nepremičnine.

Iz tega izhajajo tri raziskovalna vprašanja, ki vodijo celotno delo:

1. Ali investitorji v ESG skladne komercialne stavbe dosegajo višje razmerje med najemnino in stroški gradnje ter vzdrževanja? To vprašanje je usmerjeno v preučitev, ali se višji začetni stroški trajnostne gradnje izravnavajo z dolgoročnimi koristmi, kot so višje najemnine, nižji stroški obratovanja ali tržna premija ob vrednotenju nepremičnin.

2. Ali investitorji v ESG skladne projekte pri posojilodajalcih pridobijo ugodnejše pogoje financiranja? Namen je ugotoviti, ali banke in druge finančne institucije pri oblikovanju kreditnih pogojev upoštevajo ESG skladnost, denimo preko obrestnih bonifikacij ali dostopa do posebnih zelenih finančnih produktov.
3. Kateri dejavniki vplivajo na povpraševanje po ESG skladnih nepremičninah? Pri tem raziskava obravnava tako neposredne motive najemnikov (npr. nižji stroški energije, boljše delovno okolje, skladnost s korporativnimi politikami) kot tudi institucionalnih vlagateljev (npr. zmanjšanje tveganja izgube vrednosti, likvidnost portfelja, dolgoročna stabilnost).

Metodološko raziskava združuje pregled strokovne literature in regulative z empiričnim delom, ki temelji na kvalitativni analizi polstrukturiranih intervjujev. Vzorec sogovornikov obsega strokovnjake iz nepremičninskega razvoja, finančnih institucij, svetovalnih podjetij ter institucionalnih investicijskih skladov. Namen takšnega pristopa je pridobiti celovit vpogled v to, kako se ESG kriteriji odražajo v praksi različnih deležnikov nepremičninskega trga. Analiza ne stremi k statistični posplošitvi, temveč k poglobljenemu razumevanju mehanizmov, ki oblikujejo vrednost, financiranje in povpraševanje po ESG skladnih nepremičninah.

Struktura magistrskega dela je oblikovana tako, da postopno odgovori na raziskovalna vprašanja. V teoretičnem delu so predstavljeni pojmovni okvirji ESG in relevantne regulative. Empirični del temelji na kvalitativni analizi intervjujev z najemniki, vlagatelji, finančnimi institucijami in strokovnjaki iz nepremičninskega sektorja. Rezultati so predstavljeni v treh vsebinskih sklopih: vpliv ESG skladnosti na razmerje med stroški in prihodki, vpliv na pogoje financiranja ter dejavniki povpraševanja. V zaključku magistrsko delo povezuje ugotovitve ter poda priporočila za prakso in nadaljnje raziskave.

2 PREGLED LITERATURE

Pregled literature raziskuje vpliv okoljskih, družbenih in upravljavskih dejavnikov na nepremičninski sektor, saj ti postajajo ključni za trajnostni razvoj in tržno konkurenčnost. Najprej obravnava skladnost z ESG standardi, ki s pomočjo mednarodnih in nacionalnih predpisov zagotavlja preglednost in odgovornost podjetij ter podpira strateške odločitve vlagateljev in razvijalcev nepremičnin. Nato se pregled osredotoči na prednosti ESG skladnih stavb, ki naj bi zaradi energetske učinkovitosti, družbene odgovornosti in robustnega upravljanja dosegajo višje najemnine, višjo zasedenost in manjšo izpostavljenost tveganjem. Sledi analiza poročevalskih okvirov, ki standardizirajo razkrivanje ESG podatkov, omogočajo primerljivost med podjetji in izpolnjujejo regulatorne zahteve, kot je EU taksonomija. Na koncu se pregled osredotoči na financiranje nepremičnin, kjer trajnostni finančni produkti, kot so zelene obveznice in

posojila, spodbujajo naložbe v okolju prijazne projekte in podpirajo prehod na nizkoogljično gospodarstvo.

Skozi povezane tematike od regulativne skladnosti in tržnih prednosti do poročevalskih okvirov in trajnostnega financiranja, poglavje celovito osvetljuje, kako ESG dejavniki preoblikujejo nepremičninski sektor. Poudarja, da ESG ni zgolj regulativna obveza, ampak postaja ključen dejavnik za dolgoročno tržno konkurenčnost in ustvarjanje vrednosti.

2.1 Skladnost ESG in vpliv na nepremičninski sektor

ESG skladnost predstavlja zavezanost podjetij k upoštevanju mednarodno priznanih okvirov poročanja ter nacionalnih in mednarodnih predpisov, ki se nanašajo na njihovo gospodarsko dejavnost in območje poslovanja. Z razvojem okvirov in predpisov ter zavezujočim poročanjem o vidikih ESG nevladne organizacije, regulativni organi in vlade po svetu omogočajo večjo primerljivost med podjetji različnih panog, večjo preglednost poročanja ter krepitev odgovornosti podjetij do deležnikov preko dobrega upravljanja, etičnih praks in zmanjševanja negativnih vplivov na okolje ter skupnosti (Mason, 2024).

Glavni namen skladnosti je (i) zagotoviti primerljivost med podjetji glede upravljanja ESG za potrošnike, vlagatelje in druge interesne skupine, (ii) zagotoviti notranji pregled nad podjetjem za informirano strateško odločanje in (iii) zagotoviti, da podjetja prevzemajo odgovornost za svoja dejanja in vplive na okolje in skupnosti, v katerih delujejo. Regulativna telesa s svojimi direktivami, pravili in standardi, ki so predstavljena v poglavju 2.3, podjetja in udeležence na finančnem trgu obvezujejo k razkritju informacij v letnih poročilih. Poročanje jih zavezuje k razkritju materialnih informacij, kar jih spodbuja k postavljanju novih trajnostnih ciljev za izboljšanje razkritij, saj je tisto, kar se razkrije, pravilom tudi predmet upravljanja.

Udeleženci na finančnem trgu s pomočjo standardov in okvirov v svojih poročilih investitorjem predstavijo svoja trajnostna prizadevanja, kar krepi zaupanje vlagateljev in spodbuja transparentnost. Skladnost preko poročanja je ključna sestavina korporativnega upravljanja, še posebej za podjetja, ki kotirajo na borzi, saj vlagatelji vse pogosteje dajejo prednost družbeno odgovornim naložbam, kar skladnim podjetjem in projektom na dolgi rok omogoča večje možnosti za pridobitev zunanjih investicij. Institucionalni vlagatelji ne le, da s svojim investiranjem v družbeno odgovorna podjetja in osredotočanjem na vprašanja ESG prispevajo k dobrobiti ljudi in planeta, ampak tudi potencialno izboljšajo finančno uspešnost in obvladovanje tveganj. Od skladnih podjetij lahko pričakujejo višje donose v primerjavi z neskladnimi podjetji, saj dobro upravljanje področij ESG v podjetjih običajno vodi k izboljšanju kazalnikov poslovanja (Whelan in drugi, 2021). Več o vplivu skladnosti na financiranje bo obravnavano v poglavju 2.5.

V današnjem naložbenem okolju sektor nepremičnin vse bolj sprejema trajnost kot temeljno vrednoto. Po raziskavi, ki jo je leta 2022 izvedlo Združenje tujih vlagateljev v nepremičnine (angl. Association of Foreign Investors in Real Estate – AFIRE), je 39 % vprašanih nepremičninskih investorjev ocenilo ESG kriterije kot zelo pomembne, medtem ko je kar 81 % vprašanih predvidelo, da bodo ti kriteriji v naslednjih petih letih postali ključnega pomena. To kaže na veliko povpraševanje po informacijah o skladnosti podjetja s kriteriji ESG in s tem na potrebo po ocenah in točkovanju ESG (KPMG, 2022). Kot ključno merilo trajnosti se vse bolj uveljavlja koncept sledenja utelešenega ogljika v gradbenih materialih, saj te emisije pomembno prispevajo k skupnim emisijam toplogrednih plinov v življenjskem ciklu stavb. Poleg tega so lastniki nepremičnin in vlagatelji zaradi vse večjega pomena standardov ESG pozvani k upoštevanju družbenega vpliva svojih sredstev na lokalne skupnosti in deležnike, vključno z zaposlenimi, strankami in lokalnimi prebivalci. To vključuje razmislek o vključevanju in sodelovanju lokalnih skupnosti, denimo prek javnih posvetovanj in partnerstev z lokalnimi organizacijami, ki krepijo zaupanje ter omogočajo družbeno sprejemljivost projekta. Nepremičnine, zasnovane z vidika socialne enakosti in dobrega počutja uporabnikov, praviloma lažje privabljajo in zadržujejo najemnike, kar se odraža tudi v njihovi višji tržni vrednosti.

2.2 Prednosti ESG skladnih stavb

Nepremičninski sektor se vse bolj osredotoča na vključevanje ESG dejavnikov, saj so ti ključni za izkazovanje družbene odgovornosti, izpolnjevanje zakonskih zahtev in odzivanje na spremembe na trgu. Cenilci nepremičnin se vse pogosteje soočajo z izzivom vključevanja teh dejavnikov v svoje ocene vrednosti, saj ESG kriteriji postajajo pomemben element pri ocenjevanju dolgoročnih donosov in tveganj. Nepremičnine z dobrimi ESG referencami pogosto dosegajo višje najemnine in nižje stopnje nezasedenosti, kar neposredno povečuje njihovo tržno vrednost. K temu prispevajo predvsem energetska učinkovitost, trajnostna zasnova, zeleni certifikati in bližina javnega prevoza, ki povečujejo privlačnost nepremičnin za najemnike in vlagatelje (Scherrenberg in drugi, 2024). S tem se sektor ne le prilagaja rastočim tržnim pričakovanjem, temveč tudi krepí svojo odpornost na dolgoročna tveganja in izzive trajnostnega razvoja. Hkrati se sektor sooča z dvema ključnima izzivoma: znižanjem emisij CO₂ in obsežno energetska prenovi obstoječega stavbnega fonda. Za doseganje podnebnih ciljev so nujni tako povečana stopnja prenov kot širša uporaba obnovljivih virov energije. ESG kriteriji pri tem ne predstavljajo zgolj orodja za merjenje emisij, temveč temelj za razumevanje dolgoročne vrednosti nepremičnin in obvladovanje tveganj, povezanih s trajnostnim razvojem (Ganz, 2024).

Pri vrednotenju komercialnih nepremičnin in upoštevanju ESG kriterijev sta v širši uporabi dve metodi vrednotenja zasnovani na donosu oziroma na metodi diskontiranih denarnih tokov: aditivni in integrativni pristop. Aditivni pristop obravnava ESG kot

dodano vrednost k obstoječim finančnim parametrom nepremičnine. V tem okviru se k osnovnim denarnim tokovom prištejejo koristi, ki jih prinašajo trajnostne značilnosti, kot so prihranki pri energiji, vodi in ravnanju z odpadki. Upošteva se lahko njihov vpliv na prihodke, stroške in na obrestne mere. Ta pristop torej obravnava trajnost kot merljivo izboljšavo posameznih postavk v finančnem modelu. Nasprotno integrativni pristop vključuje ESG dejavnike že v zasnovi vrednotenja, saj obravnava trajnostne elemente kot sestavni del dolgoročnega poslovnega modela nepremičnine. Pri tem se upošteva širši nabor okoljskih, socialnih in ekonomskih vidikov; kakovost lokacije, vpliv na skupnost, odpornost na podnebna tveganja ter skladnost z regulativnimi zahtevami. Trajnostni dejavniki se neposredno vključujejo v modeliranje denarnih tokov, pri čemer so lahko zajeti tudi dodatni prihodki ali prihranki, povezani z energetske učinkovitostjo in uporabo obnovljivih virov energije. Dejavniki, ki niso neposredno vključeni v denarni tok, se praviloma odražajo v prilagoditvah diskontne obrestne mere ali kapitalizacijske stopnje, s čimer se ustrezno zajame njihov vpliv na tveganje in donosnost naložbe (Ganz, 2024).

2.2.1 Vrednost okoljskih kriterijev

Pomembnost okoljskih kriterijev v okviru ESG na področju nepremičninskega sektorja narašča, kar je še posebej izrazito pri investicijah v komercialne nepremičnine. Te imajo ključno vlogo v globalnem gospodarstvu in hkrati predstavljajo pomembnega porabnika energije: pisarniške in trgovske nepremičnine v Evropski uniji (v nadaljevanju EU) so v zadnjih treh letih porabile v povprečju približno 44% več primarne energije na kvadratni meter kot stanovanjske nepremičnine, pri čemer se ta razkorak povečuje (Deepki, 2023). Zaradi obsežnih vplivov se vrši pritisk na investitorje, lastnike komercialnih nepremičnin, upravljavce in uporabnike, da aktivno zmanjšujejo svoj ogljični odtis. Veliko investorjev že zdaj uradno vključuje ogljično nevtralne cilje v nove investicijske strategije, kjer v svojih portfeljih razpolagajo tudi s tako imenovanimi energijsko pozitivnimi stavbami.

Ker so stavbe z visoko okoljsko učinkovitostjo v splošnem novejši in premijske naložbe, je težko natančno določiti trajnostno premijo. Kljub temu obstajajo številni dokazi, da zelene stavbe dosegajo višje najemnine kot primerljive nezelene nepremičnine, kar kaže na precejšnjo možnost rjavega diskonta za nepremičnine z relativno slabšo okoljsko učinkovitostjo. Vrzal med zeleno premijo in rjavim diskontom za najemnino se povečuje, kar dokazujejo podatki družbe CBRE o najemninah (2022), po katerih so najemnine za pisarniške stavbe z ameriškim programom certificiranja zelenih stavb (angl. Leadership in Energy and Environmental Design, v nadaljevanju LEED) v ZDA za 3,7 % višje od najemnin za necertificirane stavbe, ob predpostavki ceteris paribus. Premija je še posebej visoka za pisarniške stavbe s certifikatom LEED Platinum, za katere je v povprečju predvidena 0,51 % višja letna rast v primerjavi z necertificiranimi stavbami (CBRE, 2021). Na podlagi raziskave družbe JLL (2024) je t.i. zelena premija pri najemninah še višja in sicer v povprečju 7,1 % v osmih večjih mestih Severne Amerike, 9,9 % v devetih mestih azijsko-pacifiške regije ter kar 11,6 % v Londonu.

Na podlagi raziskave Barkham in drugi (2023), katere cilj je bil ugotoviti, katere okoljske lastnosti stavb vplivajo na pripravljenost najemnikov in investorjev za plačilo premije oziroma na njihovo odločitev o iskanju diskonta ali celo zavrnitvi transakcije, so se kot najpomembnejše izkazale tiste, ki prispevajo k energetske učinkovitosti in trajnostnosti stavb. Med ključnimi dejavniki so prisotnost funkcij za zmanjšanje porabe energije, certifikat zelene stavbe, pridobivanje energije iz obnovljivih virov na kraju samem, pametna tehnologija, ki optimizira delovanje stavbe za zmanjšanje vpliva na okolje, ter večja odpornost na učinke podnebnih sprememb, kot so poplave. Kot nekoliko manj pomembni so se izkazali ukrepi za zmanjšano porabo vode, recikliranje odpadkov in prisotnost priključkov za polnjenje električnih vozil. Ocenjevanje vpliva podnebnih sprememb na odpornost stavb in posledično na vrednost nepremičnin zahteva analizo pogostosti in intenzivnosti naravnih nesreč ter oblikovanje scenarijev, ki vključujejo različne ravni energetske učinkovitosti, uporabo obnovljivih virov energije in trajnostne gradbene standarde. Ti dejavniki določajo obratovalne stroške, usmerjajo tržno povpraševanje in vplivajo na dolgoročne vrednostne trende nepremičnin (Ganz, 2024).

Lastnosti, ki zmanjšujejo porabo energije, igrajo ključno vlogo pri določanju vrednosti nepremičnin. Stavbe, ki že vključujejo pridobivanje energije iz obnovljivih virov ali pametne tehnologije za optimizacijo porabe, veljajo za privlačnejše, saj zmanjšujejo obratovalne stroške in tveganja, povezana z nihajočimi cenami energije. Najemniki so pripravljeni plačati premijo za energetske učinkovite stavbe, medtem ko drugi v odsotnosti teh lastnosti iščejo diskont (Barkham in drugi, 2023). Investitorji zato te lastnosti prepoznavajo kot pomemben dejavnik dolgoročne donosnosti, saj se brez njih soočajo z visokimi stroški naknadnih prilagoditev. Poleg neposrednih finančnih prihrankov vrednost nepremičnin vse bolj oblikujejo tržni pritiski in regulative, ki postopoma uvajajo minimalne standarde energetske učinkovitosti za nestanovanjske stavbe. V evropskem prostoru je značilen primer uveljavljene regulative Direktiva (EU) 2024/1275 o energetske učinkovitosti stavb, ki postavlja strožje zahteve glede trajnostne rabe energije.

2.2.2 Vrednost družbenih kriterijev

Merjenje okoljskega vpliva naložbe je razmeroma enostavnejše kot določanje njenega vpliva na družbo. Kaj natančno predstavlja "družbeni vpliv" zahteva kompleksen niz etičnih presoj o tem, katere učinke meriti in na kakšen način (Corfe in Pardoe, 2022). V zadnjih letih investorji poudarjajo, da je vključevanje družbenih dejavnikov v analize zahtevnejše kot upoštevanje okoljskih vidikov (BNP Paribas, 2021).

Odbor za standarde vrednotenja premoženja (angl. International Valuations Standards Council – IVSC) v svojem dokumentu opredeljuje družbeno vrednost skozi tri ključne elemente (Stokes, 2022). Prvi element predstavlja monetarno korist za lastnika sredstva oziroma nepremičnine – denarne tokove, ki izhajajo iz uporabe nepremičnine. Kot drugi

se izpostavlja družbena korist za uporabnike in zajema prednosti, ki jih imajo neposredni uporabniki nepremičnine, na primer izboljšana kakovost bivanja ali delovnega okolja. Tretji element predstavlja širša družbena korist za tiste, ki niso neposredni uporabniki sredstva, vključno z dobrobitjo skupnosti, razvojem socialnega kapitala ter pozitivnimi vplivi na okolje.

Celostno vrednotenje nepremičnin tako presega zgolj finančne kazalnike in zahteva upoštevanje širših družbenih koristi. Medtem ko so finančne koristi lastnika enostavno merljive, je vrednotenje družbenih koristi precej zahtevnejše. Te lahko vključujejo primere, ko lastnik nepremičnine namerno zmanjša svoj zaslužek, na primer z nižjimi stroški dostopa ali z uporabo prostora na način, ki ni finančno najdonosnejši. Takšne odločitve lahko razumemo kot obliko družbene investicije.

Poleg neposrednih uporabnikov nepremičnine imajo družbene koristi širši doseg, saj prispevajo k gospodarskim, socialnim in okoljskim izboljšavam, kot so večja gospodarska aktivnost in boljša kakovost življenja v skupnosti. Hkrati postaja družbena vrednost vse pomembnejši dejavnik pri oblikovanju ugleda organizacij, saj podjetja vedno bolj spremljajo konkurenco in prilagajajo svoje prakse. S tem se ustvarja učinek krožnega vpliva, kjer postaja dokazovanje družbenega učinka ne le pričakovanje trga, temveč tudi nujen element upravljanja ugleda (Corfe in Pardoe, 2022). V tem kontekstu postanejo morebitni družbeni zapleti še posebej kritični, saj lahko močno omajajo ugled nepremičnine in njenih lastnikov. Nepremičnine, povezane z negativnimi družbenimi vprašanji, se soočajo z večjim tveganjem izgube interesa najemnikov in investitorjev (Barkham in drugi, 2023), kar vpliva na njihovo dolgoročno vrednost. Upravljanje ugleda tako ni več zgolj proaktiven pristop, temveč ključni dejavnik pri ohranjanju tržne privlačnosti in finančne stabilnosti.

Družbeni učinki oziroma dejavniki nepremičnin pomembno vplivajo na njihovo dolgoročno vrednost in privlačnost za investitorje, najemnike, posredne in neposredne uporabnike. CBRE je na podlagi raziskave v svojem poročilu kot najpomembnejše dejavnike, ki vplivajo na ceno oziroma višino najemnine zvrstil naslednje; dostopnost javnega prevoza, prisotnost funkcij za izboljšanje fizičnega in duševnega zdravja uporabnikov, infrastruktura za trajnostno mobilnost ter certifikati zdravja in dobrega počutja, kot je na primer WELL (Barkham in drugi, 2023).

2.2.3 Vrednost upravljaljskih kriterijev

Končni vidik ESG se nanaša na upravljanje, kjer je ključnega pomena sposobnost podjetij, da dokažejo skladnost z uveljavljenimi standardi in izpolnjujejo zakonske ter regulativne zahteve (RICS, 2022). V nepremičninskem sektorju to pomeni zagotavljanje preglednosti, spoštovanje etičnih načel ter upoštevanje predpisov, povezanih z davki in drugimi obveznostmi. Vlagatelji, ki želijo doseči dolgoročne in stabilne donose, morajo preseči zgolj minimalne zahteve in se usmeriti k najboljšim praksam v panogi, pri čemer

nepremičnine obravnavajo ne le kot finančne naložbe, temveč tudi kot del širšega družbenega okolja.

Ključno vlogo pri upravljanju nepremičnin imajo korporativne politike, ki vplivajo na kakovost storitev, odnose z najemniki, energetska učinkovitost in varnostne standarde (Scherrenberg in drugi, 2024). Dogovori o ravni storitev (angl. service level agreement – SLA) določajo standarde upravljanja nepremičnine in omogočajo najemnikom večji vpliv na njene ESG značilnosti, kar prispeva k boljši uporabniški izkušnji ter večji odgovornosti upravljavcev. Odnosi z najemniki so osrednji element učinkovitega upravljanja, saj visoka raven storitev in transparentna komunikacija pripomoreta k dolgoročnemu zadovoljstvu ter stabilnosti zasedenosti nepremičnine. Energetska učinkovitost nepremičnine ne vpliva le na stroške poslovanja, temveč tudi na okoljski odtis stavbe, pri čemer se uporabljajo ocene, ki spremljajo njeno uspešnost pri zmanjševanju porabe energije. Varnostni standardi pa zagotavljajo, da nepremičnina ustreza sodobnim zahtevam za varnost uporabnikov in infrastrukture ter zmanjšuje tveganja, povezana s fizično zaščito in upravljanjem nepremičnine (Scherrenberg in drugi, 2024). Te komponente so med seboj tesno povezane, saj celostno upravljanje, ki združuje visoke standarde storitev, energetska učinkovitost in varnost, ustvarja večjo vrednost za najemnike in lastnike nepremičnin.

Vedno bolj se v upravljanju nepremičnin uveljavljajo tudi orodja za oceno trajnostnega učinka, kot je Globalni ocenjevalni sistem trajnostnosti nepremičninskega sektorja (angl. Global Real Estate Sustainability Benchmark, v nadaljevanju GRESB), ki omogočajo spremljanje ESG uspešnosti na ravni posameznih nepremičnin (RICS, 2022). GRESB ne primerja le uspešnosti različnih entitet, temveč zagotavlja tudi poglobljene analize, ki vključujejo ocene upravljanja, tveganj, emisij toplogrednih plinov ter trajnostna zavzetost deležnikov. Med pomembne ocenjevalne sheme za nepremičnine sodijo tudi ameriški LEED, britanski program certificiranja zelenih stavb (angl. Building Research Establishment's Environmental Assessment Method, v nadaljevanju BREEAM) in nemška program (nem. Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen, v nadaljevanju DGNB), ki skupaj z GRESB oblikujejo standarde za merjenje in izboljšanje trajnostnosti nepremičnin (RICS, 2022).

Ob tem ima tehnologija ključno vlogo pri izboljšanju trajnostnih praks. Implementacija inteligentnih sistemov za upravljanje stavb (angl. Building Management System, v nadaljevanju BMS) omogoča učinkovitejše spremljanje in obvladovanje energetske porabe ter izboljšanje izkušenj najemnikov. BMS tako pomembno prispeva k doseganju ESG ciljev, saj zagotavlja, da so stavbe energetska učinkovite, trajnostne in prijazne do uporabnikov (Bharadwaj, 2025). Z naraščajočimi regulatornimi zahtevami in pričakovani investitorjev postaja uporaba naprednih BMS sistemov ključna za skladnost z ESG okviri in dolgoročno konkurenčnost.

Z učinkovitim upravljanjem podjetja ne le izpolnjujejo zakonske zahteve, temveč tudi proaktivno prispevajo k večji vrednosti za uporabnike in skupnost. Integracija trajnostnih načel ter družbeno odgovornih praks v vsakodnevno delovanje nepremičnin postaja nujna za ohranjanje konkurenčne prednosti in dolgoročne uspešnosti. Pri tem ima osrednjo vlogo skladnost ESG ter celovito poročanje o trajnostnih dejavnikih, ki zagotavlja preglednost in odgovornost vseh deležnikov v nepremičninskem sektorju.

2.3 Pregled ESG okvirjev poročanja

Glede na veliko povpraševanje, se je v zadnjih letih razvilo veliko okvirjev poročanja in različnih standardov, ki omogočajo strukturirano in primerljivo poročanje o kriterijih ESG. Okvirji in standardi se v splošnem razlikujejo glede na območje delovanja; gospodarski sektor ter geopolitični položaj podjetij in se delijo na obvezna in prostovoljna poročanja oziroma razkrijta glede delovanja v aspektih ESG. Zaradi velikega števila obstoječih okvirov in zahtev za poročanje o ESG je pogosto težko razumeti njihov namen.

Ob vse večji kompleksnosti poročanja Evropa izstopa kot zgled v harmonizaciji ESG zahtev, saj je z uvedbo obveznih standardov in okvirov poročanja postavila temelje za enotno in primerljivo poročanje, ki ga posnemajo tudi druge svetovne regije. Takšen pristop ne le poenostavi razumevanje, temveč tudi utrjuje preglednost in usmerjenost podjetij k trajnostnim praksam, s čimer ustvarja enotno osnovo za boljši pregled in doseganje trajnostnih ciljev na globalni ravni.

2.3.1 Začetni okvirji poročanja

Da bi bolje zadovoljili zahteve po transparentnem poročanju o trajnostnih dejavnostih, so se skozi čas razvili trije ključni okvirji, ki danes tvorijo temelj ESG poročanja. Tako je bila kot prva, leta 1997, ustanovljena GRI z namenom obravnavanja okoljskih vprašanj. Sprva je zagotavljala smernice, iz katerih je GRI leta 2016 prešla na določitev prvih globalnih standardov za poročanje o trajnostnem razvoju. Standardi GRI dajejo poseben poudarek na dvojno materialnost (podrobnejše razloženo v razdelku 2.3.2) in se delijo na univerzalne, sektorske in tematsko specifične standarde, ki jih podjetja uporabljajo glede na njihovo panogo in vpliv. Danes so kot prostovoljni okvir poročanja globalno najbolj uporabljeni standardi poročanja o področjih ESG, saj kar 73 % od 250 največjih podjetij na svetu pripravlja svoja letna trajnostna poročila v skladu s standardi GRI (KPMG, 2022). Poleg tega ima GRI ključno vlogo pri oblikovanju Evropskih standardov poročanja o trajnostnem razvoju (angl. European Sustainability Reporting Standards, v nadaljevanju ESRS), saj sta standarda v veliki meri usklajena, zlasti na področju razkritij vplivov. Skupne definicije, koncepti in razkritja omogočajo podjetjem, ki že poročajo po GRI, enostaven prehod na Evropske standarde poročanja o trajnostnem razvoju ter učinkovito poročanje brez nepotrebnega podvajanja (EFRAG in GRI, 2023).

Podobno kot GRI je bil, z namenom razvoja standardov, specifičnih za posamezne panoge oziroma sektorje, leta 2011 ustanovljen Odbor za trajnostne računovodske standarde (angl. Sustainability Accounting Standards Board, v nadaljevanju SASB). SASB standardi posebno pozornost namenjajo materialnosti in njenemu vplivu na poslovanje podjetij. Originalni SASB standardi zajemajo 77 panog in podjetjem omogočajo, da opredelijo ključne trajnostne dejavnike, pomembne za njihovo poslovanje, s pomočjo petih kategorij: okolje, družbeni kapital, vodenje in upravljanje, poslovni model in inovacije ter človeški kapital. Danes so SASB standardi, kot del okvirja Odbora za mednarodne trajnostne standarde (angl. International Sustainability Standards Board, v nadaljevanju ISSB), ki deluje pod okriljem Fundacije za mednarodne standarde računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP), vključeni v Standarde trajnostnega poročanja MSRP (angl. IFRS Sustainability Disclosure Standards).

Vpliv konference COP21 leta 2015, je pripomogel k oblikovanju tretjega poročevalskega okvirja - Delovne skupine za razkritja, povezana s podnebjem (angl. Task Force on Climate-related Financial Disclosures, v nadaljevanju TCFD), ki je spodbujala prostovoljna razkritja, osredotočena na podnebna tveganja za finančne sisteme. TCFD je bila ustanovljena z namenom oblikovanja priporočil za učinkovitejša poročanja, ki temeljijo na modeliranju scenarijev na štirih tematskih področjih: upravljanje, strategija, obvladovanje tveganj ter metrike in cilji. V splošnem je namen okvira TCFD je spodbuditi podjetja, da preučijo tveganja in priložnosti, povezane s podnebnimi spremembami in prehodom na nizkoogljično gospodarstvo (Castro in Jones, 2023). Zahteve TCFD so vključene v MSRP, kar pomeni, da podjetja, ki poročajo po MSRP, hkrati izpolnjujejo tudi zahteve TCFD okvirja. Z letom 2024 je nadzor nad ukinjenim TCFD prevzel odbor ISSB, ki v sodelovanju z GRI identificira in usklajuje razkritja v svojih standardih. TCFD kot eden najvplivnejših okvirjev danes, z enajstimi priporočenimi razkritji, služi kot osnova za številna evropska, ameriška in mednarodna pravila in direktive o razkrivanju ESG podatkov in skladnosti (CSRD, MSRP S1 in S2 ter pravilo SEC o razkritjih, povezanih s podnebjem).

2.3.2 Finančna in dvojna materialnost

“Pojem materialno, kadar se uporablja za opredelitev zahteve po posredovanju informacij o določeni temi, omejuje zahtevane informacije na tista vprašanja, za katera obstaja znatna verjetnost, da bi jim razumen vlagatelj pripisal pomen pri odločanju o nakupu registriranega vrednostnega papirja” (Code of Federal Regulations, 2022). Z drugimi besedami, ESG informacije se vključijo v finančno poročanje, kadar so finančno materialne, kar pomeni, da razumen vlagatelj ocenjuje njihov vpliv kot pomemben za odločanje in za ustvarjanje ekonomske vrednosti podjetja. Finančna materialnost, znana tudi kot enojna materialnost, je dobro uveljavljena in v številnih državah tudi zakonsko predpisana in se v praksi poroča prek revidiranih letnih finančnih poročil, ki vključujejo finančna materialna razkritja.

Direktiva (EU) 2022/2464 o poročanju podjetij glede trajnostnosti (v nadaljevanju Direktiva CSRD), ki bo podrobneje opisana v razdelku 2.3.3, od podjetij zahteva tudi pripravo trajnostnega poročila, ki temelji na konceptu dvojne materialnosti. To poročilo vključuje ne le finančno materialne informacije, temveč tudi tako imenovano materialnost vpliva. V skladu z GRI (2022) materialnost vpliva vključuje informacije, ki se uporabljajo za opredelitev „*vpliva poročajočega podjetja na gospodarstvo, okolje in ljudi v korist več deležnikov, kot so vlagatelji, zaposleni, stranke, dobavitelji in lokalne skupnosti*“. Vplivi so lahko neposredno ali posredno povezani s poslovanjem podjetja, saj se pri analizi upošteva vrednostna veriga podjetja in ne le subjekt sam.

Dvojna materialnost poudarja pomembnost informacij, ki se nanašajo tako na finančno vrednost podjetja kot na njegov širši vpliv na okolje in družbo. Ta pristop priznava, da so lahko nefinančni vplivi podjetja, na primer vpliv na človekove pravice, podnebne spremembe in druge okoljske dejavnike, ključnega pomena in zato vredni razkritja, tudi če presegajo neposredne finančne posledice. Koncept dvojne materialnosti tako spodbuja podjetja, da upoštevajo tako finančne kot nefinančne vplive, kar omogoča večjo preglednost in odgovornost ter zagotavlja celovitejše odločanje, ki upošteva širše dolgoročne posledice poslovnih dejavnosti (GRI, 2022).

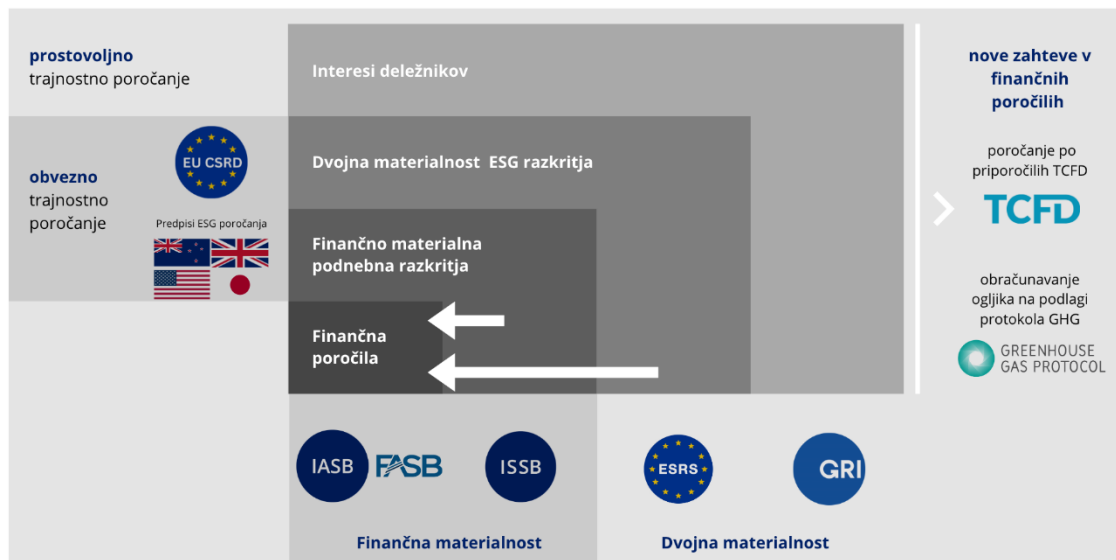
2.3.3 Veljavne uredbe in direktive ESG poročanja

Uredbe in direktive ESG, shematično predstavljene s pomočjo slike 1, so pravni akti in zahteve, namenjeni usmerjanju podjetij k poročanju in izboljševanju njihove uspešnosti v zvezi s trajnostjo, družbeno odgovornostjo in etičnim upravljanjem. Čeprav je prostovoljno trajnostno poročanje aktualno od leta 1997 z nastankom GRI, so trendi ESG v zadnjih letih usmerjeni v vsesplošno zakonsko zaostrovanje zahtev po poročanju onkraj le finančnih podatkov v letnih poročilih. Medtem ko v času pisanja, številne države v letnih poročilih poleg finančnega poročanja zahtevajo tudi že finančno materialna podnebna razkritja, je Evropa kot trajnostni paradni konj stopila še korak naprej, saj poleg finančnih podatkov, v splošnem namenjenih investitorjem, podjetja obvezuje k poročanju o trajnostnih vidikih njihovega poslovanja in jih tako spodbuja k prevzemanju odgovornosti za njihov vpliv na vse tri vidike ESG.

Poročanje o financah je obvezno za vsa podjetja, ki kotirajo na borzi, skladno z mednarodnimi pravili, ki zahtevajo pripravo konsolidiranih finančnih izkazov v skladu z enotnim nizom mednarodnih standardov – MSRP. Ti standardi, ki jih uporablja več kot 100 držav (IFRS, 2024), zagotavljajo enoten računovodski jezik, ki omogoča primerljivost in razumljivost računovodskih izkazov prek mednarodnih meja. Številne države te standarde uporabljajo kot osnovo, nekatere s svojo juridistikcijo prostovoljno dodajo smernice ISSB in obvežejo podjetja k poročanju v skladu s setoma standardov MSRP S1 in S2. Subjekti morajo v skladu s temi razkriti s trajnostnim razvojem povezana tveganja in priložnosti o postopkih upravljanja, trajnostni strategiji, postopkih za

prepoznavanje tveganj in priložnosti ter splošni trajnostni uspešnosti (Osborn in Nelson, 2024). V času pisanja so v fazi sprejemanja MSRP S1 in S2 standardov Japonska, Kanada, Singapur in Združeno kraljestvo. Slednje se pri poročanju osredotočajo na informacije finančne materialnosti; splošne trajnosti (S1) in podnebja (S2).

Slika 1: Shema ESG standardov poročanja



Vir: prirejeno po CDP (2023).

Veliki ameriški upravljavci premoženja so s pravilom Ameriške komisije za vrednostne papirje in borzo (angl. U.S. Securities and Exchange Commission – SEC) o razkritjih povezanih s podnebjem zavezani k poročanju leta 2026 za fiskalno leto 2025. Celovita implementacija se predvideva do leta 2034 za fiskalno leto 2033. Velika podjetja v zvezni državi Kalifornija so zavezana dodatnim poročilom v skladu s kalifornijskimi pravili o razkritjih. Po AB 1305 bodo morala predložiti poročila za fiskalno leto 2024. Po SB 253 (poročanje o emisijah toplogrednih plinov) bodo leta 2026 zavezana razkritju emisij za obseg 1 in 2 za fiskalno leto 2025 ter za obseg 3 za leto 2026. Prav tako bodo leta 2026 po SB 261 morala poročati o finančnih tveganjih, povezanih s podnebnimi spremembami, za fiskalno leto 2025 (Osborn in Nelson, 2024).

Standardi ESRS, ki so nastali v sodelovanju med GRI in Evropsko svetovalno skupino za računovodsko poročanje (angl. European Financial Reporting Advisory Group – EFRAG), obvezujejo k poročanju po načelu dvojne materialnosti preko petega člena Direktive CSRD. Obveznost poročanja se uvaja postopno in je časovno razdeljena glede na velikost in vrsto podjetja. Od 1. januarja 2024 morajo zahteve izpolnjevati velike družbe, ki imajo povprečno več kot 500 zaposlenih na svojih bilancah stanja, vključno z matičnimi družbami velikih skupin. Z letom 2025 se obveznost razširi na druge velike družbe in matične družbe velikih skupin, ki še niso vključene. Od 1. januarja 2026 bodo k poročanju zavezana tudi mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju MSP), ki so subjekti javnega interesa, ter nekatere majhne in nekompleksne finančne institucije.

MSP bodo lahko uveljavila prehodno obdobje do leta 2028. Nazadnje, bodo od 1. januarja 2028 morale zahteve izpolnjevati tudi podružnice in odvisne družbe podjetij iz tretjih držav, če skupni promet matične skupine v EU presega 150 milijonov evrov v dveh zaporednih poslovnih letih in ima v EU vsaj eno veliko ali kot MSP opredeljeno podjetje.

2.4 Skladnost ESG in vpliv na financiranje

Skladnost postaja ključen dejavnik v finančnem sektorju, saj vse več vlagateljev, posojilodajalcev in regulatorjev zahteva transparentnost in odgovornost podjetij. Povečana osredotočenost na ESG je posledica tako regulativnih zahtev kot tržnih pritiskov, ki vplivajo na dostop do kapitala in pogoje financiranja. Na področju financiranja je v EU relevantna Uredba (EU) 2019/2088 o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo v sektorju finančnih storitev (angl. Sustainable Finance Disclosure Regulation, v nadaljevanju SFDR), ki kot prva uredba določa pravila o tem, kako naj bi udeleženci na finančnem trgu kredibilno razkrili informacije, povezane s trajnostnostjo. Poleg ugleda in kredibilnosti ima transparentnost na področju ESG tudi finančne koristi. Prvič, razkritje ESG in uspešnost organizacije lahko vplivata na njeno sposobnost zbiranja kapitala na finančnih trgih in na ceno, po kateri lahko pridobi denar (Clarkson in drugi, 2008). Drugič, so podjetja in projekti brez ustreznih dejavnosti poročanja o ESG diskontirana, saj se predpisi na tem področju povečujejo (Serafeim, 2020).

Uredba SFDR vključuje različne direktno obvezujoče poročevalske zahteve glede na to, kako finančne hiše opisujejo trajnostne attribute v njihovih finančnih produktih. Uredba predvideva tri ravni naložbenih produktov glede na njihovo stopnjo spodbujanja ESG. Prvi so produkti iz 6. člena, ki vključujejo vidike tveganja ESG v odločanje o naložbah ali pojasnjujejo, zakaj trajnostno tveganje ni relevantno. Produkti iz 8. člena spodbujajo dobre prakse ESG in lahko vlagajo v trajnostne naložbe, vendar trajnostno vlaganje ni njihov primarni cilj, medtem ko imajo produkti iz 9. člena - skladi z namenom ustvarjanja trajnostnega učinka (angl. impact funds) cilj trajnostnih naložb. Uvedba slednje klasifikacije spodbuja vedenje trga in finančnih hiš, ki svojo ponudbo predstavljajo kot usklajeno z 8. členom, kar je pogosto le vmesna pot do oblikovanja skladov iz 9. člena (Castro in Jones, 2023).

Skladi, usklajeni z 8. ali 9. členom Uredbe SFDR, lahko v določenih primerih ponudijo cenejša trajnostna posojila, vendar to ni vedno pravilo, saj pogoje pogosto določa politika končnega vlagatelja. Na trgu se vse bolj pojavlja trend, kjer neskladna sredstva (projekti) nosijo premijo tveganja zaradi povečanega tveganja zgodnje izgube vrednosti, ki izhaja iz sprememb zakonodaje, tržnih zahtev ali podnebnih vplivov (Castro in Jones, 2023). To povečuje stroške financiranja za neskladne projekte in spodbuja podjetja k trajnostnim praksam, saj postajajo trajnostni projekti finančno privlačnejši.

Trajnostni skladi usklajene z 9. členom SFDR, v splošnem predstavljajo institucionalni posojilodajalci, kot so pokojninski skladi in življenjske zavarovalnice. Njihova

dolgoročna strategija jih spodbuja k obravnavi dolgoročnih denarnih in nedenarnih tveganj, pri čemer ESG tveganja, ki imajo lahko globok in dolgotrajen vpliv, predstavljajo kategorijo obravnavano s posebno skrbnostjo (Sonali, 2022). Za upravljalce skladov kot matična podjetja s trdno politiko ESG je ključno, da se ta dosledno izvaja v vseh dejavnostih in na vseh ravneh organizacije (Gow, 2023). Verodostojni ESG cilji, politike in pobude morajo biti pregledno komunicirani z notranjimi in zunanjimi deležniki. Preglednost je hkrati tudi ključna smer razvoja regulativ, zaradi česar so takšne organizacije pogosto korak pred regulatornimi zahtevami (Castro in Jones, 2023).

Na podlagi zaključkov prejšnjega odstavka je pomembno, da je v vsaki predstavitvi posojilodajalcu zelo jasno navedena splošna strategija ESG posojilojemalca in strategija ESG za predmetno stavbo ali portfelj sredstev. Čeprav vsi posojilodajalci nimajo posebnih programov za zelena posojila, se v praksi minimalni ESG kriteriji pogosto uporabljajo kot osnovno merilo pri odobravanju novih posojil. V tem primeru obvladovanje tveganj na strani posojilodajalca ni osredotočeno na kreditno sposobnost, temveč na prepoznavanje posojilojemalcev s šibkim ESG profilom. Zato je močna ESG strategija za nepremičnino, za katero se zaproša financiranje, ključna za prikaz trajnostnih značilnosti kot zagotovilo dolgoročne vrednosti stavbe. Pomembno je poudariti, da skladnost sama po sebi ne zagotavlja odobritve; posojilna vloga mora izpolnjevati osnovne kreditne zahteve, pri čemer lahko celovit in močan trajnostni profil pripomore k izboljšanju teh kazalnikov (Gow, 2023).

2.5 Financiranje komercialnih nepremičnin

Tradicionalno so imele komercialne banke in zavarovalnice jasno razdeljene vloge pri financiranju komercialnih nepremičnin. Banke so običajno zagotavljale kratkoročna gradbena posojila, saj temeljijo na kratkoročnih virih kapitala. Zavarovalnice, ki razpolagajo z dolgoročnejšim kapitalom in obveznostmi, povezanimi z življenjskimi, zdravstvenimi in premoženjskimi zavarovanji, pa so bile naravno usmerjene v dolgoročno posojilno dejavnost. Čeprav ta razdelitev vlog še vedno deloma obstaja, pa se je kompleksnost možnih oblik financiranja v zadnjih desetletjih močno povečala. Velike finančne institucije danes pokrivajo skoraj vse oblike financiranja – nudijo lahko dolgoročna posojila, jih nato sekuritizirajo in s tem prenesejo dolgoročna tveganja iz svojih bilanc (Miles in drugi, 2015).

Danes razvoj finančnih trgov ne zaznamuje zgolj raznolikost instrumentov in akterjev, temveč tudi vse večji poudarek na trajnostnih merilih. Trajnostno financiranje je postalo ključen element sodobnega pristopa k financiranju nepremičnin, zlasti v kontekstu vse strožjih okoljskih standardov, pritiskov regulative in spreminjajočih se preferenc investorjev. Trgi trajnostnega financiranja so se v zadnjih letih globalno močno razširili, trajnostni finančni produkti pa ponujajo alternativne rešitve za financiranje, ki naslavljaajo okoljske in socialne izzive (OECD, 2022b).

Obstajata dve glavni vrsti trajnostnega financiranja: namensko financiranje (angl. use of proceeds), kjer se sredstva izključno vlagajo v identificirane zelene oziroma trajnostne projekte, ter splošno namensko financiranje (angl. general purpose) oziroma na trajnost vezano financiranje (angl. sustainability-linked financing), kjer so posojilojemalci spodbujeni k doseganju vnaprej dogovorjenih trajnostnih ciljev, pri čemer se lahko sredstva uporabijo tudi širše. V okviru obeh teh vrst financiranja obstajata naslednji vrsti instrumentov: obveznice in posojila. Vsaka vrsta ima svoje principe, nadzorne organe, osnovne sestavne dele in ključne značilnosti. Vsi produkti trajnostnega financiranja temeljijo na sklopu osnovnih komponent, ki jih mora izpolniti posojilojemalec. Te zahteve se razlikujejo glede na to, ali gre za namensko ali trajnostno vezano obliko financiranja (Fisher in drugi, 2024).

Za zelene obveznice in zelena posojila namenske oblike so med upravičenimi projekti običajno izboljšave energetske učinkovitosti obstoječih portfeljev, gradnja novih objektov ter uvedba obnovljivih virov energije na samih lokacijah. Možne širše uporabe vključujejo projekte prilagoditve na podnebne spremembe, uvajanje polnilnic za električna vozila ter uporabo recikliranih materialov in drugih rešitev za krožno gospodarstvo. Ta financiranja so značilna po tem, da so sredstva investirana izključno v ESG projekte in dejavnosti, osredotočene na varstvo okolja, zmanjšanje vpliva podnebnih sprememb in podobno (Rodríguez in drugi, 2023).

V primeru trajnostno vezanega financiranja je uporaba sredstev širša, vendar morajo posojilojemalci izpolnjevati vnaprej določene trajnostne cilje (Fisher in drugi, 2024). Obstajata dve glavni obliki splošno namenskih produktov: trajnostno vezana posojila (angl. Sustainability-Linked Loans – SLL), ki vključujejo različne vrste posojil in/ali pogojnih instrumentov, kot so garancijske linije ali akreditivi, ter trajnostno vezane obveznice (angl. Sustainability-Linked Bonds – SLB), kjer mora izdajatelj doseči vnaprej določene trajnostne ali ESG cilje oziroma ključne kazalnike uspešnosti (angl. Key Performance Indicator, v nadaljevanju KPI) v določenem časovnem okvirju (LMA, 2024). Cilj obeh instrumentov je izboljšanje trajnostnega profila posojilojemalca na dolgi rok s povezovanjem pogojev financiranja z doseženo trajnostno uspešnostjo, kar se doseže z uporabo dorečenih KPI kazalnikov.

Trajnostno vezana posojila se najpogosteje uporabljajo na korporativni ravni nepremičninskih podjetij, medtem ko so trajnostno vezane obveznice pogosto izdane s strani nepremičninskih investicijskih skladov (angl. Real Estate Investment Trust – REIT), specializiranih skladov ali podjetij, ki se ukvarjajo s čisto najemniško dejavnostjo. Obe vrsti instrumentov pogosto vključujeta KPI-je, povezane z absolutnimi neposrednimi (Scope 1) in posrednimi emisijami (Scope 2), ali pa z intenziteto emisij na kvadratni meter osnovnega nepremičninskega portfelja ali sklada, kot ciljne vrednosti trajnostne uspešnosti (Fisher in drugi, 2024).

2.6 Trendi v financiranju komercialnih nepremičnin

Z novimi priložnostmi na trgu, z vedno večjo razpoložljivostjo zelenih gradbenih materialov in izvedljivih alternativ, se je v zadnjem desetletju povečalo število uvedenih obveznih standardov in regulativ za zeleno poročanje. Vse to vpliva na znaten porast trajnostnih finančnih produktov in pristopov. Trajnostno financiranje ima ključno vlogo pri usmerjanju zasebnih investicij v podporo nizkoogljični in trajnostni gospodarski rasti. V zadnjih letih so se trajnostni finančni produkti močno razširili po vsem svetu. V tem kontekstu se je zeleno financiranje in uporaba ESG dejavnikov razširila tudi na trg financiranja nepremičnin, saj ima stavbni sektor velik potencial za prispevanje k razogljičenju globalnega gospodarstva (OECD, 2022a).

Na svetovni ravni je porast zelenih finančnih mehanizmov pomemben premik v načinu financiranja ESG skladnih komercialnih nepremičnin. Zelene obveznice, posojila vezana na trajnostni razvoj in financiranje čiste energije za poslovne nepremičnine (angl. Commercial Property Assessed Clean Energy, v nadaljevanju C-PACE) so se uveljavili kot orodja za spodbujanje energetske učinkovitosti in dekarbonizacije. C-PACE financiranje je na voljo za poslovne nepremičnine. Vezano je na nepremičnino, ne na lastnika in se odplačuje prek posebne dajatve, dodane k davku na nepremičnine, ki jo občina prenese posojilodajalcu. To se razlikuje od energetske učinkovite hipotekarne posojila (angl. energy efficient mortgages, v nadaljevanju EEM), kjer posojilo temelji na kreditni sposobnosti posojilojemalca (Liaw, 2024). Energetsko učinkovito hipotekarno posojilo je posojilo za stavbe, ki so energetsko učinkovite ali izboljšajo učinkovitost za vsaj 30 %, skladno z EU pravili. Pobuda EEM, podprta z evropskim programom Obzorje 2020, je definicijo predstavila na COP24 leta 2018. S pomočjo ugodnega financiranja spodbuja pri prehodu na čisto energijo in trajnostni rasti (EEMI, 2018).

Institucionalni vlagatelji, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, so pomemben dejavnik trendov financiranja. Raziskava iz leta 2024 je pokazala, da globalno 58 % institucionalnih vlagateljev (in 61% na območju EMU) daje prednost ESG skrbnosti ne le iz etičnih razlogov, temveč zaradi finančnih koristi (Bornhauser in Vasadi, 2024). Ta premik izhaja iz dveh motivov: zmanjševanja tveganj zaradi podnebnih predpisov in izkoriščanja dolgoročne vrednosti trajnostnih sredstev.

Kljub napredku na področju trajnostnega financiranja pomanjkanje enotnih in standardiziranih ESG meril še vedno predstavlja pomemben izziv. Okviri, kot je GRESB, ki vključuje več kot 200 nepremičninskih podjetij, nepremičninskih investicijskih skladov in razvijalcev z več kot 7 bilijoni ameriških dolarjev sredstev v letu 2024 (GRESB, 2025), pomembno prispevajo k zapolnjevanju te vrzeli ter krepitvi primerljivosti in preglednosti v sektorju.

V Evropski uniji so regulatorni okvirji regijo uveljavili kot vodilno na področju financiranja komercialnih nepremičnin, skladnih s standardi ESG. Uredba SFDR, ki je v veljavi od leta 2021, zagotavlja preglednost pri obravnavi tveganj, povezanih s trajnostjo

in nepremičninske sklade usmerja k doseganju ESG ciljev. To dopolnjuje Uredba o taksonomiji EU, ki jasno opredeljuje zelene stavbe in vpliva na njihovo upravičenost do financiranja. Pomemben steber tega razvoja je tudi evropski trg zelenih obveznic, ki postaja ključno orodje za podporo okolju prijaznim projektom. Zelene obveznice, ki jih je pionirsko uvedla Evropska investicijska banka, omogočajo naložbe v ogljično nevtralnost z nizkim tveganjem in stabilnimi donosi, pri čemer so sredstva namensko usmerjena v okoljske cilje. Za preprečevanje zavajanja (angl. greenwashing) so se uveljavili zasebni standardi, kot je mednarodno združenje za kapitalske trge (angl. International Capital Market Association – ICMA), medtem ko EU s prostovoljnim standardom za izdajo zelenih obveznic (angl. European Green Bond Standard – EuGBS) krepi trg v sklopu širše vizije trajnostnega financiranja (Camilleri, 2024).

3 KVALITATIVNA ANALIZA VPLIVA SKLADNOSTI

Kvalitativno analizo vpliva ESG skladnosti na zeleno premijo, višino najemnin, vrednost nepremičnin, pridobivanje posojil, uporabo zelenih dolžniških instrumentov in splošno povpraševanje po komercialnih nepremičninah smo izvedli s pomočjo poglobljenih intervjujev s strokovnjaki s področij oddaje komercialnih nepremičnin, tehničnega in okoljskega svetovanja, financiranja, vrednotenja ter razvoja komercialnih, pisarniških in logističnih nepremičnin. Intervjuji so vključevali strokovnjake iz držav srednje in vzhodne Evrope (angl. Central and Eastern Europe, v nadaljevanju CEE) ter zahodne Evrope (angl. Western Europe, v nadaljevanju WE) po geografski klasifikaciji EuroVoc.

Glavna predstavnika regije CEE sta bili Slovenija in Slovaška, pri čemer je bila Slovaška izbrana zaradi prisotnosti slovaških nepremičninsko-razvojnih podjetij in finančnih institucij, ki ponujajo posojila in dolžniške produkte v Sloveniji. Avstrija je bila izbrana kot glavni predstavnik WE, saj smo predpostavili višjo stopnjo razvitosti trajnostnih dolžniških instrumentov za financiranje komercialnih nepremičnin. Skupno smo izvedli sedem intervjujev, ki jih povzema tabela 1.

V sektorju financiranja in vrednotenja smo izvedli tri intervjuje: enega v regiji CEE, drugega na regionalni ravni v Avstriji ter tretjega na mednarodni ravni, ki pokriva tako CEE kot WE. Za vpogled v oddajo nepremičnin in aktualne tržne podatke (višina najemnin in tržni trendi) na področju pisarniških in logističnih objektov smo intervjuvali strokovnjake s področij lizinga, razvoja poslovanja in tehničnega upravljanja nepremičnin. Na strani investitorjev (posojilojemalcev) smo izvedli intervjuje z vodjo financiranja, vodjo razvoja poslovanja in finančnim svetovalcem.

Vsi intervjuji, razen intervjujev I-1 in I-5, so bili izvedeni prek videoklica. Intervju I-1 je potekal v živo, pri čemer sta sodelovali dve sogovornici, označeni kot I-1.1 in I-1.2. Intervju I-5 je bil izveden v pisni obliki, kot strukturiran odgovor na vnaprej posredovana vprašanja. Intervjuji so bili opravljeni med 4. julijem in 1. avgustom 2025, trajali so od

20 do 45 minut, večinoma v angleškem jeziku. Uporabili smo strukturiran pristop z odprtimi vprašanji, ki so spodbujala poglobljen razmislek in podrobne odgovore. Vprašanja so bila oblikovana glede na področje intervjuvanca, pri čemer so se poudarki in podvprašanja razlikovala skladno z intervjuvančevo strokovno usmeritvijo, kar je omogočilo natančnejšo obravnavo posameznih tem. Po vsakem intervjuju smo s pomočjo ustrezne programske opreme pripravili prepis zvočnega zapisa, ki smo ga uporabili za tematsko analizo; metodo, pogosto uporabljeno za obdelavo kvalitativnih podatkov.

Intervjuje, ki so bili izvedeni v angleškem jeziku preko videoklica, smo pretvorili v pisni zapis s pomočjo integrirane funkcionalnosti za samodejni prepis v okolju Microsoft Teams. Ta funkcionalnost omogoča neposredno pretvorbo govora v besedilo ter istočasno označevanje govorcev, kar je pripomoglo k večji preglednosti in organiziranosti zapisa. Ker ima orodje omejitve pri prepoznavanju in natančnem prepisu slovenskega jezika, smo za intervjuje, izvedene v slovenščini, uporabili spletno aplikacijo Transkriptor (Textintel, 2025), ki omogoča višjo stopnjo natančnosti pri obdelavi slovenskega govora.

Tabela 1: Seznam intervjuvancev

Koda	Naziv	Področje delovanja	Spol	Lokacija
I-1.1	specialistka za prodajo in oddajo nepremičnin, slovaško podjetje za razvoj nepremičninskih projektov	razvoj in oddaja komercialnih nepremičnin, pisarne	Ž	Ljubljana, Slovenija
I-1.2	specialistka za prodajo in oddajo nepremičnin, slovaško podjetje za razvoj nepremičninskih projektov	razvoj in oddaja komercialnih nepremičnin, pisarne	Ž	Ljubljana, Slovenija
I-2	direktor in partner svetovalnega podjetja, ustanovitelj in izvršni direktor platforme za trajnostno upravljanje nepremičnin	tehnično in okoljsko svetovanje na področju nepremičnin	M	Dunaj, Avstrija
I-3	finančni svetovalec, regionalna banka v Avstriji, predavatelj in svetovalec za taksonomijo EU	financiranje nepremičnin, financiranje projektov, trajnost in ESG	M	Dunaj, Avstrija
I-4	vodja financiranja, slovaško podjetje za razvoj nepremičninskih projektov	financiranje nepremičnin, razvoj nepremičnin	M	Bratislava, Slovaška

se nadaljuje

Tabela 1: Seznam intervjuvancev (nad.)

Koda	Naziv	Področje delovanja	Spol	Lokacija
I-5	generalni direktor za vrednotenje in nadzor, bančno-finančna skupina v Sloveniji	vrednotenje nepremičnin, projektno financiranje, ESG, upravljanje kreditov, kreditno tveganje	M	Ljubljana, Slovenija
I-6	vodja razvoja poslovanja, slovaško podjetje za razvoj nepremičninskih projektov v Sloveniji	razvoj in oddaja nepremičnin, logistika	Ž	Ljubljana, Slovenija
I-7	direktor financiranja nepremičnin, mednarodna bančna skupina v Avstriji in CEE	strukturirano financiranje in investicijsko bančništvo	M	Dunaj, Avstrija

Vir: lastno delo.

Po izvedenem samodejnem prepisu smo vse besedilne zapise skrbno pregledali, popravili morebitne napake in dopolnili manjkajoče dele besedila, pri čemer smo sledili originalnemu zvočnemu posnetku za zagotavljanje točnosti. Poleg slovničnih in tipkarskih popravkov smo posebno pozornost namenili ohranjanju pomena, konteksta in avtentičnega izražanja intervjuvancev. Končna ureditev in oblikovanje prepisov sta bila izvedena v programskem okolju Microsoft Word, ki je omogočilo tudi enotno oblikovanje, vključitev metapodatkov o datumu, kraju in načinu izvedbe intervjuja ter standardizacijo označevanja govorcev. Pri zasnovi empiričnega dela magistrskega dela ter pri analizi intervjujev so bila kot podporno raziskovalno orodje uporabljena tudi orodja generativne umetne inteligence. V prilogah 2 in 3 sta za ponazoritev načina urejanja in strukturiranja uporabljenih podatkov priložena vzorčni prepis in prevod enega od intervjujev.

Tematska analiza je proces prepoznavanja, analize in poročanja o vzorcih (temah) znotraj kvalitativnih podatkov (Braun in Clarke, 2022). Izraz "tematska" se nanaša na cilj iskanja skupnih tem, ki povezujejo podatke, ter razumevanje njihovih razlik in medsebojnih povezav. Postopek tematske analize, izvedene na prepisih, je potekal v šestih fazah:

1. Seznajanje s podatki: V tej fazi smo večkrat prebrali prepise intervjujev, da smo se temeljito seznanili z vsebino. To je vključevalo beleženje začetnih opažanj in vzorcev, povezanih z ESG skladnostjo, kot so zelena premija, financiranje in povpraševanje najemnikov.

2. Generiranje začetnih kod: Sistematično smo kodirali relevantne dele prepisov, pri čemer smo označili odlomke, ki se nanašajo na specifične teme, npr. "zelena premija", "rjavi diskont", "stroški gradnje" ali "motivacija najemnikov". Kode smo ustvarili na podlagi pogostosti in pomembnosti omenjenih tem.
3. Iskanje tem: Kode smo združili v potencialne teme, ki odražajo skupne vzorce, npr. "vpliv ESG na najemnino", "vključevanje ESG v kreditne modele" ali "dejavniki povpraševanja". Te teme so bile identificirane na podlagi ponavljajočih se tematik.
4. Pregled tem: Preverili smo, ali teme ustrezno odražajo podatke in ali so smiselno povezane z raziskovalnimi vprašanji.
5. Določanje in poimenovanje tem: Vsaki temi smo določili jasno definicijo in ime, ki natančno odraža vsebino.
6. Priprava poročila: Končno smo rezultate tematske analize strnili v povzetek ugotovitev in končna raziskovalna vprašanja, ki so predstavljena v strukturirani obliki s pomočjo tabele, ki se nahaja v prilogi 1.

Tematska analiza je omogočila poglobljeno razumevanje vpliva ESG skladnosti na komercialne nepremičnine, pri čemer smo identificirali ključne vzorce, kot so razlike v zeleni premiji med pisarniškimi in logističnimi nepremičninami, omejen vpliv ESG dejavnikov na kreditne modele v CEE regiji, preference pisarniških najemnikov po trajnostnih prostorih ter primarnost lokacije v logističnem in maloprodajnem sektorju pri odločanju najemnikov.

Trajnostni standardi preoblikujejo tržne dinamike, finančne strategije in povpraševanje po komercialnih nepremičninah. Poglavje najprej raziskuje vpliv ESG skladnosti na vrednost nepremičnin in obravnava kompleksnost vprašanja o ceni zelenih nepremičnin. Energetsko učinkovite in certificirane stavbe povečujejo najemnino, znižujejo operativne stroške in krepijo dolgoročno donosnost, kar povečuje njihovo privlačnost za vlagatelje in najemnike. Nato se v poglavju osredotočimo na financiranje nepremičninskih projektov. Skladnost z ESG zahtevami posredno omogoča dostop do ugodnejših kreditnih pogojev, čeprav večinoma še ni vključena v kreditne modele, trend kaže v smeri neposrednega vpliva trajnosti na financiranje z njihovo postopno vključitvijo, kar spodbuja naložbe v okolju prijazne projekte in odraža regulatorne ter tržne pritiske.

V nadaljevanju poglavje obravnava povpraševanje na trgu, ki ga oblikujejo pričakovanja najemnikov in institucionalnih vlagateljev. Velike korporacije iščejo certificirane prostore, da izpolnjujejo interne trajnostne cilje in krepijo ugled, medtem ko vlagatelji dajejo prednost nepremičninam, ki zmanjšujejo tveganja in zagotavljajo stabilne denarne tokove. Te tematike so tesno povezane, saj skupaj poudarjajo, kako ESG dejavniki usklajujejo regulativne zahteve, ekonomske koristi in tržne preference. S tem usmerjajo nepremičninski sektor k trajnostnemu razvoju in večji konkurenčnosti.

3.1 Vpliv na vrednost nepremičnin

Ta tema naslavlja percepcijo in realne učinke ESG skladnosti na tržno vrednost nepremičnin, najemnine ter skupno razmerje med prihodki in investicijskimi stroški. Analiza kaže, da ESG skladnost – pogosto potrjena prek certifikatov kot LEED, BREEAM ali DGNB – praviloma omogoča doseganje višjih najemnin (10–20 %) v segmentu pisarniških prostorov, hkrati pa so stroški gradnje lahko tudi do 30 % višji. Razprava o zeleni premiji in rjavem diskontu se pojavlja skozi vse intervjuje, pri čemer nekateri strokovnjaki menijo, da zelenih premij na razvitih trgih več ne zaznavajo, temveč je ESG skladnost danes osnovni pogoj, ne konkurenčna prednost. Prav tako ESG skladnost pozitivno vpliva na dolgoročne operativne stroške, saj trajnostne stavbe pogosto beležijo nižjo porabo energije in s tem boljše bruto razmerje stroškov. V kontekstu prihodnjih trendov mnogi sogovorniki pričakujejo še večjo diferenciacijo med zelenimi in nezelenimi nepremičninami.

Iz intervjujev s strokovnjaki različnih profilov v nepremičninskem sektorju izhajajo konsistentna opažanja, da ESG skladnost vpliva tako na višino najemnin kot na dolgoročno vrednost nepremičnine. V nadaljevanju predstavljamo izbrane izjave, ki potrjujejo obstoj tako imenovane zelene premije ali rjavega diskonta in naslavlja tudi razmerje med višjimi stroški gradnje in upravičenimi prihodki.

3.1.1 Vrednost in donosnost nepremičnin, zelena premija in rjavi diskont

Višina najemnin ESG skladnih nepremičnin je ena izmed ključnih spremenljivk pri ocenjevanju njihove tržne vrednosti in donosnosti. Koncept zelene premije se nanaša na razliko v višini najemnine med certificiranimi in necertificiranimi nepremičninami, medtem ko rjavi diskont označuje nižjo tržno vrednost ali zahtevano donosnost necertificiranih nepremičnin v primerjavi z zelenimi alternativami. V tem poglavju so analizirani intervjuji z različnimi strokovnjaki iz nepremičninskega in finančnega sektorja, ki osvetljujejo prisotnost in obseg teh pojavov na različnih trgih.

Na ljubljanskem nepremičninskem trgu je prisotnost zelene premije jasno razvidna, pri čemer je ta pojav najizrazitejši v segmentu pisarniških novogradenj. Analiza podatkov kaže, da certificirane poslovne stavbe dosegajo najemne cene od 21 EUR/m² navzgor, medtem ko primerljive novogradnje brez certifikata, a z visoko energetske učinkovitostjo (energetski razred A), dosegajo najemnine v razponu med 15 in 18 EUR/m² (I-1).

Prisotnost zelene premije potrjuje tudi sogovornik iz bančnega sektorja, specializiran za vrednotenje nepremičnin, projektno financiranje in ESG, ki deluje na območju CEE. Poudarja, da *»zelene stavbe (potreben je certifikat LEED, BREEAM, itd.) dosegajo v povprečju med 10 in 20 % višje zahtevane najemnine, pri čemer je ta razlika najopaznejša pri pisarniških nepremičninah. V segmentih maloprodajnih in logističnih nepremičnin pa takšnih odstopanj praviloma ne zaznavamo«* (I-5).

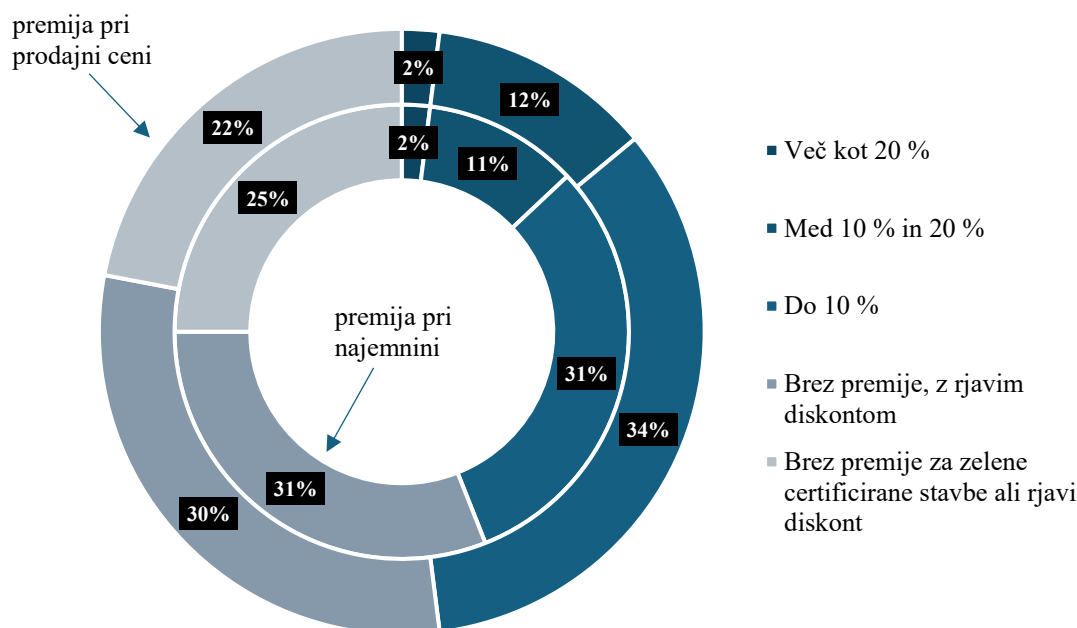
Na bolj zrelih nepremičninskih trgih zahodne Evrope pa se pojavlja drugačna slika. Intervjuvanec iz Dunaja (I-2) poudarja, da zelene premije v klasičnem smislu ni več: *»Premija ne obstaja več [...]. O premiji smo govorili, ko je bil trg morda še malo manj zrel, kar zadeva ESG.«* Po njegovih besedah se je nekoč obstoječa zelena premija, zlasti pred uvedbo EU taksonomije in povezanih regulativ, preoblikovala v t. i. rjavi diskont: *»Najpozneje do leta 2020, z EU taksonomijo in sorodnimi vidiki ESG, kot je protokol ogljičnega odtisa, se je ta premija spremenila v rjavi diskont.«*

Po besedah sogovornika iz investicijskega sektorja (I-3) sta zelena premija in rjavi diskont *»vedno dve plati istega kovanca«*. Ocenjuje, da se bo razkorak med obema pojavoma v prihodnje še povečeval. Takšno stališče deli več sogovornikov (I-2, I-3, I-7), ki napovedujejo postopno izginjanje zelene premije, saj pričakujejo, da bodo certificirane nepremičnine v prihodnosti postale tržni standard. Nasprotno bo rjavi diskont pridobival na intenzivnosti z vso večjo izpostavljenostjo necertificiranih nepremičnin regulatornim omejitvam, višjim stroškom prilagoditve in manjšemu povpraševanju s strani kakovostnih najemnikov. Intervjuvanec I-2 to izpostavlja zelo neposredno: *»Če ne gradite zeleno, v skladu z ESG certifikacijo, boste imeli diskont [...], med 20 do morda celo 30 %.«* Takšne ugotovitve kažejo na dolgoročen trend, v katerem trg nagraduje trajnostne nepremičnine predvsem s stabilnostjo vrednosti, medtem ko se vrednost necertificiranih objektov postopno znižuje.

Tovrstne trende potrjujejo tudi strokovna poročila, kot je RICS Sustainability Report (2024), ki navaja, da na trgih z visoko regulativno usklajenostjo in visoko ponudbo ESG skladnih nepremičnin učinek zelene premije postopoma izginja, medtem ko se negativno vrednotenje necertificiranih nepremičnin povečuje. Iz naših intervjujev je razvidno, da sta prisotnost in višina rjavega diskonta oziroma zelene premije močno odvisni od; razvitosti nepremičninskega trga (razlikovanje med razvijajočimi se in zreli trgi), posameznega tržnega segmenta (pisarniški, logistični, maloprodajni prostori), strokovne percepcije in strategij udeležencev na trgu.

Slika 2 prikazuje rezultate raziskave (RICS, 2024), kjer je več kot polovica anketirancev navedla, da na njihovem trgu zelene stavbe ne dosegajo več zelene premije, temveč je opazen rjavi diskont. Premija pri najemninah, kadar obstaja, je najpogostejša do 10 %, medtem ko je premija pri prodajni ceni še redkejša in prav tako omejena na nižje odstotke. To potrjuje ugotovitve intervjuvancev z bolj zrelih trgov, kjer se zelena premija zmanjšuje, rjavi diskont pa postaja prevladujoč dejavnik vrednotenja. Več o tem v poglavju 4.1.

Slika 2: Deleži anketirancev glede doseganja zelene premije pri najemnini in ceni v primerjavi s primerljivimi ne-zelenimi stavbami



Vir: prirejeno po RICS (2024).

3.1.2 Stroški trajnostne gradnje in operativni stroški

Stroški trajnostne gradnje predstavljajo enega ključnih dejavnikov pri odločitvi investitorjev za izvedbo ESG skladnih projektov. Takšni projekti običajno zahtevajo višje začetne investicije, zlasti pri gradbenih, obrtniških in inštalacijskih (v nadaljevanju GOI) delih, saj morajo izpolnjevati strožje tehnične in okoljske standarde, povezane s pridobitvijo certifikatov, kot so LEED, BREEAM ali DGNB. Poleg tega se stroškovna struktura trajnostne gradnje ne nanaša zgolj na fizično izvedbo, temveč vključuje tudi storitve svetovanja in stroške, ki jih zaračunajo ponudniki certifikatov. Kot pojasnjuje sogovornik I-3: »Prvi sklop predstavljajo stroški svetovalnih storitev, drugi stroški, ki jih je treba poravnati ponudniku certifikata, kot so LEED, DGNB in podobni, tretji sklop pa predstavljajo dejanski investicijski stroški, ki jih je najtežje natančno določiti.« Sogovornica I-6 je opozorila na problematičnost pridobivanja najvišjih certifikatov, pri čemer je izpostavila pomanjkanje ustreznih struktur, višje stroške, pogoste zamude in povečano administrativno breme. Po njenem mnenju je največja ovira v fazi izvedbe, saj številni izvajalci načel ESG še vedno ne poznajo oziroma zaostajajo za zahtevami.

Več sogovornikov (I-1.1, I-5) potrjuje, da so gradbeni stroški pri trajnostnih projektih bistveno višji. Sogovornik iz bančnega sektorja (I-5) navaja: »Stroški GOI del so lahko tudi do 30 % višji od stroškov običajne gradnje (npr. v Ljubljani + 2000 EUR/m²).« Ti višji stroški se pogosto prenesejo v višje zahtevane najemnine, ki pa jih najemniki ocenjujejo z vidika celotnih stroškov zasedbe.

Pri tem se najemodajalci in najemniki vse bolj osredotočajo na skupno višino stroškov, ki vključuje tako najemnino kot tudi obratovalne stroške. Sogovornik I-3 poudarja: *»Bolj pomembna je bruto najemnina [...]. Na to najemniki gledajo celostno – koliko moram skupaj plačati, vključno z ogrevanjem in elektriko.«* Trajnostne stavbe lahko z višjo energetske učinkovitostjo in optimiziranim upravljanjem bistveno zmanjšajo stroške vzdrževanja in obratovanja, kar pozitivno vpliva na denarni tok. Kot dodaja isti sogovornik: *»Zelena stavba mora imeti nižje stroške vzdrževanja, kar vpliva tudi na denarni tok«* ter *»stroški vzdrževanja so nižji, ker v naslednjih nekaj letih ni potrebe po večjih investicijah.«*

Nekateri intervjuvanci izpostavljajo, da se razlika v stroških med zelenimi in nezelenimi nepremičninami dolgoročno odraža tudi v zahtevanih donosih. Po besedah sogovornika I-5: *»V prihodnosti bodo investitorji nezeleno težje napolnili, kar se bo odražalo v višje zahtevanem donosu na nezelenih v primerjavi z zelenimi.«*

Intervjuvanec iz Avstrije (I-3) poudarja, da zahteve EU taksonomije pospešujejo prilagajanje trajnostnih praks v gradbeništvu. Merilo skladnosti je opredeljen s kriterijem, da mora nova stavba imeti vsaj *»10 % nižjo primarno energijsko potrebo«* kot prag, določen za (skoraj) nič-energijske stavbe (NZEB) v državi. Poleg tega morajo vse nepremičnine, zgrajene pred letom 2021, dokazati energetske učinkovitost; biti med najučinkovitejših 15 % nacionalnega ali regionalnega stavbnega fonda glede na primarne energijske potrebe, ali imeti energijski certifikat razreda A, če želijo biti skladne s taksonomijo.

Zaradi visoke ravni nacionalnih zahtev po energetske učinkovitosti, ki so usklajene z EU cilji, so minimalni standardi gradnje že sedaj visoki. Tako je razlika med povprečnimi minimalnimi gradbenimi standardi in zahtevami za trajnostno gradnjo relativno majhna, kar pomeni, da so dodatni stroški za doseganje certifikacije manj izraziti. To znižuje finančno oviro za investitorje in omogoča širšo implementacijo ESG skladnih projektov. V Avstriji stroga regulativa, skupaj z zahtevami EU taksonomije, postavlja tako visoke minimalne standarde gradnje, da razlika v stroških gradnje med zelenimi in nezelenimi stavbami postaja vedno manjša. Po besedah sogovornika *»se stroški certificiranja gibljejo od 0,2 do 2 %, kar je sicer desetkratna razlika, vendar obstaja močan argument, da gradnja po trajnostnih standardih v resnici ni dražja od gradnje po običajnih standardih«* (I-3).

Na podlagi ugotovitev iz intervjujev lahko sklepamo, da odločitev za ESG skladno trajnostno gradnjo pomeni tehtanje med višjimi začetnimi stroški in pričakovanimi dolgoročnimi prihranki pri obratovanju. Višji začetni vložki lahko kratkoročno zmanjšajo donosnost projekta, vendar pa nižji operativni stroški, stabilnejši denarni tok in manjše tveganje praznih kapacitet dolgoročno predstavljajo pomembne argumente v prid ESG skladnim nepremičninam.

3.1.3 Medsebojni vpliv in tržna konkurenčnost

Analiza podatkov iz intervjujev kaže, da so trije ključni vidiki – višina najemnin in vrednost nepremičnin (zelena premija in rjavi diskont), stroški trajnostne gradnje ter operativni stroški – medsebojno tesno povezani. Višja začetna investicija, ki jo zahtevajo trajnostni gradbeni standardi in certificiranje, neposredno vpliva na oblikovanje višjih najemnin, s katerimi investitorji iščejo povrnitev vloženih sredstev. Po drugi strani nižji obratovalni stroški, zlasti pri energiji in vzdrževanju, lahko dolgoročno izboljšajo neto donos in povečajo konkurenčnost nepremičnine na trgu.

Intervjuji razkrivajo, da se ekonomska logika investicij v ESG skladne nepremičnine v praksi odraža v poskusu uravnoteženja višjih začetnih stroškov z dolgoročnimi prihranki pri obratovanju. Kot poudarja sogovornik I-3, so najemniki pri odločitvi vse bolj pozorni na skupne stroške, ne le na osnovno najemnino, saj energijska učinkovitost in nižji operativni stroški neposredno vplivajo na njihovo stroškovno učinkovitost.

Povezava s strokovno literaturo potrjuje te ugotovitve. RICS (2024) ugotavlja, da na trgih z visoko stopnjo regulativne skladnosti in široko ponudbo trajnostnih nepremičnin razlika v najemninah med zelenimi in nezelenimi nepremičninami sčasoma izginja, pri čemer se povečuje rjavi diskont. Ta pojav je posledica dejstva, da strogi gradbeni standardi in okoljske zahteve znižujejo stroškovno razliko med minimalnimi standardi gradnje in trajnostno gradnjo, kar zmanjšuje cenovno premijo, a hkrati povečuje tveganja in stroške za lastnike necertificiranih objektov.

Poleg tega študije, kot sta Eichholtz in drugi (2010) in Fuerst in McAllister (2011) kažejo, da certificirane stavbe dolgoročno ohranjajo višjo stopnjo zasedenosti in imajo bolj stabilne denarne tokove, kar zmanjšuje volatilnost naložb. Ti rezultati so skladni z opažanji naših sogovornikov, ki izpostavljajo, da ESG skladne nepremičnine predstavljajo manjše finančno tveganje, zlasti v kontekstu naraščajočih okoljskih zahtev in možnih regulativnih sankcij.

3.2 Vpliv na financiranje

To poglavje obravnava vpliv ESG skladnosti na pogoje financiranja komercialnih nepremičninskih projektov, pri čemer se stališča intervjuvancev iz bančnega in investicijskega sektorja razlikujejo. V ospredju so tri ključna področja: regulatorni vzvodi in tveganje izgube vrednosti, integracija ESG dejavnikov v modele ocenjevanja tveganj ter pomen trajnostnih certifikatov za ugodnejše kreditne pogoje.

Iz pogovorov je razvidno, da nekateri bančni strokovnjaki in investitorji potrjujejo obstoj t. i. zelene bonifikacije – znižane obrestne mere ali ugodnejši kreditni pogoji za projekte, ki izkazujejo skladnost z EU taksonomijo ali imajo veljaven trajnostni certifikat.

Najpogosteje se omenja znižanje kreditne marže v višini 20–30 bazičnih točk, kar potrjujejo tako domači kot tuji sogovorniki.

Kljub temu pa mnogi intervjuvanci opozarjajo, da je trg še nezrel. V številnih primerih ESG dejavniki niso formalno vključeni v kreditne modele, zlasti v Sloveniji, pa tudi v Avstriji in na Slovaškem. Banke se pogosto še nahajajo v začetnih fazah oblikovanja ESG ocenjevalnih sistemov, zaradi česar je vpliv ESG parametrov na končno ceno kapitala omejen ali celo simboličen. V določenih primerih ESG skladnost sicer ne vpliva neposredno na cenovno politiko, a lahko pripomore k pozitivni oceni tveganja in posledično k lažji odobritvi posojila.

Stališča intervjuvancev kažejo, da so razlike med bankami precejšnje – od tistih, ki aktivno spodbujajo zelene projekte in jim dodeljujejo ugodnejše pogoje, do tistih, ki ESG vidik obravnavajo zgolj kot informativno postavko brez vpliva na obrestno mero. V nadaljevanju so povzete ugotovitve v okviru treh podpoglavij, ki ponazarjajo spekter trenutne prakse.

3.2.1 Regulatorni vzvodi, tveganja in likvidnost

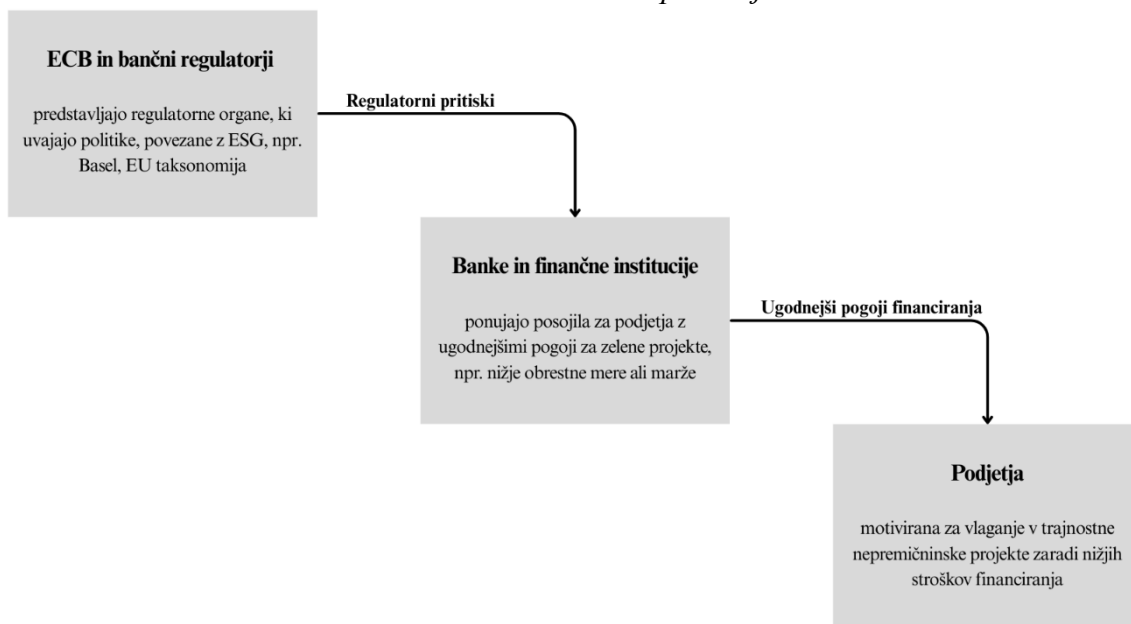
Več sogovornikov iz bančnega sektorja je poudarilo, da regulatorni okvirji, kot sta Baselski sporazumi in usmeritve Evropske centralne banke, neposredno vplivajo na oblikovanje kreditne politike v smeri spodbujanja trajnostnih projektov. Baselski sporazumi so trije zaporedni mednarodni sporazumi o regulaciji bančništva (Basel I, II in III), ki jih je sklenil Baselski odbor za bančni nadzor. Baselski odbor za bančni nadzor je pripravil standarde za zagotovitev, da imajo banke in druge kreditne institucije dovolj kapitala in likvidnih sredstev za izpolnjevanje svojih obveznosti in kritje nepričakovanih izgub (Svet EU, 2024). Ta regulatorni okvir je shematično prikazan s pomočjo slike 3, ki ponazarja, kako Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) in Baselski odbor prek regulativ, kot so pravila Basel in EU Taksonomija, usmerjata banke k ponujanju ugodnejših pogojev financiranja za zelene projekte.

Sogovornik I-3 poleg pravila Basel izpostavlja predlog Evropske komisije o zelenem spodbujevalnem faktorju (angl. Green Supporting Factor) kot potencialno učinkovit mehanizem za spodbujanje trajnostnega financiranja, ki pa ga Evropska bančni organ (angl. European Banking Authority – EBA) ni uvedel zaradi pomanjkanja podpore (Azizuddin, 2023). Kljub temu sogovornik I-3 poudarja, da je bila »...*ideja Evropske komisije, da se banke spodbuja s tako imenovanim zelenim spodbujevalnim faktorjem. V primeru financiranja zelenih projektov bi morale banke zagotoviti nižji lastniški kapital. [...] to ni bilo nikoli uvedeno, vendar bi to resnično pospešilo zeleni prehod.*« V okviru razprave o spodbujanju trajnostnega financiranja v Evropski uniji je bil poleg Zelenega spodbujevalnega faktorja predlagan tudi Rjavi penalizacijski faktor. Namen teh mehanizmov je usmerjati posojilodajalce k financiranju okolju prijaznih projektov in zmanjšati izpostavljenost do ogljično intenzivnih dejavnosti z neposrednim prilagajanjem

zahtev za regulatorni kapital. Zeleni spodbujevalni faktor bi bankam omogočil sprostitev določenega zneska regulatornega kapitala za zelena sredstva, rjavi penalizacijski faktor pa bi zahteval, da banke držijo dodaten kapital za rjava sredstva (Thoma in Hilke, 2018). Evropski parlament in komisar V. Dombrovskis sta na predlog gledala pozitivno, pri čemer je komisar navedel, da bi to lahko znižalo kapitalske zahteve za določene podnebju prijazne naložbe, kot so energetske učinkovite hipotekarne posojila (Castren in Russo, 2024).

Čeprav številni predlagani regulativni vzvodi za spodbujanje trajnostnega financiranja še niso zaživel v praksi, okvir Basel bankam nalaga obveznost vzdrževanja ustreznega kapitala glede na obseg tveganju prilagojene aktive (angl. Risk-Weighted Assets – RWA). To v praksi pomeni, da se za projekte z višjim tveganjem določijo sorazmerno višje kapitalske zahteve, kar neposredno vpliva na njihovo dostopnost do financiranja. Uskladitev z EU taksonomijo dodatno spodbuja banke k znižanju obrestnih mer za trajnostne projekte, kar motivira podjetja k vlaganju v zelene nepremičnine, kot je prikazano v toku od regulatorjev prek bank do podjetij na sliki 3.

Slika 3: Vzvodi za zeleno izpostavljenost



Vir: lastno delo.

Intervjuji razkrivajo, kako regulatorni okvirji vplivajo na bančne politike pri financiranju nepremičninskih projektov. Sogovornik I-4 poudarja, da »*ECB vidi podnebne spremembe kot veliko tveganje, zato banke vsako leto posodablja svoje politike tveganja in pogosto zmanjšujejo posojila sektorjem z visokimi emisijami ogljika, kot je premog, s pomočjo »politike zmanjševanja emisij«.*« Po besedah svetovalca za financiranje in EU taksonomijo (I-3) regulatorni vzvodi, kot so pravila Basel, spodbujajo banke k trajnostnemu financiranju tudi prek upravljanja lastniškega kapitala: »*...banka je spodbujena tudi prek lastniškega kapitala, kot je znesek tveganju prilagojene aktive [...] če ste slišali za Basel – kjer gre za tovrstno regulacijo bančnega sistema [...] v okviru*

katere moramo izračunati maržo, pri čemer je eden od vidikov izračuna marže ta; koliko kapitala moramo zagotoviti za vsako financiranje [...] to je odvisno od vrste in včasih tudi od bonitetne ocene sredstev, vendar je v praksi ideja [...] da mora banka zagotoviti manj kapitala, če financira zelene projekte...»

V nadaljevanju so predstavljeni trije ključni vidiki ocenjevanja nepremičninskih projektov za pridobitev ugodnejših pogojev financiranja. Ti vidiki vključujejo upravljanje tveganj, povezanih z nestabilnostjo trga ali neskladnostjo projekta, vpliv likvidnosti na stroške financiranja ter vlogo tržnih vzvodov, ki nagrajujejo projekte z visoko stopnjo trajnosti, kot poudarja sogovornik I-7: *»Torej imamo stroške tveganja, imamo stroške likvidnosti in imamo tudi spodbujevalne mehanizme, kjer se upošteva certifikat in še bolje, uskladitev z EU taksonomijo...«* S temi elementi banke oblikujejo pogoje financiranja, pri čemer trajnostni projekti pogosto izkoristijo prednosti nižjih stroškov in ugodnejših pogojev.

Sogovornik I-2 je izpostavil tveganje izgube vrednosti kot ključni dejavnik pri bančnih odločitvah o financiranju nepremičninskih projektov, kjer *»... gre (v sklopu upravljanja tveganj) za kombinacijo različnih KPI-jev, ki jih uporabljajo banke. [...] če (posojiljemalec) ne izpolnjuje določenih zahtev, je to za nas (banko) preveliko tveganje zaradi emisij, zato tega sploh ne financiramo. Ker se vse vrne k razmerju med posojilom in vrednostjo...«* (I-2). Tveganje izgube vrednosti vpliva na razmerje med vrednostjo posojila in ocenjeno vrednostjo nepremičnine (angl. loan-to-value ratio, v nadaljevanju LTV), ki odraža delež posojila glede na vrednost nepremičnine in lastno udeležbo investitorja. Padec vrednosti nepremičnine poveča razmerje LTV, s čimer se poveča tveganje za banko, saj zmanjšana vrednost sredstva otežuje poplačilo posojila v primeru neplačila.

Sogovornik I-7 pojasnjuje, kako banke ocenjujejo ESG skladnost pri določanju pogojev financiranja. Upoštevajo *»predvsem dve (komponenti); ena je strošek tveganja. V našem modelu ocenjevanja imamo namreč tudi nekaj vprašanj o ESG uspešnosti in glede na odgovore boste dobili višjo ali nižjo ESG oceno. Stopnja te ocene vpliva na stroške tveganja, ti pa vplivajo na maržo. Druga komponenta so stroški likvidnosti.«* Z uporabo ESG vprašalnikov banke merijo trajnostno uspešnost projektov, kar neposredno vpliva na stroške tveganja in posledično na maržo posojila. Nižja ESG ocena poveča stroške tveganja, kar vodi v višjo maržo, medtem ko bolj trajnostni projekti uživajo ugodnejše pogoje.

Sogovornik I-7 dodatno poudarja, da banke spodbujajo zelene projekte z zniževanjem stroškov likvidnosti, medtem ko višje marže pri netrajnostnih (rjavih) projektih kompenzirajo povečana tveganja, skladno s politiko zmanjševanja emisij. Strošek likvidnosti izhaja iz omejene tržne privlačnosti necertificiranih nepremičnin, ki se soočajo z daljšimi prodajnimi roki ali nižjo zasedenostjo. Premija za strošek likvidnosti tako odraža višji zahtevani donos, ki ga vlagatelji pričakujejo za pokritje teh tveganj.

Podobno strategijo razlikovanja med zelenimi in rjavimi projekti izpostavlja finančni svetovalec (I-3): *»Ideja je, da z nekaj več sredstev iz rjavega projekta financiramo zelene projekte.«* Ta pristop razkriva, kako banke z višjimi maržami za netrajnostne projekte financirajo ugodnejše pogoje za trajnostne naložbe, s čimer se usklajujejo z regulatornimi zahtevami, kot so Baselski sporazumi in EU taksonomija, ter tržnimi pričakovanji po večji okoljski odgovornosti.

3.2.2 Integracija ESG dejavnikov v kreditne modele

Integracija ESG dejavnikov v kreditne modele ostaja ključni izziv za razvoj trajnostnega financiranja. Regulatorni okvirji, kot so usmeritve ECB, poudarjajo podnebna tveganja kot materialna, vendar intervjuji kažejo, da je vključevanje ESG dejavnikov v bančne modele ocenjevanja tveganj in bonitetnih ocen še vedno omejeno in neenotno.

Sogovornik I-4 pojasnjuje delovanje bančnih bonitetnih modelov: *»Če banka določenega parametra ne ocenjuje v svojem bonitetnem modelu, ta parameter nima nobenega vpliva na ceno financiranja ali na presojo tveganja.«* Ti modeli temeljijo na parametrih, kot je razmerje LTV, ki nosi največjo težo, medtem ko ESG skladnost spada v sklop "značilnosti objekta" (tehnični, energetske, okoljski vidiki in uporabniška izkušnja). Bonitetni model določa minimalne stroške tveganja, ki predstavljajo osnovno ceno posojila, s katero banka pokrije ocenjena tveganja brez dodane marže, kar pomeni teoretično poslovanje brez dobička.

Kjer so ESG parametri vključeni, je njihov vpliv omejen. Sogovornik I-4 navaja, da lahko skladnost z EU taksonomijo ali trajnostnimi standardi prispeva največ 6 % k skupni oceni projekta, pri povprečni oceni 4–5 %, pri nižji pa okoli 3 %. To pomeni, da razlika med visoko in povprečno ESG oceno izboljša oceno tveganja za 1,2–2,4 %, kar rahlo zniža stroške financiranja. Kot pojasnilo, omejen vpliv odraža, da ESG dejavniki še niso v celoti integrirani v bančne modele, kar omejuje njihovo vlogo pri določanju obrestnih mer.

Na ceno financiranja poleg bonitetnega modela vpliva tudi komercialna vidik. Sogovornik I-4 pojasnjuje: *»Cenitev temelji na modelu ocenjevanja in komercialni plasti - kalkulator marže, ki določa minimalne stroške financiranja. Vse, kar je nad tem, je komercialna odločitev – koliko lahko stranka prenese. ESG dejavniki tu niso upoštevani.«* To pomeni, da ESG skladnost trenutno vpliva le na formalno oceno tveganja, ne pa neposredno na končno maržo posojila, ki je odvisna od tržnih dejavnikov in pogajalske moči stranke. Neposrednost vpliva ESG skladnosti potrjuje tudi izjava (I-5), da *»pridobljeni zeleni certifikati lahko pomenijo ugodnejšo obrestno mero, je pa OM odvisen tudi od drugih dejavnikov, kot so boniteta podjetja, ročnost, višina zavarovanj, itd. Ob predpostavki, da so zadnji parametri pri dveh transakcijah enaki in je edina razlika v "zelenosti" bi lahko zelen projekt dobil ugodnejšo obrestno mero.«* Pasivnost bank pri zelenem financiranju se kaže v omejenem upoštevanju ESG dejavnikov pri določanju pogojev financiranja komercialnih nepremičnin. Čeprav ESG skladnost lahko

vpliva na bonitetno oceno, prispeva le minimalno k oceni tveganja in nima neposrednega vpliva na izračun marže, kjer prevladujejo komercialni dejavniki, kot so boniteta podjetja in zavarovanja (I-5). Posledično trajnostni dejavniki trenutno igrajo omejeno vlogo pri oblikovanju končne obrestne mere, saj je njihov učinek pogojen z izpolnjevanjem drugih finančnih parametrov.

ESG certifikati, kot so LEED Platinum ali Zero Carbon, tudi po mnenju I-4 ne izboljšajo neposredno pogojev financiranja: *»Bančne skupine ocenjujejo energetske razrede stavb, a nižni certifikati, kot so LEED Platinum ali Zero Carbon; ali popolna usklajenost z EU taksonomijo ne izboljšajo pogojev financiranja glede obrestnih mer, zahtev po lastnem kapitalu ali drugih kovenant.«* Vendar lahko ti certifikati posredno olajšajo odobritev posojila z izboljšanjem utemeljitev v bančnih procesih odločanja.

Primerjalna analiza kaže podobne prakse v Italiji in Avstriji, kjer banke postopoma vključujejo ESG dejavnike, a so večinoma še v začetni fazi (angl. Stage 0) osredotočeni na zbiranje ESG podatkov. Sogovornik I-4 poudarja, da bo šele naslednja faza (angl. Stage 1) prinesla razvoj tako imenovanega zelenega kazalnika (angl. green score), ki bo neposredno vplival na oceno tveganja in pogoje financiranja. Razlike med državami so opazne: nekatere avstrijske banke že ponujajo namenske produkte, kot je *»Going Green Credit Real Estate«* (I-3), medtem ko slovenske in slovaške banke ESG dejavnike večinoma uporabljajo le za poročanje. Sogovornica I-1 opozarja: *»Eno je poročanje, vendar bo slej ko prej tudi financiranje neposredno povezano s tem, kako se podjetje poročevalsko prilagaja ESG zahtevam.«*

Poglavje razkriva, da je bančni sektor v prehodni fazi, kjer so ESG dejavniki vse pogostejše vključeni v modele ocenjevanja tveganj, a z omejenim vplivom na končno ceno kapitala. Dvoslojnost obrestne mere temelji na bonitetni oceni, ki izhaja iz kreditnega modela in vključuje ESG parametre z nizko utežjo (1,2–2,4 %), ter kalkulatorju marže, ki določa minimalne stroške financiranja, povečane z bančno komercialno odločitvijo, kjer ESG dejavniki trenutno nimajo neposrednega vpliva (I-4). V prihodnje bo ključno, ali bodo banke nadgradile modele, da bo ESG skladnost bolj odločilno vplivala na dostop do financiranja in stroške kapitala.

3.2.3 Vpliv zelenih certifikatov in EU taksonomije na pogoje financiranja

Prisotnost trajnostnega certifikata ali skladnost z EU taksonomijo se v praksi pogosto odraža v ugodnejših kreditnih pogojih, čeprav se obseg teh ugodnosti med trgi in bankami bistveno razlikuje. Kot je bilo predstavljeno v prejšnjem razdelku (3.2.2), ESG dejavniki v kreditne modele pogosto vstopajo z omejeno utežjo, kar pomeni, da formalni vpliv na oceno tveganja in stroške kapitala ostaja razmeroma majhen. Kljub temu intervjuji potrjujejo, da trajnostni certifikati in dokazila o skladnosti pogosto delujejo kot vzvod za pridobitev določenih finančnih bonitet, ki jih banke ponujajo trajnostnim projektom.

Sogovornik I-2 opisuje, da lahko pridobitev certifikata neposredno prinese merljive ugodnosti: *»Govorimo o 20 do 30 bazičnih točkah, ki jih lahko potencialno pridobiš, če imaš ESG skladno zeleno stavbo.«* To potrjuje tudi intervjuvanec I-3, ki pojasnjuje, da njihova banka omogoča najvišje bonifikacije prav za stavbe, skladne z evropsko regulativo: *»Najboljša bonifikacija, ki jo lahko dobiš, je za stavbe skladne z EU taksonomijo [...] do 30 bazičnih točk.«* Takšne izjave razkrivajo, da certifikati in regulativna skladnost niso le simbolični, ampak lahko pomenijo neposredno finančno razliko, ki vpliva na stroške kapitala in konkurenčnost projekta.

V slovenskem kontekstu intervjuvanec I-5 potrjuje, da *»pridobitev zelenega certifikata lahko pomeni ugodnejšo obrestno mero«*. Pri tem pa intervjuvanka I-1 dodaja, da ugodnosti obstajajo tudi v primerih, ko projekt vključuje trajnostne gradbene materiale: *»Če poročaš, dobiš ugodnejše financiranje [...] ugodnost dobiš tudi, če vgrajuješ trajnostne materiale – iz Eko sklada tudi državna sredstva.«* V tem pogledu so certifikati preko povezanih mehanizmov (npr. subvencije Eko sklada) pogosto dopolnitev klasičnega bančnega financiranja, ki skupaj ustvarjajo bolj ugodne pogoje za projekte, ki so jasno utemeljeni kot trajnostni.

Kljub tem primerom ostaja razkorak med zreli in manj razvitimi trgi. Intervjuji opozarjajo, da ugodnejši pogoji financiranja v obliki nižjih obrestnih mer pogosto niso univerzalna praksa, temveč so odvisne od poslovne politike posamezne banke. Na razvitih finančnih trgih, kot sta Avstrija in Nemčija, so certifikati vse pogostejše neposredno povezani z nižjimi maržami; *»Interno incentiviziramo zelene projekte – zato je marža nižja.«* (I-3). Medtem na manjših in manj razvitih trgih, kot je slovenski, ESG parametri pogosto še nimajo formalnega vpliva na ceno kapitala.

V takšnem okolju najemniki in investicijski skladi pogosto prevzamejo vlogo glavnih spodbujevalcev trajnostne gradnje. Kot je bilo razvidno že pri obravnavi vpliva na najemnine (poglavje 3.1.1), se povpraševanje vse bolj usmerja k certificiranim stavbam. To ustvarja pritisk na investitorje, da zasledujejo trajnostne standarde predvsem zaradi tržne konkurenčnosti in privlačnosti za najemnike, medtem ko je vpliv bank in finančnih institucij na tem področju zaenkrat še sekundaren.

Sklepno lahko ugotovimo, da je pomen zelenih certifikatov pri financiranju vsekakor prepoznan, vendar različno uveljavljen. Na zrelih trgih delujejo kot neposreden mehanizem za znižanje stroškov kapitala, na manj razvitih pa ostajajo predvsem orodje za tržno diferenciacijo in lažje pridobivanje najemnikov, ne pa nujno tudi kot vir ugodnejšega financiranja. Kljub temu pa so primeri, ki jih navajajo intervjuvanci, jasen pokazatelj, da se trend krepi in da bodo certifikati v prihodnje vse bolj del bančnih kreditnih politik.

3.3 Vpliv na povpraševanje na trgu

Povpraševanje na nepremičninskem trgu predstavlja enega ključnih mehanizmov, preko katerih ESG skladnost vpliva na vrednost komercialnih nepremičnin. Čeprav se regulativni okvirji in pogoji financiranja še razvijajo, so že danes jasni premiki v vedenju dveh skupin udeležencev: najemnikov in institucionalnih kupcev (investitorjev). Najemniki, predvsem velike korporacije, povprašujejo po ESG skladnih prostorih zaradi skladnosti s svojimi internimi politikami, prihrankov pri obratovalnih stroških ter kot del strategij razogljičenja in gradnje ugleda. Na drugi strani pa institucionalni investitorji gledajo predvsem na dolgoročno vrednost nepremičnine, možnost nadaljnje prodaje (angl. exit strategy) ter tveganje izgube vrednosti v primeru, da nepremičnina ne izpolnjuje trajnostnih standardov.

Pomembno je poudariti, da so dejavniki, ki oblikujejo povpraševanje najemnikov, pogosto posredno enako pomembni tudi za investitorje. Če trajnostna stavba pritegne večje število zanesljivih najemnikov, to povečuje stabilnost denarnih tokov, zmanjšuje tveganje praznih prostorov ter krepi dolgoročno investicijsko vrednost. V nadaljevanju zato najprej analiziramo povpraševanje najemnikov in korporativne strategije, nato značilnosti stavb, ki vplivajo na odločitve najemnikov, ter v zaključku še ključne dejavnike povpraševanja institucionalnih investitorjev. Intervjuji razkrivajo, da se povpraševanje po ESG skladnih nepremičninah razlikuje glede na sektor in stopnjo razvitosti trga, vendar pa je dolgoročen trend jasen – ESG skladnost se iz konkurenčne prednosti vse bolj preoblikuje v tržno zahtevo.

3.3.1 Povpraševanje najemnikov in korporativne strategije

Intervjuji kažejo, da so najemniki, zlasti multinacionalne korporacije, med najmočnejšimi spodbujevalci ESG skladnosti na nepremičninskem trgu. Njihove odločitve o najemu so vse bolj vezane na trajnostne standarde, saj imajo notranje politike in ESG strategije, ki zahtevajo uporabo certificiranih prostorov. Kot poudarjata sogovornici I-1.1 in I-1.2, so bili certifikati ključni pri odločitvi večjih podjetij, ena od njih povzema: *»Korporacije, ki imajo tuje odločevalce [...], najboljša evropska podjetja z največ prometa; pri njih je bil ključen certifikat.«* (I-1.1) Povpraševanje po pisarniških prostorih v največji meri prihaja iz sektorjev, kjer ESG skladnost in pridobitev zelenega certifikata predstavljata osnovni kriterij pri izbiri. Med najpomembnejšimi panogami sta izpostavili farmacevtski sektor, davčno in pravno svetovanje, finančne storitve ter zavarovalništvo.

Enako ugotavlja sogovornik I-3, ki pojasnjuje: *»Pogosto imajo interna pravila, da ne smejo najemati nezelenih prostorov.«* Posebej je intervjuvanka I-1.2 izpostavila podjetja poslovno-storitvenih dejavnosti. *»Pri teh predstavlja največji ogljični odtis sama pisarna, se pravi poslovni prostori.«* V takih primerih odločitev za trajnostno certificirano pisarno pomeni neposreden prispevek k zmanjšanju primarnega ogljičnega odtisa poslovanja.

Ta trend presega zgolj ekonomsko logiko, saj se ESG skladnost povezuje tudi s korporativno identiteto in kadrovske politiko. ESG skladne stavbe se uporabljajo kot orodje za krepitev ugleda, privabljanje in zadrževanje zaposlenih ter kot izraz družbene odgovornosti. Intervjuvanec I-2 to strne: *»Za mednarodne najemnike ESG ni več nekaj, kar je lepo imeti, ampak nekaj, kar morajo imeti.«* Takšna pričakovanja se odražajo v povečanem povpraševanju po certificiranih pisarniških prostorih, kjer ESG skladnost pogosto postane odločilen dejavnik pri izboru prostora. Najemniki torej ne gledajo zgolj na višino najemnine, ampak na širši sklop koristi – od nižjih obratovalnih stroškov do skladnosti z lastnimi ESG politikami in strategijami razogljičenja. Pomembno vlogo pri uveljavljanju teh standardov imajo dogovori o ravni storitev (SLA), ki vse pogosteje vključujejo trajnostne zaveze. Kot poudarja sogovornica I-6, *»gre za res visoko raven dogovora na obeh straneh in zelo jasne določene obveznosti in pravice, ki izhajajo iz te pogodbe.«* V intervjujih I-1 in I-6 so bile posebej izpostavljene obveznosti glede porabe energije in ločevanja odpadkov, ki postajajo sestavni del najemnih razmerij.

Povpraševanje po ESG skladnih nepremičninah se oblikuje na presečišču ekonomskih, družbenih in strateških dejavnikov. Intervjuji kažejo, da najemniki ob klasičnih kriterijih, kot so lokacija, cena in velikost, vedno pogosteje poudarjajo dodatne kvalitete, ki so neposredno povezane s trajnostjo in kakovostjo stavb. Certificirane stavbe dajejo podjetjem simbolni kapital, saj predstavljajo prestiž, trajnostno usmerjenost in skladnost z najvišjimi standardi. Sogovornik I-5 pojasnjuje, da slovenski trg zelene stavbe povezuje z *»ugledom in kakovostnimi pogoji dela«*, medtem ko sogovornik I-4 dodaja, da skladnost z ESG standardi krepi konkurenčnost podjetij v očeh vlagateljev in javnosti.

ESG skladne stavbe ponujajo tudi bolj zdravo in prijetno delovno okolje, kar podjetja prepoznavajo kot ključ za privabljanje zaposlenih nazaj v pisarne ter njihovo dolgoročno zadržanje; *»Potrebujemo poslovno stavbo, ki je skladna z ESG. [...] da bi ljudi spet privabili nazaj iz domačih pisarn.«* (I-3) Sogovornica I-1.2 opozarja, da se podjetja vse bolj zavedajo pomena pogojev za dobrobit zaposlenih, kar neposredno vpliva na odločitve o najemu. Ta vidik potrjuje tudi intervjuvanec I-3 z orisom odločevalske mentalitete najemnikov: *»Podjetja se odločijo; ta je stavba nova [...] in boljša za zaposlene, ogrevanje pa je cenejše – zato smo izberemo to stavbo.«*

Za najemnike je eden od pomembnih dejavnikov tudi fleksibilnost, predvsem v smislu možnosti širitve poslovnih prostorov. Če najemodajalec omogoča, da se podjetje ob rasti lahko razširi v dodatne prostore na isti lokaciji, to pomeni pomembno dodano vrednost, ki vpliva na odločitev o dolgoročnem najemu. Poleg tega sodobne zelene stavbe z dodatnimi funkcionalnostmi (npr. konferenčne dvorane, kolesarnice, zelene strehe) omogočajo večjo prilagodljivost potrebam podjetij. To potrjuje tudi sogovornica I-1.1: *»Lokacija, tehnologije, kvaliteta, fleksibilnost... Prednosti, ki jih stavba nudi, torej zelena streha, konferenčna dvorana, gastro, kolesarnica.«*

Čeprav pisarniški sektor trenutno najbolj občuti ESG premik, se podobni trendi kažejo tudi v logistiki in maloprodaji. Intervjuvanec I-6 poudarja, da v logistiki še vedno prevladuje lokacija, ESG kriteriji pa se vzpenjajo po lestvici pomembnosti. V maloprodaji so razmere podobne. Intervjuvanka I-6 navaja: *»V retail sektorju še vedno velja, da se najemodajalci osredotočajo predvsem na zagotavljanje ugodnih najemnin s strani trgovcev z močnimi pogodbami [...] več in več pa je kot faktor pri odločitvi tudi skladnost prostorov z ESG in dejavniki, ki nudijo zdravo okolje za zaposlene in stranke ter pomenijo manjše stroške energentov in vzdrževanja.«*

ESG skladne stavbe se tako vse bolj uveljavljajo kot standard, ki presega zgolj osnovne ekonomske računice. Najemniki jih razumejo kot celovit okvir, ki združuje znižanje obratovalnih stroškov, skladnost z vedno strožjimi regulativnimi zahtevami in krepitev tržne konkurenčnosti. Prav tako pa jim prinašajo dodano vrednost v obliki izboljšane podobe podjetja v javnosti ter privlačnosti na trgu dela, kjer je pridobivanje in zadrževanje talentov postalo ena ključnih strateških nalog. V tem smislu ESG certifikati delujejo kot pomemben signal trgu, da podjetje deluje odgovorno in dolgoročno usmerjeno.

3.3.2 Povpraševanje institucionalnih kupcev in upravljanje tveganj

Za institucionalne investitorje so ključni dejavniki povpraševanja povezani z dolgoročno vrednostjo in varnostjo naložbe. ESG skladnost se v tem kontekstu razume kot orodje za zmanjševanje tveganj – tako neposrednih (stroški obratovanja, odpornost to podnebnih in regulatornih sprememb) kot posrednih (tržno tveganje in tveganje izgube vrednosti oziroma devalvacije).

Intervjuvanec I-2 jasno opozarja: *»Mislim, da je največji problem tveganje devalvacije [...] če je ne morem prodati, lahko izgubim vrednost, ta izguba pa je vključena v trenutno nakupno ceno.«* Njegova izjava odraža osrednjo skrb institucionalnih vlagateljev – ohranjanje dolgoročne vrednosti naložbe in obvladovanje tveganj, povezanih s spremembami tržnih ter regulativnih pogojev. ESG certifikati v tem kontekstu delujejo kot zaščitni mehanizem, saj ne le povečujejo trenutno privlačnost nepremičnine, temveč tudi zmanjšujejo verjetnost izgube vrednosti ob morebitni nadaljnji prodaji. Certificirana stavba zagotavlja skladnost z obstoječimi standardi, hkrati pa je praviloma zasnovana tako, da lažje dosega tudi prihodnje regulativne zahteve, kar neposredno zmanjšuje tveganje za vlagatelja. To potrjuje tudi nadaljnja misel intervjuvanca I-2: *»Vlagatelj ne gleda samo na možnost oddaje stavbe v najem, ampak tudi na to, ali bo lahko v prihodnosti izstopil iz te naložbe.«* (I-2) Na strateško vlogo certifikatov opozarja tudi sogovornik I-6: *»Mi smo že v štartu projekta vedeli, da bomo pridobivali certifikat [...] ker bolj paše v portfelj za investitorja.«* Obe izjavi kažeta, da se ESG skladnost vse bolj obravnava kot nujen predpogoj za uvrstitev nepremičnine v institucionalne portfelje in ne zgolj kot konkurenčna prednost.

Sogovornik I-6 to dopolnjuje s splošno razlago, da razvijalci nepremičnin že v zgodnjih fazah naložbenega procesa vključujejo trajnostne certifikate, saj ti povečujejo dolgoročno likvidnost in privlačnost projekta za končno prodajo, s čimer se usklajujejo z pričakovanji vlagateljev po lažjem izstopu iz naložbe. Takšna praksa kaže, da ESG skladnost za institucionalne kupce ni več zgolj vprašanje tržne konkurenčnosti ali dodane vrednosti, temveč nujen predpogoj za uvrstitev nepremičnine v portfelj. Vlagatelji obravnavajo certifikate kot zagotovilo stabilnosti in dolgoročne vzdržnosti investicije, kar jim omogoča, da znižujejo izpostavljenost do tveganj povezanih z izgubo vrednosti, izgubo najemnikov in oteženim dostopom do financiranja. V tem smislu ESG skladnost postaja ključen element strategij upravljanja tveganj, saj neposredno vpliva tako na donosnost kot tudi na likvidnost in varnost naložbe.

Za investitorje ostaja pomemben še en vidik – fleksibilnost same stavbe, ki pomeni zmanjšanje tveganj v primeru sprememb povpraševanja. Kot pravi intervjuvanec I-2: *»Prilagodljivost je verjetno najpomembnejša stvar [...] če najemnik odide, morate biti sposobni prostor hitro ponovno uporabiti.«* Takšna zasnova zmanjšuje tveganje dolgoročnih praznih prostorov ter povečuje možnosti nadaljnje oddaje ali prodaje nepremičnine. Hkrati pa fleksibilnost predstavlja tudi odgovor na spreminjajoče se potrebe najemnikov, ki vse pogosteje pričakujejo možnost širitve ali prilagoditve prostora v skladu z rastjo poslovanja. S tem se ustvarja neposredna povezava med dolgoročnim povpraševanjem in investicijsko vrednostjo: stavba, ki je fleksibilna in ESG skladna, je privlačnejša tako za najemnike kot tudi za vlagatelje.

Poleg tega imajo pri institucionalnih kupcih pomembno vlogo tudi posredni dejavniki, povezani z dostopom do financiranja in likvidnostjo naložbe. Sogovornik I-3 opozarja, da imajo nekatere večje korporacije interna pravila, po katerih lahko najemajo le stavbe z emisijami pod določenim pragom: *»Nekatere večje družbe imajo v svoji politiki, da lahko najemajo le poslovne stavbe z emisijami CO₂ pod določeno mejo.«* Takšna pravila pomenijo, da bo necertificirana stavba težje našla dolgoročne najemnike, kar neposredno vpliva na investicijsko vrednost in možnost prihodnje prodaje.

Institucionalni vlagatelji obravnavajo trajnostne nepremičnine primarno kot stabilno in varno naložbo, ki prispeva k diverzifikaciji njihovega portfelja. V ospredju je iskanje varnih donosov, pri čemer se prednostno obravnavajo nepremičnine, ki so v lasti enega samega subjekta, saj to zmanjšuje upravljavska tveganja. V Sloveniji se ta segment srečuje s pomanjkanjem ustreznih naložbenih nepremičnin, kar omejuje naložbene priložnosti (I-1.1).

Poseben poudarek je na nepremičninah z dolgoročnimi najemnimi pogodbami, ki vključujejo inflacijske klavzule (I-6). Takšne pogodbe zagotavljajo stabilne denarne tokove in učinkovito zaščito pred inflacijo. Na splošno velja, da nepremičnine ohranjajo svojo vrednost, kar konservativnim skladom omogoča zmanjšanje tveganja v primerjavi z bolj volatilnimi kapitalskimi trgi.

ESG skladnost je za institucionalne kupce ključna predvsem z vidika dolgoročne varnosti in stabilnosti naložbe. To vključuje zmanjšanje tveganja izgube vrednosti, zagotavljanje stabilnosti prihodnjih denarnih tokov ter povečanje likvidnosti portfelja. Čeprav so certifikati in skladnost z ESG standardi vse pogostejše predpogoj za vključitev nepremičnine v portfelj, ostajajo investicijske priložnosti na slovenskem trgu omejene zaradi pomanjkanja primernih nepremičnin in dolgotrajnih postopkov razvoja.

4 VREDNOTENJE IN SINTEZA EMPIRIČNIH UGOTOVITEV

Vstopamo v prelomno obdobje, kjer trajnost ni več zgolj etična izbira ali marketinška strategija, temveč osrednji dejavnik, ki preoblikuje temelje finančnega sektorja in trga nepremičnin. Ta transformacija je posledica kompleksne interakcije med dvema glavnima silama: od zgoraj navzdol usmerjenimi regulativnimi pritiski Evropske unije in od spodaj navzgor usmerjenimi tržnimi silami, ki jih poganjajo spremenjene preference vlagateljev in najemnikov.

Evropska unija, v okviru Zelenega dogovora, uporablja obsežen regulativni okvir, da bi usmerila kapitalske tokove in zagotovila preglednost v prizadevanjih za doseganje podnebnih ciljev. Ta okvir vključuje Taksonomijo EU, ki določa enotna merila za trajnostne dejavnosti, Direktivo CSRD, ki uvaja stroga pravila za razkritje trajnostnih informacij in Direktivo o energetske učinkovitosti stavb (angl. Energy Performance of Buildings Directive, v nadaljevanju EPBD), ki postavlja obvezne standarde za prenovo stavb (Persson, 2025). S tem regulativnim pritiskom želi EU obravnavati sistemska tveganja, povezana s podnebnimi spremembami in spodbuditi prehod v ogljično nevtravno gospodarstvo.

Lastniki in vlagatelji v nepremičnine se danes soočajo z novim sistemom vrednotenja, ki ga poleg regulativnih zahtev, predstavljenih v prejšnjih poglavjih, vse bolj oblikuje tudi sam trg. Ključna elementa tega procesa sta pojav zelene premije in rjavega diskonta, ki neposredno vplivata na donosnost, likvidnost in dolgoročno vrednost nepremičninskega premoženja. V nadaljevanju se osredotočamo predvsem na tržne fenomene, ki preoblikujejo vrednost nepremičnin, ter na njihovo prepletanje z že obravnavanimi regulativnimi spodbudami. Analiza bo izpostavila tako potencialne sinergije kot tudi napetosti med tema dvema silama, pri čemer posebno tveganje predstavlja pojav zelenega zavajanja (angl. greenwashing). Ta celovita perspektiva je ključna za razumevanje kompleksnega okolja, v katerem se sprejemajo investicijske odločitve.

Analiza v naslednjih dveh podpoglavjih obravnava ključne dimenzije vpliva ESG skladnosti na nepremičninski trg. Najprej se osredotoča na neposredne učinke na vrednost nepremičnin, ki se izražajo skozi prihodke, stroške in tveganje izgube vrednosti. Nato sledi obravnava posrednih učinkov, ki se kažejo v pogojih financiranja, dostopu do kapitala ter vključevanju ESG dejavnikov v kreditne modele finančnih institucij.

4.1 Neposreden vpliv ESG na vrednost nepremičnine

Empirične ugotovitve jasno kažejo, da ESG skladnost neposredno vpliva na vrednost komercialnih nepremičnin skozi dva ključna mehanizma: prihodke in stroške. Intervjuvanci potrjujejo, da so projekti z višjimi začetnimi stroški za trajnostno gradnjo, ki lahko znašajo tudi do 30 % več kot pri konvencionalni gradnji, lahko dolgoročno finančno izvedljivi. Finančna izvedljivost sloni na kombinaciji dejavnikov, vključno z možnostjo doseganja višjih najemnin in znižanjem operativnih stroškov.

Intervjuji razkrivajo pomembne razlike med zreli in trgi v razvoju. V Ljubljani, ki predstavlja manj razvit trg, certificirane nepremičnine dosegajo jasno zeleno premijo na najemnino, ki lahko znaša 10–20 %. Nasprotno, na bolj zrelem dunajskem trgu ta premija izginja, saj je ESG skladnost postala osnovna pričakovana značilnost. Tam se je premija preoblikovala v rjavi diskont – popust na vrednost, ki lahko znaša 20–30 % za neskladne stavbe.

Poleg neposrednih učinkov se kaže, da se dolgoročna vrednost ESG-skladnih nepremičnin utemeljuje predvsem na podlagi zmanjšanja tveganja, ne pa zgolj na finančni premiji. Ko regulacija (npr. EU taksonomija) postaja strožja, se povečuje verjetnost, da bodo netrajnostne nepremičnine postale »rjava« sredstva, ki jih je težje oddati, financirati in prodati. Investicija v ESG je torej strategija, s katero investitorji zmanjšujejo tveganje izgube vrednosti in ohranjajo dolgoročno stabilnost naložbe. Tabela 2 povzema empirične ugotovitve iz intervjujev in ponazarja razlike med posameznimi trgi in percepcijami deležnikov.

Tabela 2: Empirične ugotovitve

Trg / Sektor	Vpliv na vrednost (zeleni premija)	Vpliv na financiranje	Glavno gonilo povpraševanja
Ljubljana (CEE) - Pisarniški prostori	Premija do 20 % pri najemninah za certificirane stavbe	Formalno omejen vpliv, ESG bolj informativni dejavnik	Korporativne strategije multinacionalnih najemnikov
Dunaj (WE) - Pisarniški prostori	Zelena premija izginja, prevladuje rjavi diskont 20–30 %	Ugodnejše financiranje (20–30 bazičnih točk) za projekte skladne z EU taksonomijo	Regulatorni pritiski in interna pravila (korporativne politike)
Logistične nepremičnine (CEE/WE)	Omejena ali nikakršna premija	Ni podatka	Lokacija, cena, operativna učinkovitost
Maloprodajne nepremičnine (CEE/WE)	Omejena ali nikakršna premija	Ni podatka	Lokacija, cena, dobrobit zaposlenih in strank

Vir: lastno delo.

Empirične ugotovitve, pridobljene v tej raziskavi, so skladne s splošnimi trendi in ugotovitvami tržnih študij. Te študije potrjujejo, da številni dejavniki spodbujajo pojav zelenih premij in rjavih diskontov. Na strani povpraševanja podjetja vse bolj vključujejo ESG (okoljske, družbene in upravljaljske) dejavnike v svoje odločitve. Iskanje prostorov, ki so v skladu z njihovimi trajnostnimi vrednotami, je motivirano z željo po nižjih operativnih stroških, izboljšani produktivnosti zaposlenih in krepitvi korporativnega ugleda (Liu in drugi, 2025). V raziskavi JLL (2023) se celo napoveduje, da bo do leta 2030 povpraševanje po nizkoogljičnih prostorih trikrat preseglo ponudbo, kar bo ustvarilo znatno konkurenčno prednost za nepremičnine, ki vlagajo v trajnost.

Na finančni strani trajnostna sredstva privabljajo boljše pogoje financiranja. Raziskave o nepremičninskih investicijskih skladih potrjujejo, da višja stopnja ESG poročanja vodi v nižje stroške zadolževanja, višje bonitetne ocene in višjo vrednost podjetja (Feng in Wu, 2021). Posojilodajalci vse bolj vključujejo ESG dejavnike v svoje odločitve o posojilih, saj višja transparentnost zmanjšuje informacijsko asimetrijo. Poleg tega naložbe v trajnostne nepremičnine zmanjšujejo tveganje zastarelosti zaradi regulativnih sprememb (npr. zaradi EPBD, ki postavlja minimalne energetske standarde) in jih delajo bolj odporne na tržno volatilnost (Georgetown University, 2025).

Podatki, zbrani v tabeli 3, povzeti po poročilih vodilnih analitskih hiš, potrjujejo obstoj navedenih tržnih učinkov. Analiza 20 tisoč pisarniških stavb v ZDA, ki jo je izvedel CBRE leta 2022, je pokazala, da stavbe s certifikatom LEED prinašajo 3,7 % najemniško premijo, ko se upoštevajo dejavniki, kot so lokacija, starost in obnova. Nadaljnje poročilo CBRE iz leta 2024 za evropski trg razkriva, da so najemniki v petih največjih mestih pripravljeni v povprečju plačati 5,9 % zeleno premijo za pisarniške nepremičnine s certifikatom ESG. Podobno poročilo JLL (Tran, 2023) navaja, da se najemniška premija za certificirane stavbe v Aziji giblje med 7 % in 28 %, kar je predvsem posledica močne negativne korelacije med deležem certificiranega fonda stavb in višino zelene premije. Poročilo Knight Franka prav tako poudarja London kot ključni trg, kjer se premija odraža tudi v prodajnih cenah; stavbe z BREEAM Excellent certifikatom v centru Londona dosegajo 10,5 % višjo prodajno ceno v primerjavi z necertificiranimi stavbami (Ormond, 2021). Poleg tega iste študije kažejo, da imajo visoko certificirane stavbe v Londonu nižjo stopnjo prostih pisarn (7 %) kot tiste z nižjimi certifikati (20 %), kar potrjuje, da se premija ne odraža samo v ceni, ampak tudi v hitrosti oddajanja in zasedenosti.

Na drugi strani pa podatki kažejo tudi na tveganja za lastnike necertificiranih oziroma energetske manj učinkovitih objektov. Študija CBRE IM je pokazala, da so nepremičnine z nizkimi energetske certifikati v Združenem kraljestvu in na Nizozemskem v povprečju zaostajale v donosnosti – za 18,2 % oziroma 13,5 % glede na certificirane primerljive stavbe. Ti rezultati jasno kažejo, da trg že aktivno nagraduje ESG skladnost ter hkrati kaznuje neučinkovite nepremičnine, kar potrjuje, da je trajnostna usmeritev postala osrednji dejavnik vrednotenja na razvitih trgih (Gurfel, 2024).

Tabela 3: Ugotovitve iz mednarodnih študij

Vir/Študija	Leto	Lokacija	Vrsta nepremičnine	Vrsta premije	Višina premije
CBRE	2022	ZDA	Pisarniške stavbe (LEED)	Najemnina	3.7%
CBRE	2024	Evropa	Pisarniške stavbe (ESG-certificirane)	Najemnina	5.9%
JLL	2023	Azija (11 mest)	Pisarniške stavbe (Class A, zeleni certifikat)	Najemnina	7–28%
Knight Frank	2021	London, Združeno kraljestvo	Pisarniške stavbe (BREEAM)	Prodajna cena	10.5%

Vir: prirejeno po CBRE (2022), CBRE (2024), JLL (2023) in Ormond (2021).

Dodatna analiza podatkov razkrije kompleksnost premije kljub navidezni preprostosti. CBRE ugotavlja, da najvišji certifikati (npr. LEED Gold) ne prinašajo statistično pomembno višje najemniške premije kot nižji certifikati (npr. LEED Silver). To nakazuje, da trg morda vrednoti bolj sam obstoj zelenega certifikata kot "pečata legitimnosti" in ne nujno stopnjevanje energetske učinkovitosti, ki jo certifikat predstavlja. Z drugimi besedami, zelena premija je vsaj delno psihološki in simbolični pojav, ki ga poganja želja po usklajenosti in izboljšanju ugleda. Vlagatelji in najemniki želijo oznako, ki dokazuje trajnostno zavezanost, brez podrobnosti o tem, kako je ta dosežena (CBRE, 2022).

Literatura poudarja ključni premik v paradigmi (BCLP, 2023): razprava se premika od zelene premije na rjav diskont. Ta sprememba je ključna za razumevanje tveganja. Če je bila trajnost v preteklosti razumljena kot dodana vrednost ali konkurenčna prednost, danes njena odsotnost predstavlja tveganje izgube vrednosti, omejenega dostopa do kapitala in manjše tržne privlačnosti. Rjavi diskont tako ne predstavlja zgolj izpada potencialnega dobička, temveč tveganje za izgubo vrednosti premoženja. Ta dinamika sili lastnike, da v prenove vlagajo ne le zaradi iskanja dodatne donosnosti, temveč predvsem z namenom preprečevanja izgub. Nepremičnine, ki ne dosegajo pričakovanih standardov energetske učinkovitosti ali regulativnih zahtev, se soočajo s tako imenovano rjavo kaznijo, ki ima trajnejše in bolj strukturne posledice kot kratkoročna zelena premija. Premik od nagrajevanja trajnosti k sankcioniranju neukrepanja jasno kaže, da trajnost postaja nov tržni standard – ne več konkurenčna prednost, temveč pogoj za ohranitev vrednosti.

4.2 Posreden vpliv ESG na financiranje nepremičnin

Ugotovitve iz intervjujev razkrivajo dvojno naravo vpliva ESG na financiranje nepremičnin. Na eni strani banke že ponujajo eksplicitne zelene bonifikacije, ki lahko znižajo obrestno mero za 20 do 30 bazičnih točk, s čimer neposredno spodbujajo investicije v trajnostne projekte. Na drugi strani pa intervjuji s finančnimi strokovnjaki kažejo, da je formalna in neposredna integracija ESG dejavnikov v kreditne modele še vedno omejena. ESG parametri imajo praviloma nizko utež (približno 1,2–2,4 % vpliva na oceno tveganja), medtem ko glavno težo še vedno nosijo tradicionalni kazalniki, kot so bonitetna ocena podjetja, ročnost ali višina zavarovanj.

Posledično ESG trenutno vpliva na financiranje močneje posredno kot neposredno. Ključni mehanizem je tveganje izgube vrednosti: banke ga ocenjujejo skozi klasične finančne kazalnike, vendar se njegovo obvladovanje močno povezuje s skladnostjo nepremičnin z ESG. Visoko povpraševanje najemnikov in institucionalnih vlagateljev po trajnostnih nepremičninah zagotavlja stabilnejšo tržno vrednost, s tem pa tudi manjšo verjetnost rjavega diskonta. Stabilna vrednost zmanjšuje tveganje za banko in posredno vodi v ugodnejše pogoje financiranja. V tem smislu so torej predvsem tržne sile tiste, ki banke prisilijo v upoštevanje ESG dejavnikov, tudi kadar njihovi kreditni modeli za ocenjevanje verjetnosti neplačila še niso ustrezno prilagojeni.

Skladnost z ESG zahtevami tako postopoma preoblikuje pogoje financiranja nepremičninskih projektov. Kljub temu je formalna integracija ESG dejavnikov v kreditne modele še vedno omejena. Tveganja v kreditnih portfeljih se kažejo v dveh dimenzijah: kot tveganja, ki izhajajo iz vpliva banke na okolje in družbo (npr. reputacijska tveganja ali globe), ter kot tveganja finančnih izgub zaradi neplačil (Fiorini, 2023). Za učinkovito obvladovanje tveganj je ključno vključevanje ESG metrik v odločitvene procese – bodisi z integracijo v modele za oceno verjetnosti neplačila (angl. Probability of Default - PD) bodisi z izključevanjem sektorjev, ki veljajo za visoko tvegane. Pri tem imajo pomembno vlogo regulatorni pritiski, kot je švicarska uredba o razkritjih podnebnih tveganj, ki od leta 2024 obvezuje finančne institucije k kvantifikaciji tveganj po priporočilih TCFD (KPMG, 2025). Regulacija spodbuja banke k postopnemu prilagajanju. Natančnejše ocenjevanje ESG tveganj omogoča tudi boljše vrednotenje in ohranjanje konkurenčnosti (Reitmeier, 2024).

Pri upravljanju kreditnega tveganja je izhodišče vedno metrika, s katero tveganje merimo, saj ta določa apetit do tveganja in usmerja kreditne odločitve. Najbolj preprost pristop so koncentracijske metrike po sektorjih ali regijah oziroma po poravnosti z ESG okviri, kot je EU taksonomija; zanje se postavljajo limiti ali v skrajnem primeru izključitve (npr. premog). Takšne metrike so objektivne in uporabne predvsem za spremljanje vpliva banke ter portfelja na skupnost in okolje (angl. inside-out). Za oceno zunanjega vpliva ESG na kreditno sposobnost dolžnika (angl. outside-in) so primernejše štiri skupine meritev: (i) pričakovana izguba, ki daje intuitiven vpogled v tveganje posameznega

posojila; (ii) regulativni kapital, ki določa kapital za absorpcijo letnih izgub z 99,9 % verjetnostjo po strogo predpisani metodologiji; (iii) ekonomski kapital za nepričakovane izgube, ki omogoča prilagojeno modeliranje in daje vpogled na ravni celotnega portfelja; ter (iv) scenarijsko merjenje, pogosto uporabljeno za hipotetične primer (npr. nenaden dvig emisijskih kuponov). Vse te štiri vrste metrik zahtevajo verjetnosti neplačila kot vhodni podatek, zato morajo modeli verjetnosti neplačila (PD) vključevati ESG dejavnike (KPMG, 2025).

Verjetnosti neplačila se dodeljujejo z uporabo notranjih ali zunanjih (agencijskih) kreditnih ocen. Pri poslovnih subjektih se ESG kakovost pogosto meri z zunanjimi ESG ocenami, ločenimi od kreditnih ocen, ki jih pogosto zagotavljajo iste agencije. Številne študije, vključno z Bannier in drugi (2022) in Brogi in drugi (2022), so statistično značilno pokazale, da ESG ocene pomembno vplivajo na ocenjevanje verjetnosti neplačila z uporabo Mertonovih modelov kreditnega tveganja, Z-Score modelov, zgodovinskih stopenj neplačil in razponov CDS (angl. Credit Default Swap). Čeprav agencije za kreditne ocene vključujejo ESG dejavnike v svoje modele, nekatere raziskave kot je Aslan in drugi (2021), kažejo, da to ni vedno zadostno, saj ESG dejavniki služijo kot vodilni indikator za prehode med kreditnimi ocenami. Z drugimi besedami: ESG ocene že nakazujejo na prihodnje prilagojeno oceno kreditnega tveganja, vendar ga kreditni modeli še ne zajemajo sistematično.

Naraščajoča materialnost ESG dejavnikov poudarja potrebo po njihovi poglobljeni integraciji v kreditne analize, da bi se izboljšala natančnost ocenjevanja in upravljanja finančnih portfeljev (Bonacorsi in drugi, 2024). Na trgu vprašanja o vplivu ESG skladnosti na dostop do kapitala postajajo ključna, zlasti v sektorju komercialnih nepremičnin. Poročilo CBRE (2025) navaja, da 71 % posojilodajalcev v Evropi ne bo financiralo nepremičnin, ki ne izpolnjujejo ESG meril ali nimajo jasnega načrta trajnostne prenove. Nadalje, 57 % posojilodajalcev ponuja ugodnejše pogoje, vključno z znižanjem marže, za projekte z visoko stopnjo trajnosti, medtem ko jih 22 % napoveduje zvišanje marž pri financiranju nepremičnin, ki ne dosegajo zahtevanih standardov.

Tabela 4: Maržni dvigi in znižanja v letu 2024

	Velik dvig ali znižanje (>20 bps)	Zmeren dvig ali znižanje (10-20 bps)	Manjši dvig ali znižanje (5-10 bps)	Majhen dvig ali znižanje (<5 bps)	Nejasno
Maržni dvigi za neizpolnjena trajnostna merila	19%	32%	16%	10%	23%
Maržna znižanja za izpolnjena trajnostna merila	9%	17%	41%	28%	4%

Vir: prirejeno po CBRE (2025).

Tabela 4 razkriva, da posojilodajalci pogosteje ponujajo ugodnejše pogoje (znižanje marže) za trajnostne projekte, kot pa uporabljajo zvišanje marž za nepremičnine, ki standardov ne dosegajo. Vendar, ko že pride do povišanj marž, so ta običajno večja od ponujenih znižanj.

Analiza trga razkriva nesorazmerje med zahtevami po razogljičenju in obsegom namenskega financiranja. JLL poroča, da je delež trajnostnega dolga v celotnem nepremičninskem zadolževanju v zadnjih petih letih znašal zgolj 9 %, pri čemer se je ta delež v zadnjih dveh letih celo zmanjšal (Markiewicz, 2024). Čeprav so v posojilih, ki niso izrecno označena kot trajnostna, prisotne posamezne zelene klavzule, ni zagotovljene zadostne ponudbe ugodnejšega kapitala za spodbujanje obsežnih naložb v izboljšanje energetske učinkovitosti obstoječega stavbnega fonda in pospešitev trajnostne gradnje. To nesorazmerje med ambicijami in razporeditvijo kapitala predstavlja sistemsko oviro za doseganje podnebnih ciljev v grajenem okolju.

5 SKLEP

Raziskava je preučevala, kako skladnost z ESG kriteriji vpliva na vrednost, povpraševanje in pogoje financiranja komercialnih nepremičnin v regijah. Glavni cilj je bil identificirati mehanizme, prek katerih ESG vpliva na ekonomske kazalnike nepremičnin (višina najemnin, operativni stroški, tveganje izgube vrednosti) ter ugotoviti, ali in kako ESG skladnost vpliva na pogoje financiranja pri posojilodajalcih. Metodološko je delo združevalo pregled literature in regulativnih okvirov s kvalitativno tematsko analizo sedmih polstrukturiranih intervjujev z deležniki iz razvoja, financiranja, upravljanja in svetovanja v nepremičninskem sektorju; intervjuvanci so zastopali perspektive držav srednje in vzhodne Evrope (Slovenija, Slovaška) in držav zahodne evrope (Avstrija) ter deloma mednarodnih institucij. Analiza je sistematično obdelala teme, kot so zelena premija in rjavi diskont, stroški trajnostne gradnje, vloga certificiranja, regulatorni vplivi in integracija ESG v kreditne modele. Na podlagi izjav sogovornikov in sinteze z ustrezno literaturo magistrsko delo ugotavlja, da ESG skladnost vpliva na tri medsebojno povezane ravni: neposredno pri oblikovanju stroškov in pričakovanih donosov projekta, posredno pri oblikovanju tržnega povpraševanja (najemniki in institucionalni kupci) ter prek vpliva na kreditno tveganje in dostopa do kapitala.

Glavne ugotovitve so naslednje. Pri vrednotenju in donosnosti se pojavljajo heterogeni učinki: na manj razvitem lokalnem trgu (primer Ljubljane) je zelena premija jasno merljiva v segmentu pisarniških novogradenj, pri čemer certificirane pisarne dosegajo višje najemnine v primerjavi z neskladnimi objekti; intervjuvanci so navajali konkretne razpone in deleže, kar kaže na realno prisotnost premije v določenih tržnih okoljih. Hkrati pa na zrelejših trgih zahodne Evrope v mnogih primerih zelena premija izgublja pomen. Trend se obrača v rjavi diskont, kjer neskladne nepremičnine v primerjavi s skladnimi

izgubljuje vrednost. Ta tržna dinamika neposredno narekuje strategije investorjev in vpliva na pričakovane donose.

Glede gradbenih in operativnih stroškov analiza izpostavlja dvojen učinek. Trajnostna gradnja vključuje dodatne komponente stroškovne strukture (svetovalne storitve, stroški certifikacij, dodatni investicijski stroški), kar kratkoročno poveča kapitalske izdatke. Vendar so intervjuvanci izpostavili, da zaradi rasti minimalnih gradbenih standardov in regulativ (ter zaradi značilnosti nekaterih tržnih okolij) razlika med standardno in zeleno oziroma skladno gradnjo ni nujno velika. Stroški certificiranja se lahko gibljejo relativno nizko (med približno 0,2 in 2 % investicije), medtem ko dolgoročni prihranki pri operativnih stroških in večja tržna odpornost zmanjšujejo tveganje praznih kapacitet in izgube vrednosti. Ravnotežje med višjimi začetnimi izdatki in dolgoročnimi koristmi tako ostaja ena ključnih dilem investicijskega odločanja.

Na področju financiranja magistrsko delo identificira dvojnost vpliva ESG: neposredne bonifikacije s strani nekaterih posojilodajalcev (pogosto znižanja marže v razponu do 20–30 bazičnih točk za projekte, ki izpolnjujejo trajnostne kriterije) in predvsem posreden vpliv prek zmanjšanja kreditnega tveganja. Formalna integracija ESG dejavnikov v kreditne modele je po ugotovitvah omejena; ESG parametri pogosto nosijo relativno nizko utež v notranjih bonitetnih modelih (npr. okoli 1,2–2,4 % v oceni tveganja), zato zmogljivost modelov verjetnosti neplačila in drugih meritev za zajem ESG-tveganj ostaja področje razvoja. Povpraševanje najemnikov in institucionalnih vlagateljev po ESG-skladnih stavbah prispeva k ohranjanju njihove tržne vrednosti, kar zmanjšuje tveganje na strani posojilodajalcev in s tem omogoča ugodnejše pogoje financiranja. Ob tem napredna regulativa in poročevalski standardi dodatno krepijo preglednost tveganj in povečujejo pritisk na finančne institucije, da ESG dejavnike vse bolj vključujejo v kreditne ocene in odločitve.

Kljub jasnim trendom raziskava razkriva tudi številne omejitve. Prva je povezana s specifičnostjo slovenskega trga, kjer je zaloga certificiranih nepremičnin relativno nizka, kar omejuje možnost posploševanja ugotovitev in otežuje kvantitativne analize. Druga omejitev izhaja iz metodološkega pristopa – kvalitativna analiza intervjujev omogoča poglobljen vpogled v mehanizme odločanja, vendar ne omogoča natančne kvantifikacije vplivov ESG na najemnino, vrednosti in stroške financiranja. Prav tako se zaradi majhnega števila sogovornikov rezultati nanašajo predvsem na zaznane trende in izkušnje, ki jih je potrebno preveriti z obsežnejšimi empiričnimi študijami.

Za prakso so ugotovitve pomembne na več ravneh. Investorjem in razvijalcem nakazujejo, da ESG certifikati in skladnost s trajnostnimi standardi niso več zgolj dodatek, temveč postajajo nujen pogoj za ohranitev tržne vrednosti in likvidnosti nepremičnin. Najemodajalcem ponujajo usmeritev, da ESG skladne stavbe omogočajo konkurenčno prednost pri privabljanju kakovostnih najemnikov in dolgoročnih pogodb.

Za finančne institucije rezultati potrjujejo, da je obravnava ESG dejavnikov v kreditnem procesu vse bolj neizogibna, saj neposredno vpliva na obseg tveganj in cenitev portfeljev.

Na podlagi teh spoznanj se odpirajo številne smeri za prihodnje raziskave. Prva je izvedba kvantitativne analize vpliva ESG na slovenskem in širšem regionalnem trgu. Potrebne so študije, ki bi na podlagi tržnih podatkov (najemnine, cene, certifikati) statistično preverile obstoj in obseg zelene premije ter rjavega diskonta. Pri tem je potrebno upoštevati omejitve majhnega trga in pomanjkanje certificiranega oziroma skladnega stavbnega fonda, kar predstavlja specifičen raziskovalni izziv.

Druga smer so komparativne študije po segmentih komercialnih nepremičnin, saj se razlike med pisarniškimi, industrijskimi in maloprodajnimi nepremičninami že kažejo kot bistvene. Nadaljnje raziskave bi lahko podrobneje razčlenile, kateri ESG dejavniki imajo največji vpliv v posameznem segmentu in kako se razlikuje percepcija med različnimi skupinami najemnikov in investorjev.

Tretja smer je analiza vpliva ESG na modele upravljanja tveganj v finančnih institucijah. Ker je bila v tej raziskavi potrjena omejena formalna integracija ESG dejavnikov v kreditne modele, bi bilo smiselno preučiti, kako banke in druge institucije v praksi prilagajajo svoje metodologije, da bi učinkovito vključile podnebna tveganja, regulatorne zahteve in dolgoročne tržne spremembe v kreditne odločitve.

Skupno gledano rezultati potrjujejo, da ESG skladnost prehaja iz obrobnega kriterija v ključen element odločanja na nepremičninskih in finančnih trgih. Čeprav slovenski trg zaradi svoje omejenosti zaostaja za nekaterimi večjimi evropskimi mesti, je jasno, da bodo prihodnji razvoj, zakonodaja in pričakovanja investorjev ter najemnikov ESG skladnost še naprej utrjevali kot standard v ocenjevanju in vrednotenju komercialnih nepremičnin.

LITERATURA IN VIRI

1. Aslan, A., Poppe, L. in Posch, P. (2021). Are Sustainable Companies More Likely to Default? Evidence from the Dynamics between Credit and ESG Ratings. *Sustainability*, 13(15).
2. Azizuddin, K. (2023, 13. oktober). *EU banking regulator pulls plug on 'green supporting factor'*. <https://www.responsible-investor.com/eu-banking-regulator-pulls-plug-on-green-supporting-factor/>
3. Bannier, C. E., Bofinger, Y. in Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and credit risk. *Finance Research Letters*, 44.
4. Barkham, R., Chin, H. in Whelan, J. (2023). *Strengthening Value Through ESG: Value of Environmental Building Features*. CBRE. <https://www.cbre.com/insights/books/strengthening-value-through-esg/value-of-environmental-building-features>

5. BCLP. (2023, 13. marec). *Greening Real Estate—Understanding The Green Premium In Corporate Real Estate M&A*.
<https://www.bclplaw.com/print/v2/content/1514507/greening-real-estate-understanding-the-green-premium-in-corporate-real-estate-manda.pdf>
6. Bharadwaj, G. (2025, 13. februar). *BMS and ESG Goals: A Guide for Real Estate Professionals. Know Your Building* [objava na blogu].
<https://knowyobuilding.com/bms-and-esg-goals-a-guide-for-real-estate-professionals/>
7. BNP Paribas. (2021). *The ESG Global Survey*.
<https://securities.cib.bnpparibas/app/uploads/sites/3/2021/09/the-esg-global-survey-2021.pdf>
8. Bonacorsi, L., Cerasi, V., Galfrascoli, P. in Manera, M. (2024). ESG Factors and Firms' Credit Risk. *Journal of Climate Finance*, 6.
9. Bornhauser, F. in Vasadi, J. (2024). *Global ESG due diligence+ study 2024*. KPMG.
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2024/06/esg-due-diligence-study-2024.pdf>
10. Braun, V. in Clarke, V. (2022). *Thematic analysis: A practical guide*. SAGE.
11. Brogi, M., Lagasio, V. in Porretta, P. (2022). Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance awareness as a potential credit risk mitigation factor. *Journal of International Financial Management in Accounting*, 33(3), 522–547.
12. Camilleri, L. (2024). *The EU's green agenda: An analysis of green finance efforts to date and expectations for the new EU Green Bond Standard* (diplomsko delo), University of Malta. <https://www.um.edu.mt/library/oar/handle/123456789/126365>
13. Castren, O. in Russo, R. (2024). Green-Supporting Factors, Brown-Penalising Factors and the Prudential Framework. *European Banking Authority Research Paper*, 19.
14. Castro, A. in Jones, K. (2023). *ESG in the real estate finance industry*. The Bartlett School of Sustainable Construction.
15. CBRE. (2021, oktober). *ESG and Real Estate: The Top 10 Things Investors Need to Know*. <https://www.cbre.com/insights/reports/esg-and-real-estate-the-top-10-things-investors-need-to-know>
16. CBRE. (2022, oktober). *Green Is Good: The Enduring Rent Premium of LEED-Certified U.S. Office Buildings*. <https://www.cbre.com/insights/viewpoints/green-is-good-the-endurance-of-the-rent-premium-in-leed-certified-us-office-buildings>
17. CBRE. (2024). *Real Estate Market Outlook 2024*. <https://www.cbre.de/en-gb/insights/books/germany-real-estate-market-outlook-2024/esg>
18. CBRE. (2025). *European Lender Intentions Survey 2025*.
<https://www.cbre.com/insights/reports/european-lender-intentions-survey-2025>
19. CDP. (2023, 20. september). *Navigating Sustainability Reporting: ESRS and ISSB Explained* [YouTube]. <https://www.youtube.com/watch?v=9A4rzkP6zFE>
20. Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D. in Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4), 303–327.

21. Code of Federal Regulations. (2022). *17 CFR § 230.405—Definitions of terms*. <https://www.govinfo.gov/app/details/CFR-2022-title17-vol3/CFR-2022-title17-vol3-sec230-405>
22. Corfe, S. in Pardoe, L. (2022). *Investing in social value. The Social Market Foundation*. <https://www.smf.co.uk/wp-content/uploads/2022/03/Investing-in-social-value-March-2022-2.pdf>
23. Deepki. (2023). *Real Estate ESG Index—Energy performance in Europe. Index ESG*. <https://index-esg.com/>
24. EEMI. (2018). *Energy Efficient Mortgages: A greener future for Europe – EEMI*. <https://energyefficientmortgages.eu/energy-efficient-mortgages-a-greener-future-for-europe/>
25. EFRAG in GRI. (2023, avgust). *EFRAG-GRI Joint Statement of Interoperability*. <https://efrag.sharefile.com/share/view/s459956b01c6841298f78e5031759ca6e/fo8ed338-4c5e-4502-823b-88009818b85a>
26. Eichholtz, P., Kok, N. in Quigley, J. M. (2010). Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings. *American Economic Review*, 100(5), 2492–2509.
27. Feng, Z. in Wu, Z. (2021). ESG Disclosure, REIT Debt Financing and Firm Value. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1–35.
28. Fiorini, R. (2023). *Why banks need to evolve their approach to climate and ESG risk. SAS*. https://www.sas.com/en_us/insights/articles/risk-fraud/why-banks-need-to-evolve-their-approach-to-climate-and-esg-risk.html
29. Fisher, J., El Hayek, H., Champa, J., Wallis, J., Towell, B., Pyke, C. in Zaleski, S. (2024, 5. november). *Financing Transformation: A Guide to Green Building for Green Bonds and Green Loans*. <https://www.usgbc.org/resources/financing-transformation-guide-green-building-green-bonds-and-green-loans>
30. Fuerst, F. in McAllister, P. (2011). Green Noise or Green Value? Measuring the Effects of Environmental Certification on Office Values. *Real Estate Economics*, 39(1), 45–69.
31. Ganz, E. (2024, 12. junij). *Embracing the future: Approaches to ESG in real estate valuation*. https://www.ey.com/en_ch/insights/real-estate-hospitality-construction/embracing-the-future-approaches-to-esg-in-real-estate-valuation
32. Georgetown University. (2025, 3. februar). *Sustainability Sells: How Greener Buildings Attract Premium Tenants and Higher Rents. Steers Global Real Assets* [objava na blogu]. <https://globalrealassets.georgetown.edu/insight/sustainability-sells/>
33. Gow, C. (2023, 24.marec). *How is the ESG real estate loan market evolving?* <https://www.cbre.co.uk/insights/articles/how-is-the-esg-real-estate-loan-market-evolving>
34. GRESB. (2025). *Real Estate Assessment*. <https://www.gresb.com/nl-en/real-estate-assessment/>

35. GRI. (2022, 27. februar). *The materiality madness: Why definitions matter*. <https://www.globalreporting.org/media/r2oojx53/gri-perspective-the-materiality-madness.pdf>
36. Gurfel, H. (2024). *The Economic Case for Sustainability*. CBRE IM [objava na blogu]. <https://www.cbreim.com/sustainability/the-economic-case-for-sustainability>
37. IFRS. (2024). *IFRS - Who uses IFRS Accounting Standards?* <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>
38. JLL. (2023, november). *The business case for making buildings more sustainable*. <https://www.jll.com/en-us/insights/the-commercial-case-for-sustainable-buildings.html>
39. JLL. (2024, 13. marec). *How sustainability-conscious tenants are assessing new space*. <https://www.jll.com/en-us/insights/how-sustainability-conscious-tenants-are-assessing-new-space.html>
40. KPMG. (2022). *Survey of Sustainability Reporting 2022*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf>
41. KPMG. (2025). *ESG Risk in the Credit Book*. <https://kpmg.com/ch/en/insights/esg-sustainability/sustainable-finance/esg-risk-credit-book.html>
42. Liaw, K. T. (2024). Benefits of Property Assessed Clean Energy Programs and Securitization of Property Assessed Clean Energy Loans. *Commodities*, 3(4), 421–430.
43. Liu, N., Zhao, Y., Yan, B. in Hutchison, N. (2025). Tenants' ESG: Influence on preferences and rent premiums for green buildings in commercial real estate. *Journal of Property Research*, 1–35.
44. LMA. (2024). *Guidelines for Sustainability Linked Loans financing Bonds*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/Guidelines-for-Sustainability-Linked-Loans-financing-Bonds-June-2024.pdf>
45. Markiewicz, K. (2024). *Banks can save the world by unlocking climate finance*. JLL [objava na blogu]. <https://www.jll.com/en-uk/insights/banks-can-save-the-world-by-unlocking-climate-finance>
46. Mason, S. (2024, 22. maj). *ESG Compliance Guide 2024*. AuditBoard [objava na blogu]. <https://www.auditboard.com/blog/esg-compliance>
47. Miles, M. E., Haney, R. L. in Berens, G. (with Urban Land Institute). (1996). *Real estate development: Principles and process* (2. izd.). Urban Land Institute.
48. Miles, M. E., Netherton, L. M. in Schmitz, A. (2015). *Real estate development: Principles and process* (5. izd.). Urban Land Institute.
49. OECD. (2022a). *ESG ratings and climate transition: An assessment of the alignment of E pillar scores and metrics*. <https://doi.org/10.1787/2fa21143-en>
50. OECD. (2022b). *Real estate finance and climate transition: Market practices, challenges and policy considerations*. <https://doi.org/10.1787/fa86b326-en>

51. Ormond, V. (2021, 29. september). *Green building value: Do green-rated buildings add a premium to sales price?*. <https://www.knightfrank.com/research/article/2021-09-29-green-building-value-do-green-rated-buildings-add-a-premium-to-sales-price>
52. Osborn, C. in Nelson, J. (2024, september). *Comparing sustainability standards and regulations: ESRS, IFRS S1/S2, SEC Climate Rule, and CA SB 253/261*. https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/reports/comparison_table_update_v4_pluse.pdf
53. Persson, A. (2025). *EPBD – Energy Performance Of Buildings Directive*. *Anthesis Global*. <https://www.anthesisgroup.com/regulations/epbd-energy-performance-of-buildings-directive/>
54. Reitmeier, L. (2024, 12. julij). *Evolving drivers of ESG integration in bank credit risk assessments*. *CETEx*. <https://cetex.org/publications/evolving-drivers-of-esg-integration-in-bank-credit-risk-assessments/>
55. RICS. (2022, januar). *Sustainability and ESG in commercial property valuation and strategic advice*. https://www.rics.org/content/dam/ricsglobal/documents/standards/january2022_sustainability_and_esg_guidance_note.pdf
56. RICS. (2024). *RICS sustainability report 2024*. https://www.rics.org/content/dam/ricsglobal/documents/reports/RICS-Sustainability-Report_2024_Final.pdf
57. Rodríguez, D., Sandoval, M. P. in Posada, C. (2023, 22 avgust). *Use-of-proceeds and sustainability-linked financing: Key differences*. <https://cms.law/en/col/publication/use-of-proceeds-and-sustainability-linked-financing-key-differences>
58. Scherrenberg, J., Wessels, P. in Nelisse, P. (2024). *The future of real estate valuations: The impact of ESG*. *RICS*. <https://www.rics.org/content/dam/ricsglobal/documents/latest-news/WBEF-ESG-and-valuation-2024.pdf>
59. Serafeim, G. (2020, oktober). *Social-Impact Efforts That Create Real Value*. *Harvard Business Review*, 38–48.
60. Sonali, D. (2022, junij). *ESG - The Future of Financing for Sustainable Infrastructure*. *IPE Journal of Management*, 12(1), 104–123.
61. Stokes, R. (2022, 1. julij). *Perspectives Paper: Defining in Estimating Social Value*. *International Valuation Standards Council* [objava na blogu]. <https://ivsc.org/perspectives-paper-defining-estimating-social-value/>
62. Svet EU. (2024, 1. september). *Basel III: Mednarodni regulativni okvir za banke*. <https://www.consilium.europa.eu/sl/policies/basel-iii/>
63. Textintel. (2025). *Transkriptor: Transcribe Audio to Text* [Programsko orodje]. <https://transkriptor.com>
64. Thoma, J. in Hilke, A. (2018, april). *The Green Supporting Factor*. <https://sustainablefinanceobservatory.org/wp-content/uploads/2018/04/The-Green-Supporting-Factor.pdf>

65. Tran, W. (2023, 27. marec). *The value of sustainability*. <https://www.jll.com/en-sea/newsroom/the-value-of-sustainability.html>
66. UNFCCC. (2018, 29. november). *The Paris Agreement—Publication*. <https://unfccc.int/documents/184656>
67. United Nations. (2004). *Who Cares Wins: Connecting the Financial Markets to a Changing World (The Global Compact)*. https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf
68. World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future*. <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>
69. Whelan, T., Atz, U., Holt, T. V. in Clark, C. (2021). *ESG and financial performance*. <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/about/departments-centers-initiatives/centers-of-research/center-sustainable-business/research/research-initiatives/esg-and-financial-performance>

PRILOGE

Priloga 1: Vprašalnik

Tabela 1: Raziskovalna vprašanja in vprašanja empirične raziskave

Raziskovalno vprašanje	Vprašanje empirične raziskave	Cilj
Ali investitorji v ESG skladne komercialne stavbe dosegajo višje razmerje med najemnino in stroški gradnje ter vzdrževanja?	Kakšna je povprečna premija za ESG-skladne komercialne stavbe v primerjavi z neskladnimi na trgu?	Pridobiti podatke o višinah najemnini, ki bi pokazali, ali ESG skladnost prinaša višje prihodke.
	Ali so dodatni gradbeni stroški za ESG-skladne stavbe nadomeščeni z višjimi najemnini ali nižjimi stroški vzdrževanja?	Razumeti, ali so višji začetni stroški kompenzirani z dolgoročnimi koristmi.
	Ali zaznavate zeleno premijo ali rjavi diskont pri tržnem vrednotenju ESG-skladnih komercialnih nepremičnin? Če obstaja razlika, kolikšna je po vaši oceni? Ali se učinek razlikuje glede na segment (pisarne, logistika, trgovina)?	Raziskati razlike med pojavom zelene premije in rjavega diskonta
Imate investitorji v ESG skladne projekte pri posojilodajalcih ugodnejše pogoje financiranja?	Ali projekti, ki dosegajo višje ESG standarde ali skladnost z EU taksonomijo, pridobijo ugodnejše pogoje financiranja?	Ugotoviti, ali obstajajo finančne prednosti, kot so nižji stroški financiranja.
	Ali so ESG dejavniki, kot so certifikati, EU Takonomija ali CO ₂ odtis, vključeni v vaše notranje kreditne modele ali ocenjevanje tveganja?	Razumeti, katere standarde ESG posojilodajalci upoštevajo pri odločanju.
	Ali ponujate posebne »zelene« ali »sustainability-linked« produkte financiranja in kakšna so merila za pridobitev takšnih posojil?	Raziskati ponudbo in razširenost zelenih dolžniških produktov.

se nadaljuje

Tabela 1: Raziskovalna vprašanja in vprašanja empirične raziskave (nad.)

Raziskovalno vprašanje	Vprašanje empirične raziskave	Cilj
Kateri dejavniki vplivajo na povpraševanje po ESG skladnih nepremičninah?	Kateri dejavnike najpogosteje navajajo najemniki kot razlog za izbiro ESG-skladnih nepremičnin?	Identificirati ključne motive najemnikov, kot so nižji stroški energije ali ugled.
	Kako vplivajo trenutne evropske regulative na povpraševanje po ESG-skladnih nepremičninah?	Razumeti vpliv regulativnega okvira, zlasti evropskih direktiv, na odločitve trga.
	Ali je lokacija še vedno primarni dejavnik pri odločanju najemnikov za ESG-skladne stavbe v primerjavi z zelenimi certifikati ali drugimi trajnostnimi elementi?	Ugotoviti, kako širši tržni trendi, kot je rast trajnostnih investicij, vplivajo na povpraševanje.

Vir: lastno delo.

Priloga 2: Vzorčni prepis intervjuja

The following excerpt represents a sample from the conducted interviews; full transcripts are available from the author upon reasonable request.

August 1, 2025, 8:10AM

INTERVIEWEE I-7

JOB TITLE: Director – Real estate financing

SECTOR: Real estate financing, project financing

COUNTRY: Austria

I-0 (0:04): So as the first question I've set the following one, if the additional construction costs for ESG compliant buildings are offset by the higher rents or lower maintenance costs. In your opinion. If you cover basically the additional cost of construction with the higher rents.

I-7 (0:27): Mhm. Yeah, this depends, I would say on... that depends a little bit on the asset class. And uh... and from this point of view, partially yes, because for example in office you would, I would say you can achieve a higher rent when you have a super green ESG compliant building compared in residential I would a little bit doubt if you really can increase the rent much more...

I-0 (1:09): Yes, but we are mainly here talking about the commercial real estate, so we can maybe just skip the residential part.

I-7 (1:15): OK.

I-0 (1:19): When we are just talking about the premium, do you expect the value premium for the ESG compliant buildings to shrink over time as they are becoming more and more the market standard; And if this discount will for non compliant buildings increase? As the regulations and the investor expectations are really on the rise on the topic. So is it more likely that the premium is shrinking or the discount is getting bigger and bigger?

I-7 (2:04): So if we talk about commercial real estate, let's focus on office, I would say this discount on the value will be more relevant in the future. Because in commercial real estate are... two points. On the one hand, the tenants are looking for more and more office space which is also compliant with their ESG goal, and secondly also from the investors in commercial building it is more and more requested to have a portfolio which is more ESG compliant, and so the investors interest to invest in the commercial buildings which are green will become higher. Therefore the value of these buildings will remain stable or even increase, depending on other factors, on the other hand, the buildings which are not meeting these requirements will struggle and therefore face devaluation.

I-0 (3:18): Mhm.

I-7 (3:24): My opinion.

I-0 (3:25): OK, maybe if we jump into the topics of the finance and loans, in which situations and from which perspective does the ESG scoring become a relevant factor when applying for a loan? Do you have these parameters already in the model for the calculation of interest and risk rates, or are they yet to come?

I-7 (3:55): Yeah, yes, we have it. We have it. We regularly consider the ESG performance, when it comes to our pricing calculation, and actually different components are influencing this ESG performance. The main two are, I would say; one is the cost of risk. Because we have also in our scoring model several questions about the ESG performance, and depending on the answers you will get a better or less good ESG score. And the level of this score, the ESG score influences the cost of risk, and the cost of risk influences the margin. And secondly, the cost of liquidity. So, if I say it in short, if it is ESG compliant, yes, there is a premium on the cost of liquidity, not a big one, but actually there is some.

I-0 (5:13): OK, but can you just... regarding the first point you mentioned, can you just describe what kind of questions you ask the investor regarding the ESG? Do you look for a certificate, or are you following the EU Taxonomy?

I-7 (5:38): Well, all right. Maybe I have to split it again. The basic question which I consider for the cost of risk, we have a long ESG questionnaire. There are a lot of detailed questions about the performance of the building. Starting from the location, every building, energy efficiency, energy consumption, CO2 emissions, physical risks... So, when it comes to wind, water, and so on, those are the questions we ask in the ESG risk assessment, and this will then influence the ESG risk factor, the ESG score, as we call it, and this influences the cost of risk. That's the first part. The second thing is, we also ask for certificates, so external certificates LEED or BREEAM, and also the EU Taxonomy, and thirdly we also ask... this is, these are two things we ask for, when it comes to the use of proceeds approach. So, when we look what you finance, we ask for mainly these two things. And this doesn't have an influence on the cost of risk, but internally we are promoting those projects which meet these components. So, that's the third part. So we have as cost of risk, cost of liquidity and maybe we have also this promotion mechanism where the certificate and even better the EU Taxonomy alignment is getting involved.

I-0 (7:23): OK, great, thank you. Because we just talked about the loans, do you link them then to some investment product, and are you aware of the SFDR Article 8 and 9 funds, I saw that your bank has quite some funds, investment funds... and is any one of them focused just on the ESG and real estate?

I-7 (8:19): Yes, we do that. We have several. So when it comes to real estate, there are different, different bonds where we are using real estate assets as collateral, so the asset-backed securities. And currently most, by far most is the classic covered bond programme, which is simply backed by real estate assets. It's not... so the majority of these bonds are still not having the ESG component. But obviously there are also the green bonds available. You mentioned that before. And there we can also use those assets which meet

certain ESG criteria, mainly there it is also about the certificates which we mentioned before, we can use them there also. We have it in Eastern Europe with our subsidiaries in one of the other countries and so we are doing that there as well.

I-0 (9:29): What about?... When we were talking about the ESG score in the models, do you see any trend arising, let's say that in Northern Europe the banks are already using the ESG score in the scoring models? Because I got the feeling in the previous interviews that the banks, more from the south-east side of Europe, haven't yet implemented the ESG scoring into the scoring models. Do you think we can conclude that Northern Europe is more advanced on the topic of ESG?

I-7 (10:24): It's a very general, very broad question, and I would not, I would not say in general that this... you can be sure that I didn't have the detailed data and looked in; really say that this assumption would hold true, but what I read some months ago is about the green asset ratio. This is the ratio of assets which the banks are holding in their balance sheets, and which are fully aligned with the EU Taxonomy. This is then called the green asset ratio, the so-called GAR ratio. And there I really got the conclusion. In one article it was mentioned that more the Nordics and also more, I think it was all from the Benelux countries. So Belgium, Luxembourg and Netherlands, are more advanced on that. So maybe, that's why they are doing a little bit more than we or than other southern and eastern European countries. So, therefore yes, but in general I cannot, I cannot, I don't know all the scoring models of all the other banking institutions. But yeah. So I cannot say yes or no, but I understand your assumptions, and regarding the green asset ratio, I had the same impression as you.

I-0 (12:07): Mm-hmm. Maybe I just have one more question going a little bit back. Can you maybe tell me what is the weight of the ESG score compared, let's say to the equity, because I guess the equity is the biggest weight here in the interest rate calculation, I would say, and what is the maximum, the maximum score or the weight you can get if you are totally above the standard and compliant with the ESG.

I-7 (12:59): I would say the importance is increasing. Currently it is not yet very important. So it is, I would say, the influence is in the single-digit area, so below 10%. So if you have... So from this point of view, the influence on the project rating, that was your question, it's not yet that important, but the assumption is that it will become more important in the future. Currently it is still much more about the cash flow, mainly. So the cash flow generation of the building is definitely by far the biggest component of the risk compared to the loan, and the proper debt service coverage you have to ensure during the whole long period.

I-0 (13:56): The next question would be about the sustainability-linked financing - do you practice this and maybe the difference between this and the conventional loan regarding how you assess the risk there?

I-7 (14:14): Yes, we do that as well. We do that as well. The risk or what is the question?

I-0 (14:19): Yes, how do you assess the risk in the sustainability-linked financing? Because it is quite hard to assess, I would say...

I-7 (14:32): It just depends. So, first, we spoke before about the use of proceeds. We spoke about projects where we finance a specific purpose, which is then green or not green, or certified or EU Taxonomy aligned or not. Now we speak about the sustainability-linked financing. We do that as well. So, that is the second chapter that we don't look strictly on the purpose which is financed, but we look on the company which is financing, and the performance of the company, the performance of the portfolio which they are most probably dealing with and doing. So, we do that as well, and there...

I-0 (15:18): And you set the goals together which they have to reach?

I-7 (15:24): Yes, yes, but it's either one or the other, it cannot be, it cannot... Usually it is not both. So, when you have, when you have, when you have sustainability-linked loans, you look more on the performance of the whole company, and about specific targets, you are completely right, and these targets you have to usually agree and discuss and negotiate with your client, that these targets are capable to be met in the future. Usually we do these transactions with quite big companies, which are generally already having a sustainability-linked loan framework, for example, where they have already specified certain targets for the performance of the whole company, then it is quite easy because we can refer to these targets, and these targets are usually also agreed by the second-party opinion. So, some external agency looked whatsoever, if these are realistic and have a certain effect. So, then it is for us, ... this would be a good opportunity to link our loan also to these corporate targets, and as long as they are on track, these targets are met, and therefore these sustainability-linked KPIs are also met, and we are happy.

I-0 (17:16): And what is the usual tenor of the sustainability-linked loans?

I-7 (17:23): Basically, yes, the tenor is basically depending on the bank, I would say, and how, what they are generally willing to provide. That's one thing. The second thing is how long these targets are usually set. Mainly these targets are not set for a longer period than maximum 10 years, I would say. Otherwise, I think it's very, it's not very serious to provide targets until 2040 or 2050. That's, you know, that cannot be proven by anyone. So, from our point of view, we are doing these loans with tenors of, or around five to seven years, I would say, and the targets are also in this range, yes, also until 2030, 2035, maximum 2040.

I-0 (18:20): And if we compare the interest rate in the use of proceeds and in the sustainability-linked financing, can we say that one is higher, one is lower? Or what is the usual relationship?

I-7 (18:32): The interest rate, we also promote these financings which are sustainability-linked, and there we talk about, yeah, around 10 basis points, which can be these financings from the interest rate of these, although the margin of these financings are lower than in the conventional financing.

I-0 (19:07): OK. For the next question I will maybe move now a little bit away from the financing topic and ask you about the other financial institutions; and how they are progressing to lead the way in the ESG real estate financing, and how they are adapting to the shift that is happening? And I'm mainly talking about, for example, the pension funds and the other institutional lenders which were usually the ones to finance the real estate at this early point.

I-7 (19:57): Yeah, basically, I cannot assess all our competitors or our financial institutions or the whole financial market. But in general, one has to consider that you have to differentiate a little bit between the bigger player and the very small player or very small banks, which are not yet having such a pressure to finance or increase the share of green financing within their balance sheets. But us and our competitors, so the bigger financial institutions, we definitely have ambitions and also targets to increase the share of green assets in the upcoming years, that's one thing, and also the big investment companies and pension funds and so on. Also, they have targets that their balance sheets become more green. Why? Because all of us, we have to publish already our annual reports, which are also CSRD compliant, so Taxonomy compliant. and therefore we have to have certain targets, therefore we have to meet them. So we have the pressure also to increase our green assets. So from this point of view, yes, there is the ambition, and I'm quite sure that this ambition will also stay on track and will not be deteriorated, although in these years, you know, some discussions also in this area, where one or the other might come to the conclusion that this will not be that important anymore, but I'm quite sure that it will remain unchanged important, mainly for the bigger financial institutions.

I-0 (21:59): Would you say that this demand for the ESG is more driven by the internal corporate sustainability goals, or by the regulatory pressure? Because I hear that many corporations are already quite ahead of the legislation. Or are they just preparing for what is coming?

I-7 (22:20): Uhm, I have to be honest, so. Yeah, I would say, and we as a bank as (CENSORED) we have been kind of first mover in these topics. We have been one of the first banks issuing these green bonds, mainly with our companies in Eastern Europe. We always believed and we still believe that this topic is important and it will become more important. In parallel to this, to the initiatives we started already quite early. The EU regulation also followed this track. And I'm quite sure that we and also other companies will follow that track, even if the regulation now slows down a little bit, and maybe reduces the pressure at this very moment a little bit. So I think it's both, both are very important. If the impression would be given that the regulator will never follow these topics, then maybe the pressure on the companies would reduce. But I don't think that the pressure will ease up. I think it will slow down, but it will come sooner or later. So from this point of view, here we go in a clear direction to go on the green track. I assume also the other companies will do that. And the question is how quick also the regulator will follow this. And so from this point of view, it is important that the regulator is also keeping this as an important topic, but the companies will follow that track and maybe be, yeah,

the one will be quicker and the other less quick. So from this point of view, it's an important topic which will be on the table also the next years.

I-0 (24:46): OK, thank you. I mean, in my opinion, we can wrap it up here, and I will like to really thank you for the willingness to come and to give me some of your time. And sorry if some of the questions were not formed or were asked a bit awkwardly because I'm quite new in this field...

I-7 (25:10): You're good.

I-0 (25:17): I mean, I had, I have background in civil engineering. I did a bachelor and then I kind of switched to the economics in the last two years, and I'm more and more interested in financing. So yeah I will see what the future brings, but either way, thank you for the willingness and patience.

I-7 (25:39): Thank you too. Yeah, it was. I think they were quite good question. They covered all the hot topics we are dealing with. So, so let's see how the future will be, and I think Corwin is a is a cool company, we are happy to to work with you and we're doing great projects, mainly in Bratislava and in in Prague and hopefully also in Ljubljana.

Priloga 3: Prevod vzorčnega prepisa intervjuja

Predstavljen izsek intervjuja služi kot vzorčni primer; celotni prepisi intervjujev so na voljo pri avtorju na utemeljeno zahtevo.

1. avgust 2025, 8:10

INTERVJUVANEC I-7

DELOVNO MESTO: Direktor – Financiranje nepremičnin

SEKTOR: Financiranje nepremičnin, projektno financiranje

DRŽAVA: Avstrija

I-0 (0:04): Torej kot prvo vprašanje sem zastavil naslednje: ali se dodatni gradbeni stroški za stavbe, skladne z ESG, izravnaajo z višjimi najemnini ali nižjimi stroški vzdrževanja. Po vašem mnenju. Če v bistvu pokrijete dodatne stroške gradnje z višjimi najemnini.

I-7 (0:27): Mhm. Ja, to je odvisno, bi rekel, od... to je malo odvisno od razreda sredstev. In z vidika tega, delno da, ker na primer pri pisarniških prostorih, bi rekel, da lahko dosežete višjo najemnino, če imate super zeleno stavbo, skladno z ESG, v primerjavi pri stanovanjskih pa bi malo podvomil, če res lahko najemnino veliko povečate...

I-0 (1:09): Da, ampak tukaj v glavnem govorimo o poslovnih nepremičninah, tako da lahko mogoče preskočimo stanovanjski del.

I-7 (1:15): V redu.

I-0 (1:19): Ko govorimo samo o premiji, ali pričakujete, da se bo vrednostna premija za stavbe, skladne z ESG, sčasoma zmanjšala, saj postajajo vse bolj tržni standard; In ali se bo ta diskont za neskladne stavbe povečal? Saj se predpisi in pričakovanja vlagateljev na tem področju res povečujejo. Torej, ali je bolj verjetno, da se premija zmanjšuje ali da postaja diskont vse večji?

I-7 (2:04): Torej, če govorimo o poslovnih nepremičninah, osredotočimo se na pisarne, bi rekel, da bo ta diskont pri vrednosti v prihodnosti bolj pomemben. Ker sta pri poslovnih nepremičninah... dve točki. Po eni strani najemniki iščejo vedno več pisarniških prostorov, ki so skladni tudi z njihovim ciljem ESG, in drugič, tudi od vlagateljev v poslovne stavbe se vse bolj zahteva, da imajo portfelj, ki je bolj skladen z ESG, in zato bo zanimanje vlagateljev za vlaganje v poslovne stavbe, ki so zelene, postalo večje. Zato bo vrednost teh stavb ostala stabilna ali se celo povečala, odvisno od drugih dejavnikov, po drugi strani pa bodo imele stavbe, ki ne izpolnjujejo teh zahtev, težave in se bodo zato soočale z razvrednotenjem.

I-0 (3:18): Mhm.

I-7 (3:24): Moje mnenje.

I-0 (3:25): V redu, morda, če se poglobimo v teme financ in posojil, v katerih situacijah in s katere perspektive postane ocena ESG relevanten dejavnik pri prijavi za posojilo? Ali že imate te parametre v modelu za izračun obrestnih in tveganih mer, ali še prihajajo?

I-7 (3:55): Ja, da, imamo ga. Imamo. Redno upoštevamo uspešnost ESG, ko gre za naš izračun določanja cen, in dejansko različne komponente vplivajo na to uspešnost ESG. Predvsem dve, bi rekel; ena je strošek tveganja. V našem modelu ocenjevanja imamo namreč tudi nekaj vprašanj o ESG uspešnosti in glede na odgovore boste dobili višjo ali nižjo ESG oceno. Stopnja te ocene vpliva na stroške tveganja, ti pa vplivajo na maržo. Druga komponenta so stroški likvidnosti. Torej, če povem na kratko, če je skladno z ESG, da, obstaja premija pri stroških likvidnosti, ne velika, ampak dejansko je nekaj.

I-0 (5:13): V redu, ampak ali lahko samo... glede na prvo točko, ki ste jo omenili, ali lahko samo opišete, kakšna vprašanja postavljate vlagatelju v zvezi z ESG? Ali iščete certifikat ali sledite taksonomiji EU?

I-7 (5:38): No, prav. Mogoče moram spet razdeliti. Osnovno vprašanje, ki ga upoštevam pri stroških tveganja, imamo dolg vprašalnik ESG. Obstaja veliko podrobnih vprašanj o uspešnosti stavbe. Začenši z lokacijo, vsako stavbo, energetske učinkovitostjo, porabo energije, emisijami CO₂, fizičnimi tveganji ... Torej, ko gre za veter, vodo in tako naprej, so to vprašanja, ki jih postavljamo pri ocenjevanju tveganj ESG in to bo nato vplivalo na dejavnik tveganja ESG, oceno ESG, kot jo imenujemo, in to vpliva na strošek tveganja. To je prvi del. Druga stvar je, da sprašujemo tudi o certifikatih, torej zunanjih certifikatih LEED ali BREEAM, pa tudi o taksonomiji EU, in tretjič sprašujemo tudi ... to je, to sta dve stvari, o katerih sprašujemo, ko gre za pristop uporabe izkupička. Torej, ko gledamo, kaj financirate, sprašujemo predvsem ti dve stvari. In to nima vpliva na stroške tveganja, vendar interno spodbujamo tiste projekte, ki izpolnjujejo te komponente. Torej, to je tretji del. Torej imamo stroške tveganja, imamo stroške likvidnosti in imamo tudi spodbujevalne mehanizme, kjer se upošteva certifikat in še boljše, usklajevanje z EU taksonomijo.

I-0 (7:23): V redu, super, hvala. Ker sva ravno govorila o posojilih, ali jih potem vežete na kakšen naložbeni produkt in ali ste seznanjeni s skladi SFDR 8. in 9. člena, videl sem, da ima vaša banka kar nekaj skladov, investicijskih skladov ... in ali je kateri usmerjen samo na ESG in nepremičnine?

I-7 (8:19): Da, to delamo. Imamo več. Torej, ko gre za nepremičnine, obstajajo različne, različne obveznice, kjer uporabljamo nepremičninska sredstva kot zavarovanje, torej z vrednostnimi papirji, kritimi s sredstvi. In trenutno je večina, daleč večina, klasičen program kritih obveznic, ki je preprosto krit z nepremičninskimi sredstvi. Ni ... Torej, večina teh obveznic še vedno nima komponente ESG. A očitno so na voljo tudi zelene obveznice. To ste omenili že prej. In tam lahko uporabimo tudi tista sredstva, ki izpolnjujejo določene kriterije ESG, predvsem gre tam tudi za certifikate, ki smo jih omenili prej, tam jih lahko uporabimo tudi. Imamo jih v vzhodni Evropi z našimi hčerinskimi podjetji v eni od drugih držav in tako da to počnemo tudi tam.

I-0 (9:29): Kaj pa?... Ko smo govorili o oceni ESG v modelih, ali vidite, da se pojavlja kakšen trend, recimo, da v severni Evropi banke že uporabljajo oceno ESG v modelih ocenjevanja? Ker sem v preteklih intervjujih dobil občutek, da banke, bolj z jugovzhodne strani Evrope, še niso implementirale točkovanja ESG v modele ocenjevanja. Ali menite, da lahko zaključimo, da je severna Evropa naprednejša na področju ESG?

I-7 (10:24): To je zelo splošno, zelo široko vprašanje in ne bi, ne bi rekel, da je na splošno to ... lahko ste prepričani, da nisem imel podrobnih podatkov in pogledal v; res reči, da bi ta predpostavka držala, vendar kar sem prebral pred nekaj meseci, je glede razmerja zelenih sredstev. To je razmerje sredstev, ki jih imajo banke v svojih bilancah in so v celoti usklajena s taksonomijo EU. To se potem imenuje razmerje zelenih sredstev, tako imenovano razmerje GAR. In tam sem res dobil zaključek. V enem članku je bilo omenjeno, da so bolj nordijske in tudi bolj, mislim, da je bilo vse iz držav Beneluksa. Torej Belgija, Luksemburg in Nizozemska, so bolj napredne pri tem. Zato morda, zato delajo malo več kot mi ali kot druge južne in vzhodnoevropske države. Torej, zato da, ampak na splošno ne morem, ne morem, ne poznam vseh modelov ocenjevanja vseh drugih bančnih institucij. Ampak ja. Torej ne morem reči da ali ne, ampak razumem vaše predpostavke in glede na razmerje zelenih sredstev sem imel enak vtis kot vi.

I-0 (12:07): Mm-hmm. Mogoče imam samo še eno vprašanje, če se malo vrnem nazaj. Mi lahko morda poveste, kakšna je teža ocene ESG v primerjavi, recimo, z lastniškim kapitalom, ker mislim, da je lastniški kapital tukaj v izračunu obrestne mere največja teža, bi rekel, in kakšna je največja, največja ocena ali teža, ki jo lahko dobite, če ste popolnoma nad standardom in skladni z ESG.

I-7 (12:59): Rekel bi, da pomembnost narašča. Trenutno še ni zelo pomembna. Torej je, bi rekel, vpliv v območju enomestnih števil, torej pod 10%. Torej, če imate... Torej z vidika tega, vpliv na oceno projekta, to je bilo vaše vprašanje, še ni tako pomemben, ampak predpostavka je, da bo v prihodnosti postal pomembnejši. Trenutno je še vedno veliko bolj predvsem denarni tok. Torej, ustvarjanje denarnega toka stavbe je vsekakor daleč največja komponenta tveganja v primerjavi s posojilom in ustreznim servisiranjem dolga, ki ga morate zagotoviti v celotnem dolgem obdobju.

I-0 (13:56): Naslednje vprašanje bi bilo o financiranju, povezanem s trajnostjo - ali to izvajate in morda razlika med tem in običajnim posojilom glede na to, kako ocenjujete tveganje tam?

I-7 (14:14): Da, to delamo tudi. To delamo tudi. Tveganje ali kakšno je vprašanje?

I-0 (14:19): Da, kako ocenjujete tveganje pri financiranju, povezanem s trajnostjo? Ker je kar težko oceniti, bi rekel...

I-7 (14:32): Samo odvisno. Torej, najprej, govorili smo prej o uporabi izkupička. Govorili smo o projektih, kjer financiramo poseben namen, ki je potem zelen ali ni zelen, ali je certificiran ali je usklajen s taksonomijo EU ali ne. Zdaj govorimo o financiranju, povezanem s trajnostjo. To delamo tudi. Torej, to je drugo poglavje, da ne gledamo strogo

na namen, ki se financira, ampak gledamo na podjetje, ki financira, in uspešnost podjetja, uspešnost portfelja, s katerim najverjetneje ravna in se ukvarja. Torej, to počnemo tudi in tam ...

I-0 (15:18): In skupaj postavljate cilje, ki jih morajo doseči?

I-7 (15:24): Da, da, ampak je bodisi eno bodisi drugo, ne more biti, ne more ... Običajno nista oba. Torej, ko imate, ko imate, ko imate posojila, povezana s trajnostjo, gledate bolj na uspešnost celotnega podjetja in o določenih ciljih, imate popolnoma prav, in o teh ciljih se morate običajno dogovoriti in jih razpravljati in se pogajati s svojo stranko, da so ti cilji sposobni biti izpolnjeni v prihodnosti. Običajno te transakcije izvajamo z dokaj velikimi podjetji, ki na splošno že imajo okvir posojil, povezanih s trajnostjo, na primer, kjer so že določili določene cilje za uspešnost celotnega podjetja, potem je dokaj enostavno, ker se lahko sklicujemo na te cilje in ti cilji so običajno dogovorjeni tudi s strani mnenja druge stranke. Torej, neka zunanja agencija je karkoli pogledala, če so ti realistični in imajo določen učinek. Torej, potem je za nas, ... to bi bila dobra možnost, da naše posojilo povežemo tudi s temi cilji podjetja in dokler so na pravi poti, so ti cilji izpolnjeni in zato so izpolnjeni tudi tisti KPI-ji, povezani s trajnostjo, in smo srečni.

I-0 (17:16): In kaj je običajna doba posojil, povezanih s trajnostjo?

I-7 (17:23): V bistvu, ja, doba je v bistvu odvisna od banke, bi rekel, in kako, kaj so na splošno pripravljene zagotoviti. To je ena stvar. Druga stvar je, kako dolgo so ti cilji običajno postavljeni. Predvsem ti cilji niso postavljeni za daljše obdobje kot največ 10 let, bi rekel. V nasprotnem primeru mislim, da je zelo, ni zelo resno zagotavljati cilje do leta 2040 ali 2050. To je, veste, to ne more dokazati vsak. Torej, z našega vidika, delamo ta posojila z desetimi ali približno pet do sedem let, bi rekel, in cilji so tudi v tem razponu, ja, tudi do 2030, 2035 največ 2040.

I-0 (18:20): In če primerjamo obrestno mero pri uporabi izkupička in pri financiranju, povezanem s trajnostjo, ali lahko rečemo, da je ena višja, druga nižja? Ali kakšno je običajno razmerje?

I-7 (18:32): Obrestna mera, tudi spodbujamo ta financiranja, ki so povezana s trajnostjo, in tam govorimo o, ja, približno 10 bazičnih točk, ki so lahko ta financiranja iz obrestne mere teh, čeprav je marža teh financiranj nižja kot pri konvencionalnem financiranju. I-0 (19:07): V redu. Za naslednje vprašanje se bom morda zdaj malo oddalil od teme financiranja in vas vprašal o drugih finančnih institucijah; in kako napredujejo pri vodenju v financiranju nepremičnin ESG in kako se prilagajajo premiku, ki se dogaja? In govorim predvsem o, na primer, pokojninskih skladih in drugih institucionalnih posojilodajalcih, ki so običajno bili tisti, ki so financirali nepremičnine na tej zgodnji točki.

I-7 (19:57): Ja, v bistvu, ne morem oceniti vseh naših konkurentov ali naše finančne institucije ali celotnega finančnega trga. Ampak na splošno je treba upoštevati, da morate malo razlikovati med večjim igralcem in zelo majhnimi igralci ali zelo majhnimi bankami, ki še nimajo takega pritiska za financiranje ali povečanje deleža zelenega

financiranja znotraj svojih bilanc. Toda mi in naši konkurenti, torej večje finančne institucije, imamo vsekakor ambicije in tudi cilje, da v prihodnjih letih povečamo delež zelenih sredstev, to je ena stvar, in tudi velike investicijske družbe in pokojninski skladi in tako naprej. Tudi oni imajo cilje, da bodo njihove bilance postale bolj zelene. Zakaj? Ker vsi mi moramo že objavljati svoja letna poročila, ki so tudi skladna s CSRD, torej skladna s taksonomijo. in zato moramo imeti določene cilje, zato jih moramo izpolniti. Torej imamo pritisk tudi, da povečamo naša zelena sredstva. Torej z vidika tega, da, obstaja ambicija in sem precej prepričan, da bo ta ambicija tudi ostala na pravi poti in ne bo poslabšana, čeprav so v teh letih, veste, nekatere razprave tudi na tem področju, kjer bi eden ali drugi lahko prišel do zaključka, da to ne bo več tako pomembno, vendar sem prepričan, da bo ostalo nespremenjeno pomembno, predvsem za večje finančne institucije.

I-0 (21:59): Bi rekli, da je to povpraševanje po ESG bolj vodeno z notranjimi cilji podjetij glede trajnosti ali z regulativnim pritiskom? Ker slišim, da so številna podjetja že kar pred zakonodajo. Ali se samo pripravljajo na to, kar prihaja?

I-7 (22:20): Hm, moram biti iskren, torej. Ja, rekel bi, in mi kot banka kot (CENZURIRANO) smo bili nekakšen prvi gibalec v teh temah. Bili smo ena prvih bank, ki je izdala te zelene obveznice, predvsem z našimi podjetji v vzhodni Evropi. Vedno smo verjeli in še vedno verjamemo, da je ta tema pomembna in da bo postala pomembnejša. Vzporedno s tem so pobude, ki smo jih začeli že kar zgodaj. Tudi regulativa EU je sledila tej poti. In prepričan sem, da bomo mi in tudi druga podjetja sledili tej poti, tudi če se bo regulativa zdaj malo upočasnila in morda zmanjšala pritisk v tem trenutku malo. Torej mislim, da je oboje, oboje zelo pomembno. Če bi se ustvaril vtis, da regulator nikoli ne bo sledil tem temam, bi se morda zmanjšal pritisk na podjetja. Ampak ne mislim, da bo pritisk popustil. Mislim, da se bo upočasnil, vendar bo prišel prej ali slej. Torej, z vidika tega, tukaj gremo v jasno smer, da gremo po zeleni poti. Predvidevam, da bodo to storila tudi druga podjetja. In vprašanje je, kako hitro bo temu sledil tudi regulator. In tako od tega pogleda, je pomembno, da regulator tudi to ohranja kot pomembno temo, ampak podjetja bodo sledila tej smeri in morda, ja, eden bo hitrejši in drugi manj hiter. Torej, z vidika tega, je to pomembna tema, ki bo na mizi tudi naslednja leta.

I-0 (24:46): V redu, hvala. Mislim, po mojem mnenju lahko tukaj zaključimo in se vam želim res zahvaliti za pripravljenost, da ste prišli in mi posvetili nekaj svojega časa. In oprostite, če nekatera vprašanja niso bila oblikovana ali so bila zastavljena nekoliko nerodno, ker sem kar nov na tem področju ...

I-7 (25:10): Dobri ste.

I-0 (25:17): Mislim, imam inženirsko ozadje. Končal sem dodiplomski študij in potem sem v zadnjih dveh letih nekako prešel na ekonomijo in me vedno bolj zanima financiranje. Torej, ja, bom videl, kaj prinaša prihodnost, ampak v vsakem primeru, hvala za pripravljenost in potrpežljivost.

I-7 (25:39): Hvala tudi vam. Ja, bilo je... Mislim, da so bila kar dobra vprašanja. Pokrila so vse vroče teme, s katerimi se ukvarjamo. Torej, pogledjmo, kakšna bo prihodnost in mislim, da je Corwin super podjetje, z veseljem sodelujemo z vami in delamo odlične projekte, predvsem v Bratislavi in Pragi in upajmo tudi v Ljubljani.