

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERLJIVOST ESG OCEN IN HARMONIZACIJA
METODOLOGIJ**

Ljubljana, marec 2022

SARA GAVRANIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Sara Gavranic, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Primerljivost ESG ocen in harmonizacija metodologij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Alešem Berkom Skokom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila 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 poskrbela, 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 plagiatstvo – 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 plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila 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.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ESG OCENE in agencije	3
1.1 Panoga ponudnikov ESG ocen	5
1.2 Princip trajnostnega razvoja.....	5
1.3 Izzivi in divergenca ESG ocen.....	6
1.4 Delitev ponudnikov ESG ocen	9
1.4.1 Oblikovanje metodologij ponudnikov ESG ocen.....	11
1.4.2 Najpogosteje uporabljeni ESG faktorji.....	13
1.4.3 Primerjanje ESG ocen različnih ponudnikov	14
2 KORELACIJSKI KOEFICIENTI MED ESG OCENAMI	16
2.1 Korelacijski koeficienti celotne ESG ocene	18
2.2 Korelacijski koeficienti posameznih komponent ESG ocene	19
2.3 Dejavniki nizkih korelacijskih koeficientov	22
3 NADGRADNJA SISTEMA OCENJEVANJA.....	24
3.1 Ciljni in namen skupne metodologije	24
3.2 Raziskovalno vprašanje	25
3.3 Oblikovanje skupne metodologije in model ocenjevanja	25
3.4 Metodologija ponudnika RobecoSAM	27
3.5 Dodeljevanje novih ESG ocen s prvo kombinacijo uteži	28
3.6 Korelacijski koeficienti.....	28
3.7 Analiza korelacijskih koeficientov	29
3.8 Dodeljevanje novih ocen z drugo kombinacijo uteži.....	29
4 SPREMINJANJE ESG OCEN V ČASU.....	30
4.1 Spremembe v poudarkih pomembnosti kategorij in indikatorjev.....	31
4.2 Analiza razlik v ocenah za izbran nabor vrednostnih papirjev	32
5 NASVETI ZA BOLJŠO PRIMERLJIVOST ESG OCEN.....	44
5.1 Uporaba pridobljenih rezultatov	46

5.2 Prednosti ESG politike in skupne metodologije.....	46
SKLEP.....	48
LITERATURA IN VIRI	50
PRILOGE	1

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava glavnih značilnosti metodologij treh agencij	13
Tabela 2: ESG ocene treh agencij za pet podjetij.....	15
Tabela 3: Korelacijski koeficienti celotne ESG ocene.....	18
Tabela 4: Korelacijski koeficienti komponente E	19
Tabela 5: Korelacijski koeficienti komponente S	20
Tabela 6: Korelacijski koeficienti komponente G.....	21
Tabela 7: Primerjava intervalov povprečnih ocen za vse tri ponudnike	22
Tabela 8: Korelacijski koeficienti simulacij ESG ocen	28
Tabela 9: Korelacijski koeficienti simulacij ocen z večjim razponom med utežmi.....	30

KAZALO SLIK

Slika 1: Investicije v okoljsko, socialno in upravljalno odgovorne produkte kot del profesionalno upravljanih sredstev (2012–2018).....	3
Slika 2: Divergence med ocenami večjih podjetij.....	8
Slika 3: Naraščanje priljubljenosti agencij.....	10
Slika 4: Metodologija agregiranja ocene RobecoSAM agencije	11
Slika 5: Pristranskost ocen na podlagi velikosti podjetja.....	16
Slika 6: Nedoslednost matrik pri ocenjevanju okoljske komponente	24
Slika 7: ESG ocene podjetja Borgwarner med leti 2016 - 2019	34
Slika 8: ESG ocene podjetja Essity med leti 2016 in 2020	35
Slika 9: Prvi primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Poraba vode podjetja Essity).....	36
Slika 10: ESG ocene podjetja Home Depot med leti 2016 in 2020	37
Slika 11: ESG ocene podjetja Procter & Gamble med leti 2016 in 2020	38
Slika 12: Drugi primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Kvantitativno poročanje o skrbi za okolje podjetja Procter & Gamble).....	39
Slika 13: ESG ocene podjetja Siemens med leti 2016 in 2020	40
Slika 14: Tretji primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Število novozaposlenih žensk v podjetju Siemens).....	41
Slika 15: ESG ocene podjetja Sonova Holding med leti 2016 in 2020.....	42

Slika 16: Četrty primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Podatki o količini odpadkov podjetja Sonova)	43
--	----

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Nabor vrednostnih papirjev za izračun korelacijskih koeficientov.....	1
Priloga 2: Simulacija ESG ocen z utežmi ponudnika RobecoSam	3
Priloga 3: Simulacija ESG ocen z utežmi ponudnika Bloomberg.....	5
Priloga 4: Simulacija ESG ocen z utežmi metodologiji ponudnika Sustainalytics	7

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

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

ESG – (angl. Environmental, Social, and Governance); Okoljska, socialna in upravljavška odgovornost

E – (angl. Environmental); Okoljska

G – (angl. Governance); Upravljavška

S – (angl. Social); Socialna

UVOD

V zadnjih desetih letih lahko opazimo znatno rast števila investicij v podjetja, ki v ospredje svojega poslovanja postavljajo trajnostni razvoj, odgovorno ravnanje z okoljem, skrb za svoje zaposlene in urejeno ter kredibilno mrežo vodenja. Nefinančni dejavniki, ki jih označimo s pojmom okoljski, družbeni in vodstveni dejavniki (angl. Environmental, Social and Governance, v nadaljevanju ESG), so postali pomemben pokazatelj konkurenčnih prednosti podjetja. V skladu s trendom se povečuje tudi število vlagateljev in delničarjev, katerim so vedno bolj pomembne vrednote, ki sovpadajo z varovanjem okolja, trajnostnim razvojem in skrbjo za dobrobit zaposlenih v podjetju. Takšni vlagatelji in delničarji se poleg finančnih indikatorjev pri ocenjevanju podjetja osredotočajo tudi na zgoraj omenjene nefinančne indikatorje (Feifei & Ari, 2020).

Pritisk na razkritje nefinančnih dejavnikov podjetij s strani investorjev je vse večje. Da bi se investitorji lažje odločali, katero podjetje deluje v skladu z njihovo naložbeno strategijo, pa so se oblikovale agencije, ki dodeljujejo podjetjem ocene. ESG, ki jih dodeljujejo številne agencije, so se oblikovale kot odgovor na pritiske s strani vlagateljev in njihove želje po razkrivanju uspešnosti implementacije trendov odgovornega poslovanja, ki deluje v skladu s trajnostnim razvojem (Lopez, Contreras, Bendix & Joseph, 2020).

Panoga ponudnikov ESG ocen pa je izredno raznolika. Vsaka izmed agencij, ki ponujajo ESG ocene, ima svojo metodologijo ocenjevanja, svoje zajemanje podatkov in svoj način oblikovanja zaključne ocene. Zaradi tega so ocene različnih agencij med seboj neprimerljive, divergence pa so velike. V ozadju ocenjevanja so tudi številni subjektivni dejavniki, ki jih agencije javno ne razkrivajo. Vsi razlogi vodijo v problematiko odločanja za investitorje. Zaradi neprimerljivosti ocen in nerazkritja informacij o metodi dodeljevanja ocen, investitorji na podlagi ocen ne morejo zaznati, katera podjetja dejansko delujejo v skladu z njihovimi vrednotami in naložbeno strategijo.

Tržni udeleženci so zaradi različnih metodologij in ocenjevanja skeptični. Ankete, oblikovane s strani agencije Sustainalytics so pokazale, da se investitorji pri svojem odločanju o naložbah opirajo na ocene agencij, a so v večini primerov zaskrbljeni, ali posamezna ocena odraža njihove vrednote in naložbeno strategijo, medsebojno primerjanje ocen pa jim predstavlja velik izziv. Nekonsistentnost in neprimerljivost ocen sta med tržnimi udeleženci povzročili zmedenost, hkrati pa sta postali velika ovira za prihodnji razvoj vlaganja v podjetja, ki delujejo v skladu s trajnostnim razvojem (Lopez, Contreras, Bendix & Joseph 2020).

V magistrskem delu sem se osredotočila na problematiko različnih metodologij, ki jih agencije uporabljajo za ocenjevanje podjetij. Namen magistrskega dela bo dokazati, da bi skupna metodologija ocenjevanja pripomogla k boljši medsebojni primerljivosti ocen in zmanjšala zmedenost tržnih udeležencev, saj bi ti imeli boljši vpogled v sistem ocenjevanja

in oblikovanja ocene ter bi se posledično lažje odločali za naložbe, ki so v skladu z njihovo naložbeno strategijo.

V magistrskem delu sem na podlagi ESG ocen treh različnih agencij (RobecoSAM, Sustainalytics in Bloomberg) za nabor vrednostnih papirjev izračunala korelacije med ocenami omenjenih agencij. Nizki korelacijski koeficienti potrjujejo dejstvo, da so ocene med seboj neprimerljive. Razlike med izbranimi agencijami temeljijo na podlagi metodologij, različnih uteži, ki jih agencije dajejo posamezni komponenti ocene in na podlagi zajemanja podatkov. Na podlagi obstoječe literature sem nato obrazložila korelacijske koeficiente in razloge za njihovo vrednost. V tretjem delu sem se osredotočila na poenotenje metodologije za ocenjevanje posameznega podjetja. Pred ponovnim izračunom korelacijskih koeficientov sem podjetjem dodelila nove ocene, ki bodo temeljile na uporabi obstoječe metodologije in indikatorjev agencije RobecoSAM ob upoštevanju predpostavk, da ima vsaka izmed izbranih agencij pri ocenjevanju svoje preference usmerjene v svojo E, S in G komponento. Na podlagi novo dodeljenih ocen sem za izbran nabor ponovno izračunala korelacije med ocenami in ovrgla oziroma potrdila raziskovalno vprašanje, ali bi skupna metodologija pripomogla k medsebojni primerljivosti ocen.

Cilji magistrskega dela so: preučiti obstoječo literaturo s področja nekonsistentnosti, nekredibilnosti in medsebojne neprimerljivosti ESG ocen; na podlagi korelacijskih koeficientov dokazati, da so dejstva o neprimerljivosti, ki jih navaja literatura, resnična; da bi skupna metodologija kljub različnim preferencam agencij pripomogla k temu, da bi se vlagatelji učinkoviteje in lažje odločali o svojih naložbah in podati nekaj smernic, ki bi omogočile boljši vpogled v panogo ponudnikov, ki dodeljujejo ocene ter v njihovo delo.

Magistrsko delo se deli na teoretični ter empirični del. Teoretični del obsega prvo poglavje, ki poda teoretično osnovo za lažje razumevanje problematike panoge ESG ponudnikov. V teoretičnem delu je opisana in razložena sama panoga ponudnikov ESG ocen, izzivi panoge, divergence ocen in obstoječe metodologije izbranih agencij. V teoretičnem delu so opredeljeni tudi indikatorji, ki so najpogostejše uporabljeni s strani agencij in ki jih največ agencij uporablja za ocenjevanje posameznega podjetja. Empirični del je razdeljen na tri poglavja. Drugo poglavje (prvo poglavje empiričnega dela) obsega izračun korelacij med tremi agencijami za izbran nabor vrednostnih papirjev in vključuje razlago dejavnikov nizkih korelacijskih koeficientov. Tretje poglavje pa je namenjeno poenotenju metodologij in ponovnemu izračunu ocen za izbran nabor podjetij za vse tri agencije. Vključuje tudi podanalizo izračuna korelacijskih koeficientov za novo dodeljene ocene, podanaliza pa omogoča potrditev oziroma zavrnitev mojega raziskovalnega vprašanja. V četrtem poglavju je vključena analiza spreminjanja ESG ocen v času, kjer na podlagi obstoječe literature najprej preučim, kako so se v zadnjih desetih letih spreminjali poudarki, ki jih posamezne agencije dajejo kategorijam E, S in G, nato pa za izbran nabor preučim razlike med ocenami v času. V zadnjem poglavju podam smernice za oblikovanje metodologije ocenjevanja in opredelim prednosti skupne metodologije za vse akterje trga. Ugotovitve magistrskega dela povzamem v sklepu.

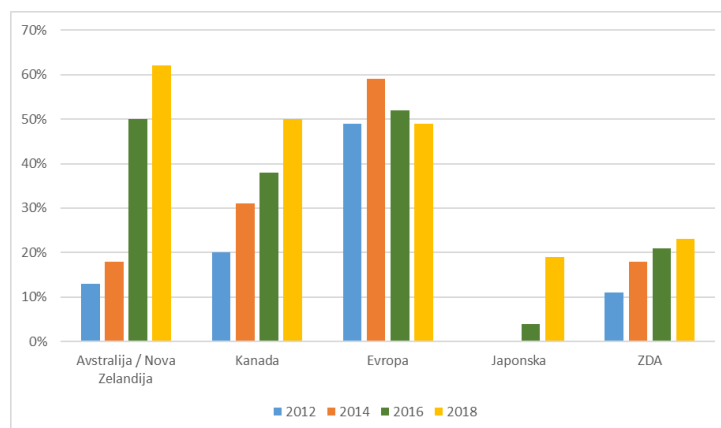
1 ESG OCENE IN AGENCIJE

Pomembnost nefinančnih dejavnikov podjetij pri ocenjevanju s strani investorjev se je v preteklih desetih letih pomembno povečala. Iz tega naslova so se razvile tudi agencije, ki na podlagi nefinančnih dejavnikov oblikujejo ESG ocene. Agencije delujejo kot posrednik med podjetjem in investitorji, o njihovem delovanju in načinu ocenjevanja pa je znanega malo. Pomanjkanje konvergence in podatkov o delovanju agencij vzbuja vprašanje, ali pomanjkljivosti panoge ponudnikov ESG ocen prevladujejo nad prednostmi (Mooij, 2017).

Rast povpraševanja po ESG ocenah in investicijah v podjetja, ki delujejo okoljsko in socialno odgovorno, v zadnjih letih močno raste. Kljub temu so raziskave pokazale, da zasebni investitorji in upravljalci premoženja ESG naložbe obravnavajo kot orodje za obvladovanje tveganj in ne kot politiko investiranja, ki jo zasledujejo, ker imajo preference usmerjene v zeleno ekonomijo. Investitorji se še vedno odločajo na podlagi donosov, nefinančni dejavniki (predstavljeni v obliki ESG ocen) pa so orodje, s katerim investitorji lažje identificirajo tveganja, ki jih predstavlja podjetje (Kuzmina & Lindemane, 2017).

Kljub temu da se na trgu še ni oblikovalo kolektivno razumevanje pojma ESG, pa si akterji trga pojem v grobem razlagajo kot način investiranja, ki v svoje analize pod drobnogled ne vzame le finančnih indikatorjev podjetja, ampak tudi nefinančne dejavnike, ki lahko na dolgi rok znatno vplivajo na vrednost podjetja. Kategorije, ki so zajete v pojem ESG, so postale pomemben generator oblikovanja portfeljev. Global Sustainable Investment Alliance – mednarodna agencija, ki se ukvarja z zbiranjem in analiziranjem podatkov po svetu, je dokazala, da se je vrednost sredstev naložb v podjetja, ki delujejo v skladu z ESG politiko in trajnostnim razvojem, povečala na 30 bilijonov dolarjev v začetku leta 2018, kar je za 34 % več kot v letu 2016. Investicijske strategije, ki vključujejo ESG kriterije, so tako postale pomemben del profesionalno upravljanih sredstev v številnih državah (Lopez, Contreras, Bendix & Joseph, 2020). Slika 1 prikazuje rast investicij po državah skozi leta.

Slika 1: Investicije v okoljsko, socialno in upravljalno odgovorne produkte kot del profesionalno upravljanih sredstev (2012–2018)



Prerejeno po Lopez, Contreras, Bendix & Joseph (2020, str. 3).

Na drugi strani se znatno povečuje tudi število podjetij, ki se na podlagi svojega poslovanja skušajo dokazati kot podjetja, ki delujejo v skladu s trendi trajnostnega razvoja (angl. Corporate Social Responsibility, v nadaljevanju CSR). Združenje pooblaščenih revizorjev (angl. Association of Certified Chartered Accountants) je dokazala, da vsaj 2000 podjetij širom sveta letno objavlja t.i. CSR poročila, v katerih javno objavlja podatke o vključenosti nefinančnih dejavnikov v svoje poslovanje (Scalet & Kelly, 2010).

Tendence k preoblikovanju iz klasičnega k odgovornemu poslovanju so prišle s strani regulative in novih zakonov, ki v ospredje postavljajo skrb za okolje, skrb za ljudi in dobre prakse znotraj podjetja. Poleg tega so bili pritiski na CSR poslovanje povzročeni tudi s strani potrošnikov in interesnih skupin, ki želijo ozvestiti gospodarstvo o nevarnostih, ki pretijo v primeru, če se podjetja med poslovanjem ne bodo osredotočala na nefinančne dejavnike (tako okoljske kot tudi socialne nevarnosti). Na trgu se tako pojavlja vse več organizacij, ki skušajo s svojim oglaševanjem in pričevanjem akterje gospodarstva prepričati v spremembo strategije poslovanja, ki bo sovpadala s trendi trajnostnega razvoja. Tendence so povzročile tudi spremembe v pričakovanjih in preferencah zaposlenih, ki se vse bolj zavedajo, da so dobri pogoji dela in delovno okolje njihova pravica (Panayiotou, Aravossis & Moschou, 2008, str. 130; Marquez & Fombrun, brez datuma).

ESG ocene so se oblikovale kot odgovor na nove oblike investicijskih politik, ki v ospredje postavljajo trajnostni razvoj. Oblika in struktura ocene nista jasno definirani, indikatorji, ki oceno generirajo, pa bi lahko ključno vplivali na vrednost podjetja na dolgi rok. Trendi nakazujejo, da se vrednost podjetja v veliki meri odraža tudi v neopredmetenih sredstvih, to vrednost pa investitorji prepoznajo na podlagi ESG ocen.

Okoljska (angl. Environmental, v nadaljevanju E) dimenzija meri vplive podjetja na naravo in ekosisteme, v grobem pa vključuje količino emisij (kot so toplogredni plini), učinkovito rabo naravnih virov v procesu proizvodnje, onesnaževanje in ravnanje z odpadki ter inovativne pristope pri oblikovanju okolju prijaznih proizvodov. Socialna (angl. Social, v nadaljevanju S) dimenzija zajema politiko, ki jo podjetje vodi do svojih zaposlenih, s svojimi strankami in družbo na splošno. V komponento je vključen trud podjetja za ohranjanje stabilnih odnosov z zaposlenimi, njihove zvestobe, kakovostnih delovnih pogojev, varnosti in zdravja ter možnosti izobraževanja in izpopolnjevanja. Na strani politike, ki jo podjetje vodi do svojih strank, je znotraj dimenzije vključena skrb za proizvodnjo kakovostnih in varnih proizvodov, podjetje pa mora pozitivno vplivati tudi na okolje, v katerem posluje ali ima svoj sedež. Upravljalna (angl. Governance, v nadaljevanju G) dimenzija vključuje politiko upravljanja podjetja, ki deluje v prid delničarjev (z upoštevanjem njihovih pravic in generiranjem vrednosti sredstev na dolgi rok), ima dobro zasnovano upravo (na čelu podjetja so izkušeni in izobraženi člani) ter se izogiba škandalom in nelegalnim praksam (kot so korupcija, razkrivanje notranjih informacij, prevare ...) (Matos, 2020).

1.1 Panoga ponudnikov ESG ocen

Agencije vrednotijo poslovanje podjetja v skladu s trajnostnim razvojem na podlagi svojih lastnih metodologij in zajemanja podatkov. Ker predstavljajo pomemben del finančnih trgov, se investitorji opirajo na njihove ocene in se na podlagi ocen tudi odločajo o svojih naložbah. Zaradi vpliva agencij na ostale akterje trga so postale pomemben dejavnik preučevanja ne le kot ekonomski akter, ampak tudi kot socialni akter, saj lahko agencije spremenijo preference in mnenja investorjev o posamezni naložbi. Da bi investitorji dobili kredibilne informacije o ocenah je, pomembno, da vsi akterji trga enako razumejo in definirajo pojme, ki so povezani s trajnostnim razvojem. V nasprotnem primeru lahko namreč pride do konfliktov interesov in nedoseganja želenih ciljev. Nepravilnost in netočnost informacij, ki jih agencije dajejo trgu, lahko rezultira v zamajanju zaupanja s strani akterjev trga tako v agencije in njihovo delo, kot tudi v delovanje podjetij v skladu s trendi trajnostnega razvoja (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Munoz-Torres, 2019, str. 1).

Panoga ESG ponudnikov je sestavljena iz številnih agencij, ki ponujajo bodisi generalne informacije o delovanju podjetij in njihovih nefinančnih indikatorjih (generirane v celotno oceno) bodisi specifične informacije, ki vrednotijo posamezno kategorijo znotraj ocene (npr. ocene o enakosti med spoloma znotraj podjetja). Posamezne agencije se pri ocenjevanju opirajo na različne indikatorje in kategorije, na trgu pa ne obstaja baza podatkov in informacij, na podlagi katerih bi se investitorji lahko informirali o tem, kako so zasnovane matrike in modeli, ki jih agencije uporabljajo za ocenjevanje. V letu 2020 je bilo identificiranih in prijavljenih kar 70 agencij oziroma podjetij, ki nudijo informacije o tem, kako uspešno podjetja implementirajo trende ESG poslovanja. Ker agencije in njihovo delo niso vrednotene na podlagi kredibilnosti informacij in natančnosti ocen, ni tendence po tem, da bi se informacije o načinu ocenjevanja tudi javno objavile (Feifei & Ari, 2020).

1.2 Princip trajnostnega razvoja

Princip trajnostnega razvoja je tesno povezan z ESG ocenami. Na nivoju podjetja je ta princip zajet v CSR, na širšem nivoju pa je pojem opredeljen kot skrb vseh subjektov gospodarstva za prihodnost planeta in ohranjanje planeta za prihodnje generacije. Pojem zajema skrb za ekosisteme (v besedo so zajeti ekosistemi v naravi in družba, ki jo oblikujemo ljudje) in njihovo dobrobit ter nemoteno delovanje v sedanjosti in prihodnosti (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Munoz-Torres, 2019, str. 7).

CSR pojem podjetju nalaga odgovornost, ki ne sovпада le z ekonomskimi zakoni, ampak v ospredje postavlja tudi dolgoročne cilje, ki prinašajo dobrobit za celotno družbo in izboljšajo kakovost življenja. Če podjetje deluje v skladu s CSR politiko, izpolnjuje moralne in etične norme glede skrbi za okolje in družbo kot celoto. Gre torej za to, da podjetje med poslovanjem v obzir vzame dobrobiti celotne družbe in ne le delničarjev in vodstva (Panayiotou, Aravossis & Moschou, 2008, str. 130).

Princip trajnostnega razvoja se izpostavlja v ospredje zaradi številnih razlogov, ki so si med seboj lahko tudi konkurenčni. Eden izmed razlogov so tendence s strani akterjev finančnih trgov (kot so preference investorjev in zahteve strank). Ker torej obstaja povpraševanje po CSR delujočih podjetjih in njihovih produktih, se povečanemu povpraševanju vse bolj približuje tudi ponudba.

Podjetja so, da bi zadovoljila povpraševanju, pripravljena prestrukturirati svoje poslovne modele in oblikovati izdelke, ki bo sovpadali s principom trajnostnega razvoja in trendi. Ta razlog napeljuje na dejstvo, da se je princip trajnostnega razvoja in CSR poslovanje oblikovalo zgolj zaradi finančnih kalkulacij in želje po dobičkih. Drugi izmed nasprotujočih si razlogov za vse večje preferiranje trajnostnega delovanja je sprememba v miselnosti ljudi. Želja po skrbi za prihodnje generacije naj bi bila gonilna sila za ponovno skrb za okolje s strani trenutnih generacij. Zaposleni v korporacijah si vse bolj prizadevajo, da bi bili zaposleni v podjetju, ki etično ravna z okoljem in ljudmi. Podjetja, ki delujejo v skladu s CSR trendi, imajo na podlagi raziskav bolj zadovoljne zaposlene. Sprememba v miselnosti ljudi torej ne izvira iz želje po dobičkih in izboljšanju finančnih indikatorjev, ampak iz želje družbe po ohranjanju narave in boljše zasnovanem družbenem sistemu. Razvoj principa trajnostnega razvoja je skupek človeških in institucionalnih motivov bodisi po dobičkih bodisi po ohranjanju okolja za prihodnje generacije (Scalet & Kelly, 2010, str. 73).

Obstoječa literatura definira štiri glavne principe trajnostnega razvoja. Prvi princip temelji na dejstvu, da je trajnostni razvoj multidimenzionalen in da mora biti med posameznimi dimenzijami koncepta doseženo ravnotežje. Na podlagi prvega principa mora obstajati ravnotežje med finančno, okoljsko in socialno dimenzijo. Ravnotežje dokazuje, da posamezna dimenzija ne prevladuje nad drugo in vse tri delujejo sinhrono. Drugi princip je vezan na doseganje trenutnih in prihodnjih ciljev ter skrbi za trenutne in prihodnje generacije. Pomembno je, da se med trenutnim poslovanjem v zakup vzame dolgoročne posledice, ki bi lahko negativno vplivale na prihodnje generacije. Tretji princip trajnostnega razvoja vključuje potrebe in želje delničarjev. Podobno kot pri drugem principu gre za vrednotenje trenutnih potreb delničarjev in negativnih posledic, ki bi jih te lahko pustile za prihodnje delničarje. Četrty princip pa temelji na pristopu vseživljenjskega cikla (angl. Life-Cycle Thinking), ki voditeljem daje odgovornost za oblikovanje zakonov, ki bi postavili jasne meje glede poslovanja podjetij. Na ta način bi že sama zakonodaja bistveno prispevala k temu, da bi tako podjetja kot tudi celotna družba posvojili trende trajnostnega razvoja in se z njimi naučili živeti in delovati (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Munoz-Torres, 2019, str. 8).

1.3 Izzivi in divergenca ESG ocen

Agencije, ki generirajo ESG ocene, so postale pomemben institucionalen akter finančnih trgov. Vpliv ocen se kaže tako, da se podjetja, ki so vključena v dodeljevanje ocen, dodatno trudijo izboljšati svoje poslovanje, da bi to še bolj sovpadalo s trendi trajnostnega razvoja in

ESG politiko. Podjetja z visoko ESG oceno imajo na dolgi rok višjo vrednost in so za investitorje bolj privlačna, saj odražajo vključenost nefinančnih dejavnikov v poslovanje.

Kljub temu da imajo ESG agencije pozitiven vpliv na gospodarstvo, obstajajo določeni izzivi. Panoga ESG ponudnikov ni enotno in sistematično oblikovana, zato obstajajo številne nejasnosti, akterjem trga pa se porajajo vprašanja glede oblikovanja samih ocen in njihove kredibilnosti. Ker v panogi ni prisotna normalizacija dodeljevanja ocen, investitorji ob pogledu na oceno ne vedo, kateri faktorji so jo generirali in kakšne so preference posamezne agencije. Ocene so tako dodeljene na podlagi subjektivnih zaznavanj in informacij, ki niso dostopne širši javnosti.

Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio in Munoz-Torres (2019) in Feifei in Ari (2020) so definirali pet glavnih izzivov dodeljevanja ocen, ki povzročajo divergence med ocenami:

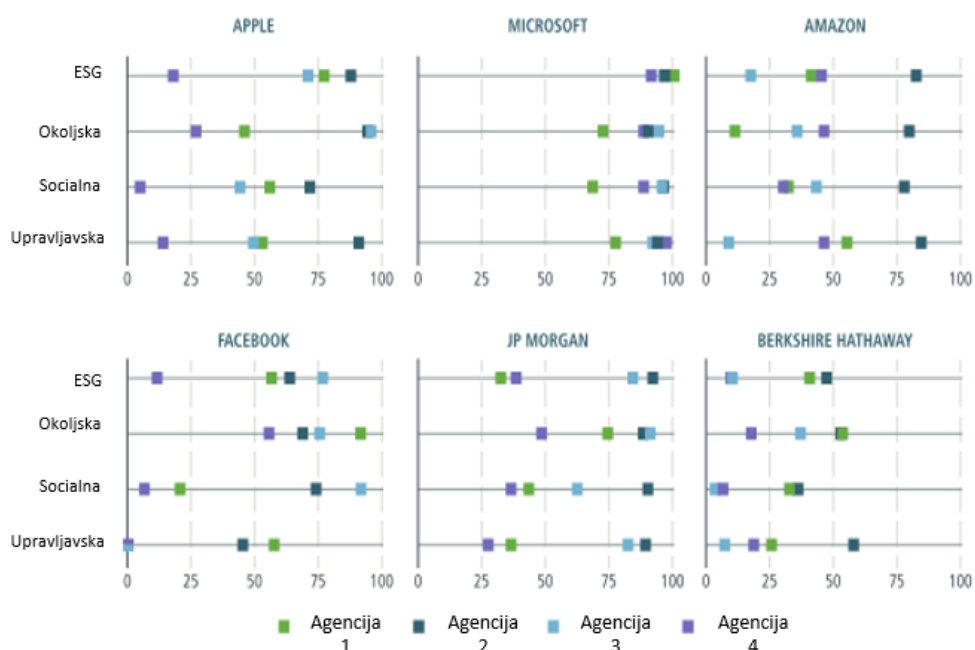
- Pomanjkanje transparentnosti, ki se kaže skozi pomanjkljivo razkrivanje informacij in objavljane javno dostopnih objav. Ponudniki ESG ocen javno ne razkrivajo kriterijev, ki so jih vključili v posamezno oceno. Zato je težko primerjati ESG ocene različnih agencij.
- Pomanjkanje skupnega ocenjevanja, ki se kaže tako, da agencije enak koncept vrednotijo na različne načine.
- Kompromis med kriteriji (angl. trade-off), kjer določena agencija posameznem kriteriju daje visoko utež, medtem ko druga agencija enakemu kriteriju daje nizko utež.
- Pomanjkanje skupne ocene, ki se kaže na način, da določena agencija oceno dodeli le komponentam E, S in G, ne izračuna pa tudi končne ESG ocene.
- Preference delničarjev, ki v določeni meri niso vključene v proces ocenjevanja podjetja s strani agencije. Zato so ocene s strani delničarjev nesprejemljive in neuporabne.

Izziv pomanjkanja transparentnosti ocen vključuje številne pristranskosti v dimenzijah. Geografska pristranskost se kaže preko tendence in pritiskov po uporabi evropskih standardov za dodeljevanje ocen, saj so ESG ocene v Evropi veliko bolj razvite. Druga pomembna pristranskost je pristranskost izbire. Investitorji se prej odločijo za naložbo v večja podjetja, saj imajo ta na razpolago več sredstev za generiranje poročil o svojem ESG napredku, medtem ko manjša podjetja ostanejo neopažena, saj o ESG načinu poslovanja ne obveščajo. V praksi se je večkrat izkazalo, da so bila manjša podjetja kljub pomanjkljivemu objavljanju informacij bolj usmerjena v poslovanje v skladu z ESG politiko in so imela na dolgi rok višje donose (Hawley, brez datuma, str. 5).

Tržnim subjektom se poraja vprašanje, kako agencije vrednotijo indikatorje, za katere ne obstajajo javno dostopne informacije. Nekateri ESG ponudniki upoštevajo pomanjkanje informacij kot negativni dejavnik podjetja in to podjetje slabo ocenijo, saj menijo, da podjetje skriva negativne informacije pred javnostjo. Drugi ponudniki na pomanjkanje informacij gledajo na način, da podjetje posluje v skladu s povprečnimi smernicami panoge. Z letnimi poročili se podjetja samovrednotijo, kar pomeni, da lahko manipulirajo

informacije, ki jih razkrijejo javnosti in agencijam. Obstoječa literatura dokazuje, da podjetja znotraj svojih letnih poročil niso javno objavila kar 90 % negativnih dogodkov. Poleg pomanjkljivih informacij vplivajo na divergenco ocen tudi različne uteži, ki jih agencije dajejo posamezni E, S in G komponenti in različne definicije posameznih indikatorjev, ki generirajo komponente ter celotno oceno (LaBella, Sullivan, Russell & Novikov, 2019, str. 2). Slika 2 prikazuje divergence ESG ocen šestih večjih podjetij, dodeljenih s strani štirih različnih ESG ponudnikov.

Slika 2: Divergence med ocenami večjih podjetij



Prirejeno po LaBella, Sullivan, Russell & Novikov (2019, str. 3).

Izzivi, zaradi katerih se pojavlja divergenca med ocenami agencij, se nanašajo tudi na oblikovanje matrik za generiranje ocene. V ocenjevanje E komponente so vključeni stroški in prednosti poslovanja podjetij v skladu s trajnostnim razvojem, te pa je izredno težko izmeriti. Na drugi strani je ocenjevanje S komponente še težje, saj so vanjo zajeti številni subjektivni dejavniki (kot je npr. počutje zaposlenih na delovnem mestu), ki so v veliki večini lahko tudi nepristranski. Dejavniki v S komponenti so odvisni tudi od kulture in okolja, v katerem podjetje posluje, zato je podjetja težko primerjati na nivoju socialne komponente. Ocenjevanje G komponente predstavlja velik izziv zato, ker je veliko škandalov in korupcije prikritih in javnost zanje nikoli ne izve (Ingo, 2020).

1.4 Delitev ponudnikov ESG ocen

Agencije, ki oblikujejo in podajajo ESG ocene podjetjem, so pomemben informativni akter na finančnih trgih. S pomočjo njihovih ocen se investitorji lažje odločajo, katera podjetja so glede na njihove preference bolj privlačna.

Ponudniki ESG ocen pa se delijo na podlagi različnih lastnosti. Glede na to, katere vire podatkov uporabljajo pri ocenjevanju podjetij, se delijo v tri kategorije.

V prvi kategoriji so fundamentalni ponudniki ESG ocen, ki za ocenjevanje uporabljajo javno dostopne podatke (zberejo jih iz letnih ESG poročil, novic, nevladnih organizacij, spletne strani podjetja ali drugih javnih objav). Vse javno objavljene podatke nato sistematično kategorizirajo in na njihovi podlagi oblikujejo ocene. Ti ponudniki v večini primerov ne generirajo končne ESG ocene, ampak investitorju ponudijo le ocene posameznih komponent E, S in G, hkrati pa za ocenjevanje ne uporabljajo svoje lastne metodologije. Dva ponudnika ocen, ki sodita v kategorijo fundamentalnih ponudnikov, sta Bloomberg in Thomson Reuters.

V drugo kategorijo na podlagi zajemanja virov sodijo celoviti ponudniki ESG ocen. Ti v svojo oceno zajamejo tako objektivne kot tudi subjektivne dejavnike, zbrane s celotnega ESG segmenta. Celoviti ponudniki za ocenjevanje uporabljajo svojo metodologijo in kombinirajo javno dostopne informacije in informacije, pridobljene na podlagi lastnih analiz (s pomočjo intervjujev, anket ...). Gre za ponudnike, ki poleg ocene posameznih komponent ponudijo tudi celotno ESG oceno. Dva ponudnika ocen, ki sodita v kategorijo celovitih ponudnikov, sta MSCI in Sustainalytics.

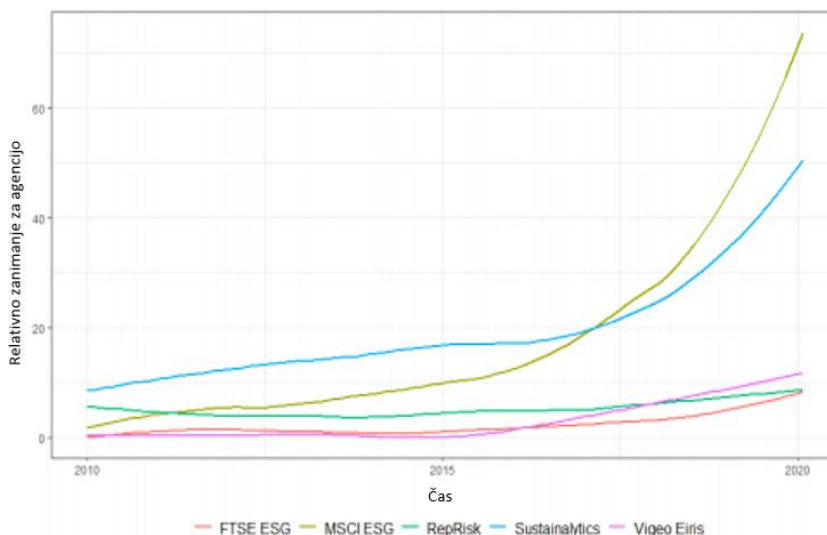
V tretjo kategorijo sodijo specializirani ponudniki, ki se pri ocenjevanju osredotočijo le na specifične ESG segmente. Odločijo se lahko, da bodo podjetja ocenjevali le na podlagi enakovrednosti med spoloma, izpustov toplogrednih plinov, onesnaževanja ali drugih segmentov. Osredotočanje na ocene specializiranih ponudnikov je koristno za investitorje, ki imajo specifične in jasno oblikovane preference glede ESG naložb. Dva ponudnika ocen, ki sodita v kategorijo specializiranih ponudnikov, sta TruCost (sedaj v lasti S&P Global) in The nonprofit Carbon Disclosure Project (Feifei & Ari, 2020).

Znotraj zgoraj omenjenih kategorij pa se agencije med seboj razlikujejo in delijo tudi na podlagi drugih dejavnikov. V grobem so torej kategorizirane na podlagi zajemanja podatkov in dodeljevanja celotne ocene oziroma ocene posameznih komponent, delijo pa se tudi na podlagi metodologij ocenjevanja, ocenjevalnih lestvic, preferenc pri ocenjevanju, dodeljevanja uteži itd.

Število ponudnikov ESG ocen vsako leto dodatno narašča. Nekateri med njimi so prevzeli vodstvo in skupaj vrednotijo večino podjetij na svetovni ravni, medtem ko so se nekateri manjši z združitvijo priključili večjim agencijam.

Svetovna banka je ponudnike ESG ocen razdelila v tri skupine. V prvo skupino sodijo tako imenovani »veliki igralci«, kjer so vključene vse velike agencije, ki se aktivno ukvarjajo z dodeljevanjem ESG ocen podjetjem. V to skupino sodijo ponudniki kot so MSCI, Bloomberg, S&P, Morningstar in drugi. V drugi skupini so tisti ponudniki, ki so se specializirali za analize in raziskave. V to kategorijo sodijo agencije kot so RepRisk, Vigeo Eiris, Covalence in drugi. Tretja skupina pa so tisti ponudniki, ki se pri svojim analizah osredotočajo le na specifičen segment. Raziskave in analize teh agencij imajo določen fokus, agencije pa jasno strategijo ocenjevanja. Analizirajo in vrednotijo le določene dele kategorije znotraj ene izmed E, S ali G komponent in ne ponujajo celotne ocene (npr. ocenijo, kako se podjetja spopadajo s podnebnimi spremembami ...). Agencije, ki sodijo v tretjo kategorijo, so ISS, TruCost in ostale (Bouyé & Menville, 2021, str. 7). Slika 3 prikazuje, katere agencije so med leti 2010 in 2021 postale vse bolj priljubljene pri vlagateljih, njihove ocene pa se uporabljajo pri oblikovanju portfeljev, analizah in raziskavah.

Slika 3: Naraščanje priljubljenosti agencij



Prirejeno po Bouyé & Menville (2021, str. 8).

Štirje glavni ponudniki ESG ocen so MSCI, Sustainalytics, RepRisk in ISS Environmental & Social QualityScore. Ti se med seboj razlikujejo tudi na podlagi ocenjevalnih lestvic. MSCI ponudnik najbolje kategorizirana podjetja oceni z AAA oceno, medtem ko najslabše kategorizirana podjetja oceni s CCC oceno. Na drugi strani ima Sustainalytics ponudnik oceno 100 kot najvišjo in 0 kot najnižjo, pri ocenjevanju pa se osredotoča na primerjanje podjetja s celotnim sektorjem oziroma panogo. RepRisk ponudnik ima najvišjo oceno AAA, najnižjo pa D, ISS Environmental & Social QualityScore pa ima najvišjo oceno 10, medtem ko najslabše kategorizirana podjetja oceni z 0 (Doyle, 2018, str. 7).

Glede na to, da so ocenjevalne lestvice med seboj različne, se ocen med seboj ne da primerjati, saj ni znano, ali je distribucija posameznih razredov lestvice med različnimi ponudniki enaka. Za ponudnika, ki ima ocenjevalno lestvico od 0 do 100 je jasno, kaj ocena

predstavlja in kam na intervalu je uvrščena. Za ponudnika, ki ponuja ocene od AAA do D, pa ni jasno in javno definirano ali AAA ocena predstavlja le zgornjih 10 % najboljših ali ta ocena predstavlja drugačen odstotek najboljših. Distribucija ocenjevalne lestvice ni javno objavljena, zaradi česar si investitor ne zna predstavljati, v kateri rang sodi posamezno podjetje.

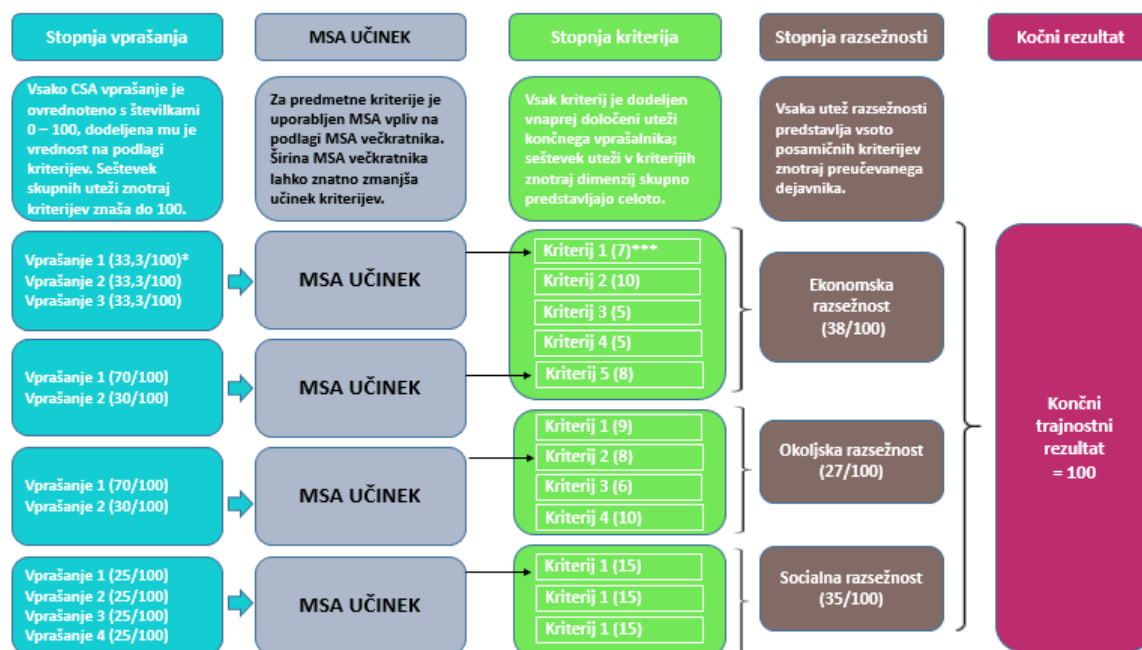
1.4.1 Oblikovanje metodologij ponudnikov ESG ocen

Ponudniki ESG ocen se med seboj bistveno razlikujejo tudi na podlagi metodologij za ocenjevanje podjetij. Matrike in modeli, ki jih uporabljajo za generiranje ocen, niso javno objavljeni, zato celoten postopek ocenjevanja ni znan.

V zadnjih nekaj mesecih so se nekateri ponudniki odločili, da bodo ob plačilu naročnine investitorjem pripravljeni razkriti več informacij o svoji metodologiji. Ta pristop še vedno ne reši težave neinformiranosti iz naslova metodologij, saj mali vlagatelji niso pripravljeni odšteti visokih zneskov, da bi dobili vpogled v te informacije. Plačilo za dostop do baze podatkov omogoča zgolj vpogled v ocene in uteži. Podrobne opise metodologij, ki so podkrepljene z modeli, ki jih agencije uporabljajo za izračun ESG ocen, pa niso na voljo.

Spodnja slika 4 prikazuje metodologijo in pot, po kateri agencija RobecoSAM oblikuje svoje ESG ocene. Prvi korak je pridobivanje odgovorov na vprašanja, ki jih zastavi podjetjem. V drugem koraku so ocene agregirane na podlagi matrik, ki na koncu dajo končno ESG oceno.

Slika 4: Metodologija agregiranja ocene RobecoSAM agencije



Prirejeno po RobecoSAM (brez datuma, str. 4).

RobecoSAM agencija, ki je bila kupljena s strani S&P Global, podjetja vrednoti relativno glede na panogo znotraj katere posluje. Njihova metoda zbiranja podatkov je pošiljanje specifičnih vprašalnikov podjetjem, ki morajo ob podajanju svojih odgovorov te podkrepiti z ustreznimi dokazi in dokumenti (RobecoSAM, brez datuma).

Agencija RobecoSAM na podlagi odgovorjenih vprašalnikov izbere tista podjetja, katerih odgovori sovpadajo z dobrimi praksami ESG politike. Vsako vprašanje ima svojo utež, odgovori pa so nato agregirani in seštet v kriterije. Na naslednji ravni so kriteriji (vsak s svojo utežjo) ponovno seštet in agregirani v dimenzije. Dimenzije so po istem vzorcu nato agregirane na skupno maksimalno končno ESG oceno. Poleg vprašalnikov se agencija sklicuje tudi na medije in novice, na podlagi katerih definira, ali so bila podjetja vključena v razne škodne okoljevarstvene, socialne ali vodstvene dogodke (RobecoSAM, brez datuma).

Javno dostopne so le določene informacije o oblikovanju in generiranju ocen. Bloomberg kot eden izmed večjih ponudnikov generira letne ocene podjetij, zbira pa javno dostopne podatke (razbere jih iz letnih poročil, javnih novic, spletnih strani ...). Vsi podatki so standardizirani in preverjeni, v oceno pa je zajetih okrog 120 indikatorjev, ki vključujejo okoljske, socialne in vodstvene dejavnike. Njihova ocena je odraz uspešnosti razkrivanja informacij s strani podjetja (Huber, Comstock, Polk & LLP, 2017).

Eden izmed večjih ponudnikov ESG ocen je tudi agencija Thomson Reuters. Njihova metodologija ocenjevanja vključuje več kot 400 matrik in več kot 20 indikatorjev v osmih različnih kategorijah. Njihov znanstveni pristop vključuje tehnike verjetnostnega programiranja, kompleksni procesi ocenjevanja pa na koncu generirajo oceno. Vsaka izmed kategorij je utežena na podlagi tega, koliko različnih indikatorjev jo sestavlja. Več kot je indikatorjev znotraj kategorije, višjo utež ima (Thomson Reuters, brez datuma).

MSCI kot eden izmed večjih ponudnikov ESG ocen svoje ocene generira na podlagi panoge, znotraj katere podjetje posluje. Pri ocenjevanju se osredotoča na specifične dejavnike, tveganja in priložnosti, ki so pomembni znotraj posamezne dejavnosti. Podatke za ocenjevanje zajema skozi javno dostopne objave, osredotoča pa se tudi na medije, akademske članke, regulatorne in vladne vire ter ostale. Vsi podatki in informacije so nato agregirani s pomočjo umetne inteligence (MSCI, brez datuma a; MSCI, brez datuma b).

Sustainalytics kot eden izmed pomembnih akterjev na trgu ponudnikov ESG ocen se pri ocenjevanju osredotoča na glavne ESG indikatorje in tveganja, ki izhajajo iz njih. Njihova metodologija se osredotoča na dodeljevanje ocen trem glavnim komponentam E, S in G, indikatorji, ki so razporejeni v posamezne kategorije, pa se spreminjajo na podlagi dejavnosti. Glede na panogo, znotraj katere ocenjevano podjetje posluje, so dodeljene tudi uteži za posamezno komponento. Vsaka panoga ima vsaj 70 indikatorjev za ocenjevanje, ti pa so kategorizirani na podlagi treh dimenzij. Prva dimenzija predstavlja pripravljenost vodstva in angažiranost, da podjetje vodi v skladu z ESG politiko. Druga dimenzija zajema pripravljenost podjetja, da ustrezno razkrije informacije o vodenju ESG politike, tretja

dimenzija pa obsega njihove kvantitativne in kvalitativne rezultate iz naslova vodenja ESG politike (Huber, Comstock, Polk & LLP, 2017).

V empiričnem delu magistrskega dela sem za izračun korelacijskih koeficientov uporabila ocene treh agencij. Spodnja tabela primerja glavne značilnosti metodologij agencij RobecoSAM, Bloomberg in Sustainalytics.

Na podlagi tabele 1 vidimo, da so vse tri izbrane agencije enotne glede ocenjevalne lestvice in intervala dodeljevanja ocene. Razlike se kažejo pri zbiranju podatkov za generiranje posameznih ocen in v številu ter izboru indikatorjev. Vse dodeljujejo tudi različne uteži, ki se pri določenih agencijah dodeljujejo glede na dejavnost, v kateri podjetje posluje, pri drugih pa so določene na podlagi neznanih dejavnikov.

Tabela 1: Primerjava glavnih značilnosti metodologij treh agencij

	ROBECOSAM	SUSTAINALYTICS	BLOOMBERG
Ocenjevalna lestvica	0–100 (v %), primerjanje znotraj posamezne panoge	0–100 (v %), primerjanje znotraj posamezne panoge	0–100 (v %)
Interval dodeljevanja ocene	enkrat letno	enkrat letno	enkrat letno
Zbiranje podatkov	pošiljanje specifičnih vprašalnikov podjetjem, novice v medijih	poročila podjetij, novice, pregledi podjetij	direkten kontakt s podjetjem, javne objave, mediji, poročila, spletne strani podjetij
Število indikatorjev	indikatorji se razlikujejo na podlagi panoge (vsaj 70 indikatorjev v posamezni panogi)	indikatorji se razlikujejo na podlagi panoge (vsaj 70 indikatorjev v posamezni panogi)	skupno 120 indikatorjev v E, S in G kategoriji (ocene so dodeljene na podlagi uspešnosti razkrivanja informacij)

Vir: lastno delo.

1.4.2 Najpogostejše uporabljeni ESG faktorji

Razlike v ocenah različnih ESG agencij niso posledica le različnih modelov in metod za ocenjevanje, ampak tudi uporabe različnih indikatorjev za dodelitev ocen podjetjem. Nekatere izmed agencij indikatorje kategorizirajo in jih na podlagi vsebine uvrstijo v E, S in

G dimenzijo, medtem ko druge dodelijo splošno oceno, brez da bi najprej opredelile oceno posamezne dimenzije. Poleg tega se pri nekaterih agencijah indikatorji razlikujejo na podlagi panoge, znotraj katere podjetje posluje, medtem ko imajo druge agencije skupne indikatorje za vse panoge (Billio, Costopla, Hristova, Latino & Pelizzon, 2020).

Kljub uporabi različnih indikatorjev so nekateri med njimi takšni, ki se pogosto pojavljajo pri večini agencij. V dimenziji E se velikokrat pojavljajo indikatorji, kot so skrb za biodiverziteto, poraba energije, vodenje okoljevarstvene politike, boj proti podnebnim spremembam, ekonomska uporaba vode, količina izpustov toplogrednih plinov, skrb za ločevanje odpadov in uporaba odpadkov, ranljivost podjetja na ekstremne vremenske razmere, skrb za podtalne vode in drugi. Znotraj S dimenzije se pogosto pojavljajo indikatorji, kot so skrb za pravice potrošnikov, odnosi s strankami, varovanje osebnih podatkov strank, klima znotraj podjetja, vlaganje v raziskave in razvoj, odnosi z delničarji in dobavitelji, ravnanje s človeškim kapitalom, kakovost in varnost proizvodov in drugi. Znotraj G dimenzije pa so najpogostejši indikatorji vezani na skrb in proces ustrezne revizije in upoštevanja računovodskih standardov, poslovna etika in bonton, uspešno planiranje, struktura lastništva, javno objavljane podatke in informacije o podjetju, lobiji in politična struktura, sestava vodstva in drugi (Ingo, 2020, str. 323).

1.4.3 Primerjanje ESG ocen različnih ponudnikov

Agencije, ki dodeljujejo ESG ocene, se pri ocenjevanju opirajo na lastne preference. Ker zagovarjajo različne pristope ocenjevanja in uporabo različnih modelov, so ocene različnih agencij za isto podjetje lahko zelo različne.

Tako kot agencije, pa tudi vlagatelji vsak na svoj individualen in subjektiven način definirajo pojem trajnostnega vlaganja. Subjektivnost in heterogene definicije ESG pojma pa vodijo v to, da so končne ocene med seboj neprimerljive, saj vlagatelj na podlagi ocene ne more identificirati, ali njegove preference in dožemanje pojma trajnostnega vlaganja sovpadajo s preferencami agencije, ki je oceno dodelila.

Agencija Global Sustainable Investment Alliance je definirala različne tipe trajnostnega vlaganja in definiranja ESG politike, ki se jih v grobem poslužujejo investitorji in agencije. V prvi tip sodijo tisti akterji trga, ki v svojih naložbah izključijo podjetja, katerih politika poslovanja negativno vpliva na okolje in družbo. V drugi tip akterjev sodijo tisti, ki vlagajo in se osredotočijo le na tista podjetja, ki s svojim poslovanjem skrbijo za okolje in ga varujejo. Tretji tip so akterji, ki ob naložbenih odločitvah upoštevajo le določene indikatorje, ki so zanje pomembni (npr. kako je podjetje uspešno pri zmanjševanju onesnaževanja, upravljanju z vodnimi viri ...). V četrti tip sodijo tisti akterji, ki se odločajo izključno na podlagi že dodeljenih ocen. Za ta tip akterjev in uspešnost investicijske politike so agencije ključnega pomena, saj se akterji za svoje odločitve opirajo le na ocene (Billio, Costopla, Hristova, Latino & Pelizzon, 2020, str. 8).

Novick in drugi (2020) iz agencije BlackRock so definirali tri glavne pomanjkljivosti, zaradi katerih so ocene različnih agencij med seboj neprimerljive:

- Pomanjkanje skupne taksonomije: na trgu ni jasno definirano, kaj pomeni ESG pojem, kako je definiran in kaj je vanj vključeno. Zaradi tega imajo posamezne agencije pri ocenjevanju podjetij v proces vključene različne indikatorje, saj si vsaka med njimi ta pojem razlaga na individualen način. Poleg tega niso jasno določene niti definicije indikatorjev, kot so etičnost, nizki izpusti toplogrednih plinov, socialna odgovornost in podobne spremenljivke, ki bi jih bilo potrebno definirati skozi jasno zasnovano ocenjevalno lestvico.
- Neustrezno razkrivanje informacij: podjetja, ki so vključena v proces dodeljevanja ESG ocen, bi morala imeti enak sistem objavljanja in razkrivanja informacij. Upoštevanje in harmonizacija standardov in dosledno objavljane poročil o vodenju okoljevarstvene politike bi pripomoglo k boljši medsebojni primerljivosti ocen, saj bi se vlagatelji lažje informirali o tem, katera podjetja bolje vključijo ESG politiko v svoje poslovanje.
- Taksonomija gospodarske dejavnosti: Za boljšo primerljivost ESG ocen bi bilo smiselno, da bi se jasno klasificirale tiste gospodarske dejavnosti, katerih poslovanje sovпада s politiko trajnostnega razvoja. Če bi bilo podjetje na podlagi svojega poslovanja klasificirano v razrede, bi vlagatelji lažje razbrali, ali njihova gospodarska aktivnost pozitivno ali negativno vpliva na okolje in družbo, znotraj katere podjetje posluje.

Spodnja tabela 2 prikazuje zadnje razpoložljive ocene petih podjetij, podeljene s strani treh agencij, in sicer RobecoSAM agencije, Bloomberg in Sustainalytics. Vse ocene so izražene v %.

Tabela 2: ESG ocene treh agencij za pet podjetij

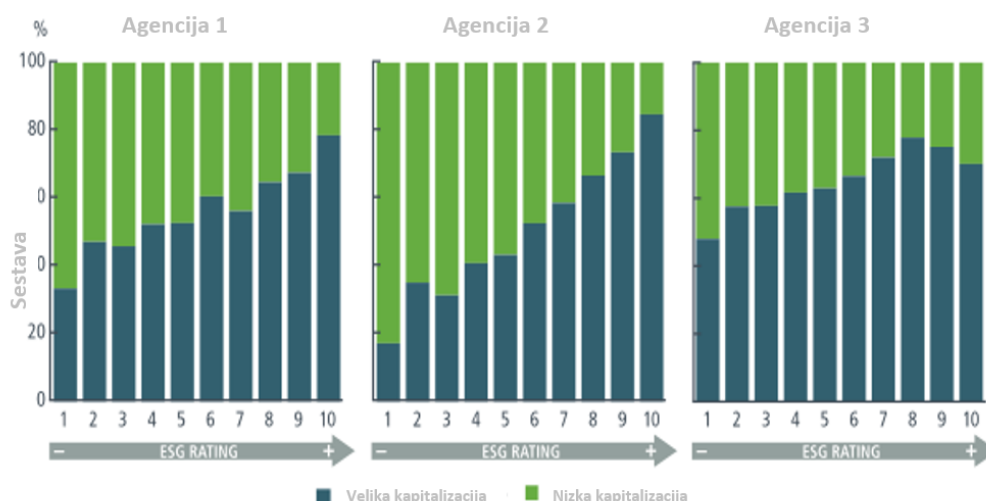
	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
ALLIANZ SE	87	61,84	80,00
PANDORA A/S	20	38,84	78,79
ROCHE HOLDING AG	90	55,37	92,75
NIKE INC	56	57,89	42,42
BORGWARNER INC	38	40,91	62,26

Vir: Bloomberg (brez datuma).

Na podlagi ocen lahko opazimo, da se agencije pri ocenjevanju izbranih podjetij ne strinjajo in so si ocene med seboj različne. RobecoSAM agencija ponuja podatek zaokrožene ocene, medtem ko imata Bloomberg in Sustainalytics oceno izraženo še z dvema decimalkama. Razlike v ocenah se pripisujejo različni taksonomiji, različnim metodologijam, neustreznemu razkrivanju informacij s strani podjetij, različnemu zajemanju podatkov o podjetjih in različnim preferencam agencij, v ozadju razlik pa so še drugi mehki dejavniki, ki jih agencije ne razkrivajo.

Eden izmed mehkih dejavnikov agencij je njihova subjektivna naravnost do posameznega podjetja. Obstoječa literatura je dokazala, da imata pri dodeljevanju ocene velik pomen tudi velikost podjetja in geografska lokacija podjetja. Agencije dajejo v povprečju višje ocene velikim multinacionalkam, ki imajo sedež v stabilnih in uspešnih državah. Dodeljevanje ocene na podlagi velikosti podjetja je pristransko zato, ker imajo večja podjetja več virov, ki jih lahko namenijo izdelavi svojih letnih poročil in razkrivanju informacij. Ustrezno in obsežno razkrivanje informacij pa za podjetje predstavlja dodatno finančno breme in stroške. Agencije višje ocene dodelijo podjetjem, ki imajo sedež v razvitejših državah. Ocena je pristranska zato, ker podjetja v razvitih državah upoštevajo regulacije, ki od njih zahtevajo boljše in bolj obsežno razkrivanje informacij (LaBella, Sullivan, Russell & Novikov, 2019, str. 5). Spodnja slika 5 prikazuje pristranskost ESG ocen in soodvisnosti od velikosti podjetja.

Slika 5: Pristranskost ocen na podlagi velikosti podjetja



Prirejeno po LaBella, Sullivan, Russell & Novikov (2019, str. 5).

2 KORELACIJSKI KOEFICIENTI MED ESG OCENAMI

Glavni del mojega magistrskega dela obsega oblikovanje poenostavljenega modela za ocenjevanje podjetij, s pomočjo katerega bi zasnovala skupno metodologijo in pravila za dodelitev ocen nefinančnih dejavnikov podjetij. Pred samim oblikovanjem poenostavljene metodologije pa je potrebno dokazati, da so ocene z obstoječimi metodologijami in načini ocenjevanja med seboj neprimerljive in da na finančnih trgih povzročajo zmedo.

Obstoječa literatura je za različne nabore vrednostnih papirjev že dokazala, da so korelacijski koeficienti v kombinacijah različnih agencij izredno nizki. V primerjavi s korelacijskimi koeficienti ocen, ki jih dajejo bonitetne hiše, so koeficienti agencij, ki generirajo ESG ocene, neprimerljivo nižji. To pomeni, da so bonitetne ocene v očeh vlagateljev kredibilne, medtem ko ESG ocene služijo kot neuporabna osnova za oblikovanje investicijske strategije. Ob

pogledu na ESG oceno posamezne agencije (ki je od ocene druge agencije popolnoma drugačna), vlagatelj ne more definirati, ali so preference agencije pri ocenjevanju podjetij v skladu z njegovo investicijsko politiko in preferencami (Lopez, Contreras, Bendix & Joseph 2020).

Bonitetne hiše so že od začetka ustanovitve delovale s specifičnim ciljem zasledovanja signalov na trgu o verjetnosti, da podjetje svojim upnikom ne bo poplačalo dolgov. Tudi ponudniki ESG ocen delujejo z jasnim ciljem, ki se nanaša na ozaveščanje tržnih udeležencev o uspešnosti nefinančnih kazalcev podjetja. Bonitetne hiše in ponudniki ESG ocen se v glavnem osredotočajo na javno dostopne informacije, a vendar so bonitetne hiše veliko bolj transparente in kredibilne, saj so njihove ocene za razliko od ESG ocen primerljive, korelacijski koeficienti pa visoki (Yang, 2020, str. 10).

Dokazano je, da se agencije, ki dodeljujejo ESG ocene, najbolj strinjajo tedaj, ko gre za ocenjevanje »slabših podjetij«. Korelacijski koeficienti, izračunani na podlagi nabora podjetij, ki v svoje poslovanje neuspešno implementirajo politiko trajnostnega razvoja in niso okoljsko in družbeno odgovorna, so v povprečju višji kot korelacijski koeficienti, izračunani na podlagi nabora, znotraj katerega so okoljevarstveno in socialno ozaveščena podjetja.

Zaradi tega sem se med izborom nabora vrednostih papirjev osredotočila na tista podjetja, ki veljajo za najboljše in je njihovo poslovanje v skladu s trendom trajnostnega razvoja. Podjetja v naboru vrednostnih papirjev imajo dobre prakse ravnanja z ljudmi, v povprečju niso udeležena v škandalih in drugih škodnih dogodkih ter poslujejo z mislijo na okolje, naravno in družbo.

Nabor je vzet iz podsklada NLB Skladi – Družbeno odgovorni razviti delniški trgi, v njem pa je 44 podjetij, ki imajo nadpovprečen odnos do družbenih, okoljskih in upravljaljskih vidikov. Podjetja imajo sedež v razvitih delniških trgih, vrednostni papirji pa imajo visoko stopnjo likvidnosti in institucionalne urejenosti. Izbran sklad je namenjen tistim vlagateljem, ki imajo preference investiranja usmerjene v doseganje okoljske in družbene odgovornosti in so tudi sami okoljsko in družbeno ozaveščeni. Vlagatelji, ki svoj denar vložijo v izbrana podjetja, s svojimi prihranki podprejo poslovanje, ki izboljšuje pogoje življenja. V prilogi 1 je seznam vseh 44 podjetij sklada Družbeno odgovorni delniški, katerih ocene uporabim za izračun korelacijskih koeficientov. Podjetja so bila v skladu v mesecu marcu 2021 (NLB Skladi, d.o.o., brez datuma).

Glede na to, da gre za podjetja, ki so družbeno in okoljsko ozaveščena, lahko na podlagi dokazov obstoječe literature pričakujemo, da bodo korelacijski koeficienti nizki. Agencije, katerih ocene so uporabljene za izračun korelacijskih koeficientov, sem izbrala na podlagi dostopnosti podatkov in skupne ocenjevalne lestvice.

Pri izračunu so uporabljene ocene treh ponudnikov ESG ocen, in sicer agencij Bloomberg, Sustainalytics in RobecoSAM. Vsem trem agencijam je skupno to, da podjetja ocenjujejo v

% od 0 do 100. To pomeni, da je njihova ocenjevalna lestvica jasna in iz ocene takoj razberemo, v kateri razred sodi podjetje. Če bi bila ocenjevalna lestvica agencije med AAA in D, bi težko definirali, kolikšen % znaša ocena AAA (lahko bi bila nekje v intervalu med 80–100 %). Ker distribucija alternativnih ocenjevalnih lestvic ni znana, je smiselno izbrati takšne ponudnike, katerih ocene z lahkoto razvrstimo v razred.

Skupne in posamezne ocene kategorij E, S in G ponudnikov Bloomberg in Sustainalytics so zbrane na terminalu Bloomberg, ki omogoča plačljiv vpogled v tovrstne podatke. Ocene ponudnika RobecoSAM so zbrane na plačljivem portalu S&P Global, omejen dostop do podatkov pa mi je omogočila družba NLB Skladi, d.o.o. Omenjene agencije so poleg skupne ocenjevalne lestvice izbrane tudi zato, ker sem imela dostop do podatkov o ocenah teh treh agencij.

Tabela ocen treh ponudnikov, na podlagi katerih so izračunani korelacijski koeficienti, vsebuje ocene, ki si med seboj niso primerljive. Ocene petih podjetij sem podala v tabeli 2, kjer je razvidno, da se trije izbrani ponudniki med seboj ne strinjajo in podjetja vrednotijo drugače kljub temu, da gre za podjetja, ki so okoljsko, družbeno in vodstveno odgovorna. Bloomberg se pri svojem ocenjevanju osredotoča na uspešnost razkrivanja informacij s strani podjetja, medtem ko se drugi dve agenciji osredotočata na dejansko okoljsko, socialno in družbeno odgovornost podjetij.

Korelacijski koeficienti so izračunani v parih med tremi agencijami (Bloomberg – Sustainalytics, Bloomberg – RobecoSAM in Sustainalytics – RobecoSAM). Za izračun sem uporabila orodje Excel. Ocene treh agencij so zadnje razpoložljive ocene za podjetja.

2.1 Korelacijski koeficienti celotne ESG ocene

Korelacijski koeficienti celotne oziroma skupne ESG ocene kombinacij treh različnih ponudnikov so podani v tabeli 3. Korelacijski koeficienti so za nabor vrednostnih papirjev izračunani s pomočjo orodja Excel, koeficienti pa so zaokroženi na dve decimaliki. Korelacijski koeficienti celotne ESG ocene so podani v tabeli 3.

Tabela 3: Korelacijski koeficienti celotne ESG ocene

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
RobecoSAM	1	0,41	0,33
Bloomberg	0,41	1	0,16
Sustainalytics	0,33	0,16	1

Vir: lastno delo.

Na podlagi rezultatov je očitno, da so ocene treh ponudnikov med seboj neprimerljive. Najvišji korelacijski koeficient ima kombinacija RobecoSAM in Bloomberg ponudnika,

medtem ko ima najnižji korelacijski koeficient kombinacija Bloomberg in Sustainalytics ponudnika.

Korelacijski koeficient med RobecoSAM in Bloombergom znaša 0,41. Ponudnika se torej glede ocen posameznih podjetij bolj strinjata kot se strinjata ponudnika Sustainalytics in Bloomberg. Kljub temu je korelacijski koeficient 0,41 bistveno nižji, kot so korelacijski koeficienti bonitetnih hiš, ki v povprečju znašajo 0,986 (Lopez, Contreras, Bendix & Joseph 2020).

Na podlagi dejanskih ocen je razvidno, da ima ponudnik RobecoSAM svoje ocene za izbrana podjetja razvrščene med vrednostmi od 50 % do 70 %. Eno podjetje pa ima tudi nižjo oceno, in sicer 20 %, ta pa je v celotnem naboru podjetij najnižja. Na drugi strani daje Sustainalytics v povprečju izbranim podjetjem višje ocene, te pa so razvrščene med 70 % in 90 %. Najnižja ocena, ki jo je Sustainalytics podelil podjetju v naboru, je zaokrožena na 22 %. Bloomberg ima svoje ocene razvrščene med 40 in 60 %. Najvišja zaokrožena podeljena ocena Bloomberga za nabor znaša 71 %, medtem ko znaša najnižja zaokrožena ocena 39 % (Bloomberg Company Press, 2020; RobecoSAM, brez datuma).

Intervali koncentracije ocen so izračunani na podlagi povprečne vrednosti ocene za posameznega ponudnika. Povprečna vrednost je nato zaokrožena na celo oceno, intervalu pa sem v pozitivno in negativno smer dodala 10 odstotnih točk.

2.2 Korelacijski koeficienti posameznih komponent ESG ocene

V magistrskem delu sem izračunala tudi korelacijske koeficiente posameznih komponent E, S in G ocene treh ponudnikov. Portala Bloomberg in S&P Global za ponudnike Bloomberg, RobecoSAM in Sustainalytics nudita tudi ocene vseh treh komponent, kar pomeni, da se posamezen ponudnik glede podjetja opredeli tudi specifično glede na okoljevarstveno ozaveščenost, glede na socialno ozaveščenost in glede na vodstveno politiko.

Korelacijski koeficienti komponente E so podani v tabeli 4. Korelacijski koeficienti so zaokroženi na dve decimali.

Tabela 4: Korelacijski koeficienti komponente E

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
RobecoSAM	1	0,27	0,34
Bloomberg	0,27	1	0,01
Sustainalytics	0,34	0,01	1

Vir: lastno delo.

Na podlagi izračunov lahko opazimo, da imata ponudnika RobecoSAM in Sustainalytics le za 0,01 višji korelacijski koeficient ocene E, ki odraža okoljevarstveno ozaveščenost podjetij

v naboru. To pomeni, da se ponudnika na podoben način ne strinjata tako z dodeljevanjem skupne ocene kot tudi z dodeljevanjem ocene za okoljevarstveno ozaveščenost. Na drugi strani imata tokrat ponudnika Bloomberg in RobecoSAM nižji korelacijski koeficient, ki za E komponento znaša 0,27 (korelacijski koeficient skupne ocene je znašal 0,41). Sklepamo lahko, da se ponudnikovi metodologiji, vhodni podatki, način ocenjevanja in definicija dobre okoljevarstvene prakse za agenciji bolj razlikujeta kot se razlikuje metodologija in način ocenjevanja podjetja kot celote. Ponudnika Bloomberg in Sustainalytics imata najnižji korelacijski koeficient komponente E, ki znaša 0,01, kar je bistveno manj kot koeficient 0,16 celotne ESG ocene.

RobecoSAM ima med izbranimi podjetji za komponento E ocene razvrščene med vrednostmi od 60 do 80 %, kar je v primerjavi s povprečnim intervalom celotne ocene višje. Bloombergove ocene podjetij za okoljevarstveno politiko so na drugi strani razvrščene med 40 in 60 %, interval pa je v primerjavi s povprečnim intervalom celotne ocene enak. Kot zadnji ponudnik ima Sustainalytics svoje ocene E komponente razvrščene med 70 in 90 %, ta interval pa je enak intervalu vrednosti, med katerim se v povprečju gibajo celotne ocene (Bloomberg, brez datuma, RobecoSAM, brez datuma). Korelacijski koeficienti komponente S so podani v tabeli 5 in so zaokroženi na dve decimaliki.

Tabela 5: Korelacijski koeficienti komponente S

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
RobecoSAM	1	0,25	0,24
Bloomberg	0,25	1	0,34
Sustainalytics	0,24	0,34	1

Vir: lastno delo.

Izračunani korelacijski koeficient komponente S ponudnikov RobecoSAM in Bloomberg znaša 0,25, kar je primerjavi s korelacijskim koeficientom celotne ocene za 0,16 manj in le za 0,02 manj kot znaša koeficient komponente E. Ponudnika se torej pri dodeljevanju celotne ocene izbranim podjetjem bolj strinjata kot pri dodeljevanju ocene E in S komponenti. Kombinacija ocen S komponente ponudnikov Sustainalytics in RobecoSAM daje korelacijski koeficient v višini 0,24, kar je prav tako manj kot znaša koeficient celotne ocene obeh ponudnikov. Ta je za 0,1 nižji kot je koeficient komponente E. Na drugi strani se ponudnika Sustainalytics in Bloomberg pri dodeljevanju ocene za socialno ozaveščenost podjetja bolj strinjata kot pri dodeljevanju skupne ocene in ocene za okoljevarstveno ozaveščenost, saj znaša korelacijski koeficient 0,34, kar je bistveno več kot koeficient skupne ocene, ki je znašal 0,16, ali koeficient komponente E, ki je znašal 0,01.

Agencija RobecoSAM ima za nabor podjetij ocene za komponento S razvrščene med vrednostmi 40 in 60 %, interval povprečnih ocen pa je nižji tako od intervala za komponento E kot od intervala za celotno ESG oceno. Bloombergov interval povprečnih ocen

komponente S znaša od 40 do 60 %. Bloombergove ocene so razvrščene znotraj tega intervala tudi za celotno oceno in komponento E. Tudi Sustainalytics ima svoje ocene S komponente razvrščene v enakih vrednostih, kot so celotne ocene in ocene E komponente, torej med 70 in 90 % (Bloomberg, brez datuma, RobecoSAM, brez datuma). Korelacijski koeficienti komponente G so podani v tabeli 6 in so zaokroženi na dve decimalki.

Tabela 6: Korelacijski koeficienti komponente G

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
RobecoSAM	1	0,28	0,29
Bloomberg	0,28	1	-0,02
Sustainalytics	0,29	-0,02	1

Vir: lastno delo.

Komponenta G znotraj ESG ocene predstavlja dobre prakse podjetja glede vodstvene politike, korupcije in ostalih škodnih dogodkov. Izračunan korelacijski koeficient ponudnikov RobecoSAM in Bloomberg znaša 0,28. Ta vrednost je v primerjavi s koeficientom celotne ocene nižja za 0,13 in za 0,02 od komponente E. Koeficient za socialno ozaveščenost omenjenih ponudnikov znaša 0,25, kar je v primerjavi s koeficientom G komponente za 0,03 manj. Korelacijski koeficient G komponente ponudnikov RobecoSAM in Sustainalytics znaša 0,29, kar je v primerjavi s koeficientom celotne ocene za 0,04 manj. Ob primerjavi tega koeficienta z ostalima dvema komponentama E in S opazimo, da je koeficient para ponudnikov za G komponento od E komponente nižji za 0,05, medtem ko je za S komponento višji za 0,05. Zadnji par sta Bloomberg in Sustainalytics. Njun korelacijski koeficient G komponente je bil negativen in je znašal -0,02. Na podlagi tega rezultata lahko sklepamo, da so ocene med seboj praktično nepovezane. V primerjavi s koeficientom celotne ocene je ta nižji za 0,18. Če ga primerjamo s koeficienti komponent E in S opazimo, da je od E komponente nižji za 0,03, od S pa za 0,36.

Ocene za G komponento se pri ponudniku RobecoSAM gibajo med 50 in 70 %, interval pa je enak za celotno ESG oceno, nižji od intervala za komponento E in višji od intervala za komponento S. Na drugi strani je interval, znotraj katerega se v povprečju gibajo ocene za G komponento ponudnika Bloomberg, razpet med vrednostmi od 60 do 80 %. V primerjavi z intervali celotne ocene in komponent E in S je ta višji. Sustainalytics ponudnik ima svoje ocene za G komponento v večini razvrščene med vrednostmi od 70 do 90 %, kar je enako kot za celotno oceno in za komponenti E in S (Bloomberg, brez datuma, RobecoSAM, brez datuma).

V tabeli 7 opazimo, da je Sustainalytics med vsemi tremi ponudniki najbolj konsistenten. V povprečju je vsem podjetjem znotraj nabora dodeljeval ocene med 70 in 90 %. Njegove ocene so v primerjavi z ostalima dvema ponudnikoma v povprečju najvišje. Na drugi strani Bloomberg v povprečju podjetja znotraj nabora ocenjuje med 40 in 60 %, višje ocene v

povprečju daje le v kategoriji vodstvene politike. Najbolj širok spekter ocen za izbran nabor podjetij ima RobecoSAM. Njegove ocene se za celotno ESG oceno in G komponento v povprečju gibajo med 50 do 70 %, za E komponento med 60 do 80 %, za S komponento pa med 40 do 60 %.

Tabela 7: Primerjava intervalov povprečnih ocen za vse tri ponudnike

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
ESG	50–70 %	40–60 %	70–90 %
E	60–80 %	40–60 %	70–90 %
S	40–60 %	40–60 %	70–90 %
G	50–70 %	60–80 %	70–90 %

Vir: Bloomberg (brez datuma); RobecoSAM, (brez datuma).

2.3 Dejavniki nizkih korelacijskih koeficientov

Številni avtorji so že dokazali, da so korelacijski koeficienti med ponudniki ESG ocen izredno nizki, kar pomeni, da so ocene med seboj neprimerljive. Opredelili so tudi številne razloge, ki privedejo do nizkih koeficientov za večino naborov podjetij, ki so bila vključena v izračune.

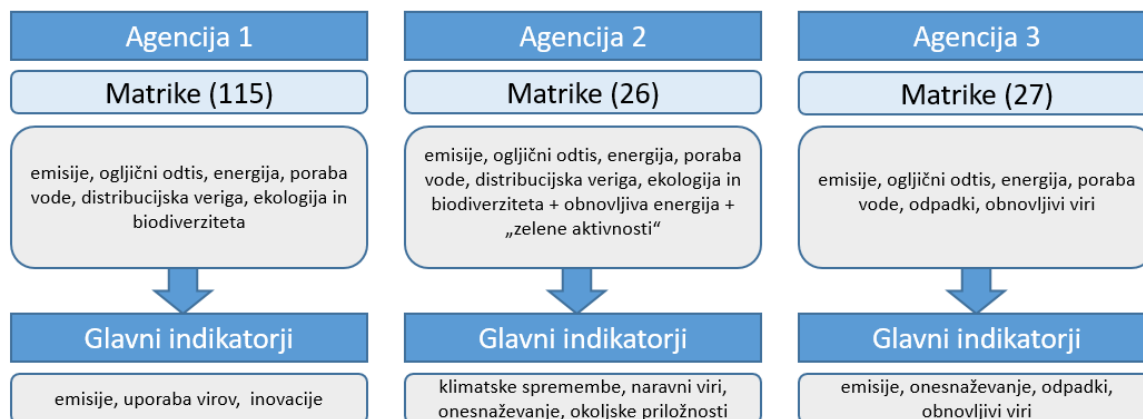
Windolph (2011), Hawley (brez datuma), Lopez, Contreras, Bendix in Joseph (2020) in Boffo, Marshall in Patalano (2020) so kot razloge za nizke korelacijske koeficiente navedli:

- Pomanjkanje standardizacije. Pomanjkanje skupnega sistema ocenjevanja je posledica konkurenčnih tržnih razmer za ponudnike in kompleksnosti ocenjevanja nefinančnih dejavnikov. Tudi če bi obstajala skupna definicija nefinančnih dejavnikov, bi bilo te še vedno kompleksno izmeriti in zajeti v končne ocene. Skupna definicija ESG pojma je dogovorjena le na površinski ravni, kjer so se ponudniki strinjali s tem, da se pri ocenjevanju osredotočijo na okoljsko, socialno in ekonomsko odgovornost podjetja (kar tudi zajema kratica ESG). Pri samem ocenjevanju pa morajo biti ponudniki osredotočeni tudi na dolgoročne posledice ESG politike podjetja, tovrstne zunanje vplive pa je težko zajeti v številke.
- Pomanjkanje verodostojnih informacij. Agencije za ocenjevanje podjetja potrebujejo informacije, na podlagi katerih oblikujejo model in ocenijo podjetje. Nekatere agencije uporabljajo specifične vprašalnike ali intervjuje, ki jih pošljejo podjetjem, njihovi odgovori pa niso nadzorovani in so posledično lahko subjektivne narave. Na drugi strani druge agencije za ocenjevanje uporabijo le javno dostopne podatke, tretje se opirajo na medije (ki tudi podajajo informacije subjektivne narave) itd..

- Heterogenost med ekonomskimi sektorji. Določene agencije imajo za specifičen ekonomski sektor svojo metodo ocenjevanja, medtem ko imajo za drug ekonomski sektor drugačno metodo. Agencija se sama odloči, ali bo pri svojem ocenjevanju upoštevala panogo, znotraj katere ocenjevano podjetje posluje. Ker so znotraj nabora podjetij, na podlagi katerih sem ocenjevala korelacijske koeficiente, podjetja razslojena v več različnih panog, so koeficienti posledično izredno nizki.
- Nepristranskost. Ocenjevanje družbene in okoljske odgovornosti podjetja je nepristransko, saj lahko tako podjetja kot tudi agencije preferirajo le določeno izmed E, S in G dimenzij. Podjetje se lahko pri poslovanju osredotoči na to, da ne bo onesnaževalo okolja, njegov dolgoročni prispevek k okolju in okoljski ozaveščenosti pa je kljub temu velik. Na drugi strani lahko to isto podjetje zanemari socialni vidik politike poslovanja, za kar mu agencija (ki ima raje podjetja z dobro socialno politiko) lahko dodeli izredno nizko oceno. Takšno podjetje bo na trgu veljalo kot okoljsko, socialno in vodstveno neodgovorno, kljub temu da posluje v skladu z okoljevarstveno politiko. Dodeljena ocena je torej močno odvisna od preferenc agencije in uteži posamezne komponente.
- Pomanjkanje nadzora in neodvisnosti. Nekatere agencije so v tesni povezavi s podjetji, ki jih ocenjujejo, kar pomeni, da so lahko ocene subjektivno prilagojene glede na potrebe podjetja. Poleg tega so letna poročila o družbeni in okoljski odgovornosti velikokrat objavljena na letni ravni z mesečnimi zamiki, kar pomeni, da podatki niso redno ažurirani, saj znotraj leta velikokrat pride do spremembe politike poslovanja. Letna poročila so tudi nerevidirana in nimajo nadzora, v njih podane informacije pa so lahko napačne in nekredivilne.
- Različne preference ponudnikov: ESG ocene, dodeljene s strani Bloomberg, so odraz uspešnosti razkrivanja informacij o implementaciji E, S in G komponent v poslovanje podjetja, medtem ko so ocene, dodeljene s strani RobecoSAM in Sustainalytics, odraz dejanske uspešnosti podjetja in ne količine informacij v poročilih o trajnostnem razvoju.
- Uporaba različnih matrik pri ocenjevanju: Nekatere agencije se pri dodelitvi ocen osredotočajo le na matrike, ki za ocenjevanje v ospredje postavijo na primer količino emisij in na podlagi slednjih podajo oceno E komponenti. Na drugi strani vzamejo druge agencije v zakup še sistemsko tveganje, upravljanje z energijo, upravljanje v skladu s podnebnimi spremembami itd. Hkrati so matrike nedosledne tudi s preferencami vlagateljev. Visoka ocena določenega podjetja namreč še ne pomeni, da je to podjetje uspešno glede omejevanja količine emisij. Slednje pa je lahko v očeh investorjev najpomembnejši dejavnik, na podlagi katerega želi v določeno podjetje tudi investirati. Ob pogledu na visoko oceno omenjenega podjetja bo investor lahko zmotno mislil, da podjetje posluje v skladu z njegovimi preferencami. Nedoslednost matrik za ocenjevanje pa vodi v neprimerljive ocene.

Slika 6 grafično prikazuje nedoslednost matrik pri ocenjevanju okoljske komponente. Prikazuje tri različne agencije in število matrik, ki jih vsaka izmed njih uporablja za ocenjevanje podjetji. Na drugi ravni slika prikazuje glavne preference posamezne agencije, ki se med seboj razlikujejo, na tretji ravni pa sistemska tveganja, ki so vključena v matrike.

Slika 6: Nedoslednost matrik pri ocenjevanju okoljske komponente



Prirejeno po Boffo, Marshall & Patalan (2020).

3 NADGRADNJA SISTEMA OCENJEVANJA

Nadgradnja sistema ocenjevanja temelji na poenotenju metodologije, ki bi vključevala enaka pravila ocenjevanja za vse agencije ob upoštevanju predpostavk in predpostavljenih uteži, ki jih dodeljujejo posamezni komponenti E, S in G.

Nov sistem ocenjevanja, ki bi bil vlagateljem razumljiv, bi rešil izzive različnega dojetanja ESG ocen in postavil kredibilno osnovo za okoljsko in družbeno odgovorno vlaganje v vrednostne papirje. Skupno razumevanje koncepta trajnostnega razvoja in poslovanja v skladu z njim pa bi omogočal dodaten razvoj okoljske in socialno odgovorne družbe (Novick in drugi, 2020).

3.1 Ciljni in namen skupne metodologije

Cilj poenotenja metodologije je omogočanje boljšega razumevanja ocen in njihovega bistva. Skupna metodologija bi rešila težavo zmedenosti investitorjev, poleg tega pa bi omogočila boljšo medsebojno primerljivost ocen.

Ocene so med seboj neprimerljive zaradi različnih pomanjkljivosti, ki so opazne pri trenutnem ocenjevanju podjetij. Ena izmed omenjenih pomanjkljivosti je pomanjkanje standardizacije, ki se kaže kot težavnost merjenja nefinančnih dejavnikov in pomanjkanje skupne metodologije. Prvi namen poenotene metodologije bi to pomanjkanje standardizacije odpravil, saj bi veljala enaka in skupna metodologija za vse agencije.

Drugi namen oblikovanja skupne metodologije je osredotočen na poenotenje ocenjevalne metodologije ne glede na ekonomski sektor, znotraj katerega podjetje posluje. Izračunani korelacijski koeficienti, predstavljeni v drugem poglavju, so nizki zato, ker podjetja znotraj nabora poslujejo v različnih ekonomskih sektorjih, ki jih agencije pri ocenjevanju vzamejo v zakup. Res je, da so določeni sektorji bolj izpostavljeni onesnaževanju kot drugi, a vendar bi skupna metodologija zajemala le osnovne indikatorje, ki bi jih lahko za uspešno vodeno okoljevarstveno in socialno politiko v večini upoštevala vsa podjetja. Dodatne prilagoditve ali pribitki glede na ekonomski sektor bi lahko bili dodani naknadno.

Tretji namen skupne metodologije se osredotoča na iskanje kompromisa (angl. trade-off) med različnimi kriteriji. Vsaka agencija se namreč sama odloči, kakšne uteži bo dodelila posameznemu kriteriju in kako ga bo razvrščala v kategorije. Če imajo agencije med seboj različne uteži za različne kriterije, to pomeni, da so pri ocenjevanju podjetij v ospredju njihove preference. Kljub temu pa so informacije o dodeljevanju uteži kriterijem oziroma indikatorjem neznane in niso javno objavljene. Novo zasnovana metodologija bi ohranjala le glavne uteži posamezne komponente E, S in G, poenotila pa bi uteži, ki so dodeljene indikatorjem. Na ta način bi odpravili problematiko iskanja kompromisa (angl. trade-off) med kriteriji in omogočili enoten sistem dodeljevanja kriterijev.

3.2 Raziskovalno vprašanje

Raziskovalno vprašanje se nanaša na ugotavljanje, ali bi poenotena metodologija pripomogla k višjim korelacijskim koeficientom in posledično boljši medsebojni primerljivosti ESG ocen, kljub ohranjanju različnih preferenc agencij.

Glede na to, da je poenotena metodologija ocenjevanja vrednosti zasnovana tako, da odpravlja zgoraj našteve problematike (kot so kompromis med kriteriji, neenotnost ocenjevanja glede na ekonomski sektor, pomanjkanje kredibilnih informacij in pomanjkanje standardizacije) in so te problematike ene izmed tistih, zaradi katerih so korelacijski koeficienti nizki, lahko pričakujemo, da bodo z odpravo naštetih problematik korelacijski koeficienti višji, ocene pa med seboj bolj primerljive.

3.3 Oblikovanje skupne metodologije in model ocenjevanja

V magistrskem delu sem oblikovala poenostavljen model dodeljevanja ocen, na podlagi katerega bi odpravili problem medsebojne neprimerljivosti ESG ocen.

Trenutne norme in standardi ocenjevanja na finančnih trgih povzročajo veliko zmedo, učinki dodeljevanja ocen na dolgoročno družbeno in socialno odgovornost pa so neizmerljivi. Pritiski s strani investorjev na agencije za standardizacijo ocenjevanja so veliki, saj investitorji v večini primerov ne vedo in nimajo vpogleda v matrike, na podlagi katerih agencije dodeljujejo ocene (Cort & Etsy, 2020).

Da bi se zmeda med investitorji zmanjšala, ocene pa postale bolj primerljive in kredibilne, bi bilo smiselno na dolgi rok poenotiti metodologijo ocenjevanja podjetij s strani agencij, ki dodeljujejo ESG ocene. Poenostavljena in poenotena metodologija, ki sem jo uporabila v svojem magistrskem delu, je obstoječa metodologija agencije RobecoSAM. Njihovo metodologijo dodeljevanja ocen sem izbrala zato, ker sem imela celotni vpogled v indikatorje, uteži in dejanske ocene E, S in G komponent, ki jih uporabljajo za ocenjevanje podjetij, vzetih v nabor vrednostih papirjev, dostop pa mi je omogočila družba NLB Skladi, d.o.o.

Agencija RobecoSAM podjetja vrednoti na podlagi ekonomskega sektorja, v katerem podjetje posluje, kljub temu pa ima določene tudi jasne uteži, ki jih v splošnem dodeljuje posamezni komponenti E, S in G. Največjo težo pri ocenjevanju daje komponenti G (kar 44 %) kar jasno nakazuje na to, da so njihove preference usmerjene v dobro zasnovano vodstveno politiko. Ostali dve komponenti E in S imata vsaka utež 28 %, kar pomeni, da sta z vidika agencije manj pomembni, posledično pa so podjetja, ki so bolj usmerjena v okoljsko ali družbeno odgovornost, slabše ocenjena (RobecoSAM, brez datuma).

Razumevanje dodeljevanja uteži posameznim komponentam s strani vseh treh opazovanih agencij je pomembno, saj bo skupna metodologija vključevala tudi uteži posameznih agencij, ki bodo določene glede na predpostavke o preferencah posamezne agencije.

Ker želim ugotoviti, kakšne preference ima pri dodeljevanju ocen Bloomberg, sem preko Bloomberg terminala neposredno kontaktirala tam zaposlenega analitika preko funkcije »HELP DESK«. Po pogovoru z analitikom sem ugotovila, da Bloomberg, kot ponudnik ESG ocen, posameznim komponentam E, S in G ne dodeljuje uteži na enak način, kot to počne ponudnik RobecoSAM. Glavne ocene (od 0 do 100 %) Bloomberg so dodeljene na podlagi tega, kako uspešna so podjetja pri razkrivanju informacij o družbeno in okoljsko odgovornem poslovanju. Torej, če podjetje o svojem poslovanju razkrije veliko informacij, ima na podlagi tega tudi višjo oceno. Na drugi strani so podjetja, ki ne razkrijejo informacij o svojem družbenem in okoljsko odgovornem poslovanju, navadno ocenjena z nižjimi ocenami. Bloomberg ocene temeljijo na količini razkritih informacij, slednje pa kaže na njihovo preferenco (Bloomberg, brez datuma).

Analitika sem vprašala tudi, ali mi lahko razkrije, kako svoje uteži dodeljuje ponudnik Sustainalytics. Slednji me je napotil, naj se obrnem direktno na analitike ponudnika Sustainalytics, kar pa ni bilo možno, saj agencija nima terminala, preko katerega bi lahko kontaktirala analitike.

Za dodeljevanje ocen na podlagi skupne metodologije sem oblikovala naslednje predpostavke, ki jih upoštevam v modelu:

- Vsi trije ponudniki za dodeljevanje celotne ESG ocene upoštevajo uteži, ki jih določijo na podlagi svojih preferenc.

- RobecoSAM za izračun celotne ocene vsakega izmed podjetij v naboru uporablja splošne uteži (torej utež 28 % za komponenti E in S ter utež 44 % za komponento G).
- Bloomberg kot ponudnik ima svoje preference usmerjene v okoljevarstveno odgovornost, kar pomeni, da komponento E vrednoti z utežjo 44 % v celotni oceni, ostali dve komponenti E in S pa vrednoti z 28 %.
- Sustainalytics kot ponudnik ima svoje preference usmerjene v socialno odgovornost, kar pomeni, da komponento S vrednoti z utežjo 44 % v celotni oceni, ostali dve komponenti E in G pa vrednoti z 28 %.

Predpostavke o preferencah ponudnikov so oblikovane zato, ker imajo ponudniki bodisi drugačne metodologije ocenjevanja bodisi javno ne objavljajo podatkov o svojih utežeh. Podatke o utežeh ponudnika RobecoSAM sem pridobila na podlagi omejenega in plačljivega dostopa do podatkov, ki mi ga je omogočila družba NLB Skladi, d.o.o. Preko Bloomberg terminala sem nato pridobila podatke, da Bloomberg pri svojem ocenjevanju ne uporablja uteži, model, ki sem ga oblikovala v svojem magistrskem delu, pa vključuje uteži vsakega ponudnika, ki temeljijo na njegovih preferencah. Za ponudnika Sustainalytics in njegov sistem uporabe oziroma dodeljevanja uteži nisem našla nobenih podatkov.

3.4 Metodologija ponudnika RobecoSAM

RobecoSAM je v segmentu trajnostnega vlaganja prisoten že več kot 25 let. Leta 2019 ga je prevzel S&P Global, njihov način zajemanja podatkov pa je osredotočen na specifične vprašalnike, ki jih vsako leto znova izpolnijo ovrednotena podjetja. Metodologija ponudnika RobecoSAM, opisana v nadaljevanju, pa ima tudi določene pomanjkljivosti. Ena izmed njih je nepristranskost ocen, do katere pride zaradi razlik v geografskem položaju podjetja, velikosti podjetja in uspešnosti razkrivanja informacij. Glede na to, da je ESG panoga bolj razvita v Evropi, dobijo podjetja, katerih sedež je v Evropi, zaradi pričakovanj o objavljanju podatkov o ESG politiki tudi višjo oceno. Višjo oceno v povprečju dobijo tudi večja podjetja, ki imajo za kakovostno objavo informacij več resursov (Zumente & Lāce, 2021).

Agencija RobecoSAM ocene dodeljuje na podlagi vseh treh vidikov E, S in G. Vsaka izmed komponent je dodatno razdeljena na kategorije, te pa so razvejane na indikatorje. Okoljsko odgovornost podjetij vrednotijo na podlagi petih kategorij, te pa zajemajo poslovanje v povezavi s podnebnimi spremembami, okoljsko politiko, poročanjem o okoljski odgovornosti, eko učinkovitemu poslovanju in okoljsko prijazni proizvodnji. Omenjene kategorije so dodatno razvejane v indikatorje, vsak indikator pa ima specifično utež, ki se spreminja glede na ekonomski sektor, znotraj katerega ocenjevano podjetje posluje. Poleg specifičnih uteži se tudi indikatorji prilagajajo glede na ekonomski sektor (RobecoSAM, brez datuma).

Komponenta socialne odgovornosti je razdeljena na sedem kategorij, med katere sodijo človekoljubna naravnost vodstva do delavcev, razvoj človeškega kapitala, delavske pravice, delovna praksa, zdravje in varnost na delovnem mestu, razkritje informacij v

povezavi s socialno odgovornostjo, skrb za razvoj ter ohranjanje sposobnosti in talenta znotraj delovnega okolja (RobecoSAM, brez datuma).

Agencija RobecoSAM največji pomen daje G komponenti, saj ima ta največjo utež in zajema največ kategorij. Vodstvena politika je ocenjena na podlagi desetih kategorij, te pa so tudi razvejane v številne indikatorje. Vključuje kategorije, kot so kodeks poslovnega ravnanja, korporativno upravljanje, upravljanje odnosov s strankami, skrb za varnost podatkov, inovacije, materialnost, upravljanje s tveganji, strategije za trge v razvoju, vpliv politike na poslovanje in upravljanje z dobavno verigo (RobecoSAM, brez datuma).

Njihov glavni cilj je prepoznati in ovrednotiti vse elemente, ki bi lahko imeli vpliv na trenutno oziroma prihodnjo vrednost podjetja, kompetentnost in na dolgoročne dobrobiti vlagateljev (Lopez, Contreras, Bendix & Joseph, 2020).

3.5 Dodeljevanje novih ESG ocen s prvo kombinacijo uteži

Za vsako izmed podjetij so ocene ponovno dodeljene na način, da na obstoječe ocene komponent E, S in G, ki jih je v letu 2020 dodelila agencija RobecoSAM, apliciram različne (splošne) uteži. Na ocene agencije RobecoSAM sem aplicirala utež 28 % na komponenti E in S ter utež 44 % na komponenti G. Ocene so podane v prilogi 2.

Ocene so ponovno dodeljene tudi pod predpostavko, da jih je podjetjem dodelil Bloomberg, le da so na obstoječe ocene agencije RobecoSAM tokrat dodeljene drugačne uteži. Bloomberg bi v svoji metodologiji komponenti E dodelil utež 44 %, drugi dve komponenti E in S pa bi bili v skupni oceni vredni vsaka 28 %. Ocene so podane v prilogi 3.

Agencija Sustainalytics bi imela svoje preference usmerjene v socialno odgovornost podjetij. Simulacija ocen upošteva utež 44 % na S komponenti in uteži 28 % na komponentah E in G. Ocene so podane v prilogi 4.

3.6 Korelacijski koeficienti

V prilogah 2, 3 in 4 vidimo, da so si ocene, dodeljene na podlagi skupne metodologije z upoštevanjem različnih uteži ponudnikov, med seboj veliko bolj podobne. Ocene med seboj odstopajo v povprečju za 0,2 %, kar je v primerjavi s prejšnjimi ocenami precej manj. Tabela 8 prikazuje izračunane korelacijske koeficiente simulativnih ocen.

Tabela 8: Korelacijski koeficienti simulacij ESG ocen

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
RobecoSAM	1	0,996	0,997
Bloomberg	0,996	1	0,995
Sustainalytics	0,997	0,995	1

Vir: lastno delo.

3.7 Analiza korelacijskih koeficientov

Korelacijski koeficienti simulativnih ESG ocen treh ponudnikov so v primerjavi z dejanskimi korelacijskimi koeficienti znatno višji. Korelacijski koeficienti se s poenoteno metodologijo lahko primerjajo z visokimi korelacijskimi koeficienti med ocenami različnih bonitetnih hiš.

Preizkus apliciranja skupne metodologije, ki sem ga izvedla v svojem magistrskem delu, je odpravil glavne pomanjkljivosti, zaradi katerih so obstoječe ESG ocene med seboj neprimerljive, korelacijski koeficienti pa nizki. Skupna metodologija (ki pa ni nujno tudi najboljša možna) bi odpravila problem standardizacije in problem neenotnosti ocenjevalnega sistema. Poleg tega je preizkus odpravil ocenjevanje podjetij glede na ekonomski sektor, saj so vsa podjetja, vrednotena v naboru vrednostnih papirjev, vrednotena na enak način. Odpravljen je tudi problem kompromisa med različnimi kriteriji, saj vsi trije ponudniki za dodeljevanje ocen uporabljajo enake kriterije, le da se pri ocenah upoštevajo različne preference posameznega ponudnika.

Kljub temu, da gre za poenostavljeno simulacijo skupne metodologije, je na podlagi slednje potrjeno raziskovalno vprašanje, ali bi poenotena metodologija ocenjevanja podjetja pripomogla k boljši medsebojni primerljivosti ESG ocen. Preference posamezne agencije ne vplivajo na medsebojno primerljivost ocen, v kolikor ni velikih odstopanj med utežmi (44 %, 28 % in 28 % kombinacija uteži komponent E, S in G).

3.8 Dodeljevanje novih ocen z drugo kombinacijo uteži

Za podanalizo sem v magistrskem delu dodatno izračunala še korelacijske koeficiente med tremi agencijami z uporabo metodologije agencije RobecoSAM na način, da so razlike v preferencah treh agencij večje.

V prvem primeru so bile nove ocene izračunane na podlagi kombinacije uteži 44 %, 28 % in 28 %. Predpostavka je bila, da ima vsaka agencija poudarek na svoji komponenti. Agenciji RobecoSAM je bil pri ocenjevanju podjetij najpomembnejši vidik vodstvene politike, agenciji Bloomberg je bila najpomembnejša okoljevarstvena politika podjetja, agenciji Sustainalytics pa je bila najpomembnejša socialna ozaveščenost podjetja.

V drugem delu so nove ocene dodeljene na podlagi drugačnih uteži, ki so med seboj še bolj različne. Preference agencij ostanejo enake, poveča se le razpon med utežmi. Agencija RobecoSAM za dodeljevanje svojih ocen uporabi utež 60 % pri G komponenti ter uteži 20 % pri E in S komponentah. Na drugi strani uporabi agencija Bloomberg pri svojem izračunu uporabi utež 60 % pri E komponenti ter uteži 20 % pri S in G komponentah. Preference ostanejo enake tudi pri agenciji Sustainalytics, le da slednja tokrat za izračun uporabi utež 60 % pri S komponenti in uteži 20 % pri E in G komponentah.

Tabela 9 prikazuje korelacijske koeficiente novo dodeljenih ocen z upoštevanjem večjega razpona med posameznimi utežmi. Korelacijski koeficienti so zaokroženi na tri decimalna mesta.

Tabela 9: Korelacijski koeficienti simulacij ocen z večjim razponom med utežmi

	RobecoSAM	Bloomberg	Sustainalytics
RobecoSAM	1	0,4	0,267
Bloomberg	0,4	1	0,078
Sustainalytics	0,267	0,078	1

Vir: lastno delo.

Na podlagi korelacijskih koeficientov, izračunanih z večjim razponom uteži, lahko ugotovimo, da so korelacijski koeficienti spet nižji. Kombinacija uteži z razponom 44 %, 28 % in 28 % je naredila ESG ocene primerljive ocenam bonitetnih hiš, medtem ko so ocene s kombinacijo uteži 60 %, 20 % in 20 % ponovno medsebojno slabše primerljive, korelacijski koeficienti pa so bistveno nižji kot v primeru prve kombinacije uteži.

Zaključimo lahko, da so korelacijski koeficienti v primeru večjega razpona uteži (ki ga odražajo večje razlike v preferencah agencij) znatno nižji kot v primeru, ko so uteži komponent E, S in G med seboj bolj podobne.

4 SPREMINJANJE ESG OCEN V ČASU

Pojem ESG je bil prvič omenjen leta 2006 v ameriškem programu United Nations Principles for Responsible Investment. Program je prvič pozval vsa podjetja k uvedbi ESG kriterijev ter k večji družbeni in okoljski odgovornosti za boljšo prihodnost, hkrati pa je pozval člane finančne industrije, naj začnejo tovrstne nefinančne dejavnike čim prej upoštevati pri svojih finančnih odločitvah. Po letu 2006 je postajal ESG pojem vedno bolj priljubljena tema investorjev in podjetij, panoga pa se je začela eksponentno širiti (Atkins, 2020).

Korenine odgovornega vlaganja segajo že v čase kolonij v Združenih državah Amerike, ko so premožnejši državljani odklanjali finančno podpiranje suženjstva, a je začela filozofija odgovornega vlaganja na pomenu in prepoznavnosti znatno pridobivati šele v 20. stoletju. Pioneer Group je bil eden izmed prvih vzajemnih skladov, ki je leta 1921 iz svojih naložb izključil vsa podjetja, katerih dejavnost je bila vezana na igre na srečo, tobak ali alkohol. V letu 1960 pa je bilo odgovorno vlaganje pomemben motiv poveljnih in okoljskih gibanj (Caplan, Griswold & Jarvis, 2013).

V sedemdesetih letih prejšnjega stoletja je postajala okoljevarstvena ozaveščenost vedno bolj pomembna, na trgu pa so se začeli pojavljati tudi razni skladi, ki so promovirali politiko okoljske odgovornosti. Do sredine leta 1990 je bilo tako že okrog 60 vzajemnih skladov, ki

so svojo naložbeno politiko zasnovali na podlagi okoljske, družbene in upravljaljske odgovornosti (Caplan, Griswold & Jarvis, 2013).

Beseda trajnostno investiranje je od začetka razvoja do danes vse bolj pridobivala na pomenu zato, ker je eksponentno začelo naraščati število institucionalnih vlagateljev in skladov, ki so v svojo politiko investiranja vključili okoljsko, socialno in upravljaljsko odgovornost podjetij.

Naložbe ESG so v zadnjem času vzbudile zanimanje tudi v javnem sektorju, vključno s centralnimi bankami, ki so izrazile podporo panogi in ponudile pomoč pri prehodu finančnih sistemov v bolj zelena gospodarstva z nizkimi emisijami ogljika. Številne centralne banke v razvitih in rastočih tržnih gospodarstvih so se zavezale, da bodo ESG prakse vlaganja vključile v nekatere svoje instrumente, kot so rezerve in nadzor. Naraščajoče povpraševanje se je odrazilo predvsem v rasti ESG panoge, ta pa je začela ponujati vedno več storitev in produktov, povezanih z ocenjevanjem podjetij na podlagi nefinančnih dejavnikov (kot so ESG ocene, indeksi in skladi). Eksponentno je narastlo tudi število ponudnikov, ki podjetjem dodeljujejo ESG ocene (Boffo, Marshall & Patalano, 2020).

Spremembe v ocenah podjetij so tako odraz rasti panoge, večjega števila ponudnikov ocen na trgu, regulatornih sprememb in sprememb v preferencah ponudnikov. Bistveno vlogo igrajo tudi okoljevarstveni dejavniki, ki v ospredje postavljajo boj proti podnebnim spremembam, enakovrednost med spoloma in zmanjšanje količine emisij.

4.1 Spremembe v poudarkih pomembnosti kategorij in indikatorjev

Vzporedno z rastjo panoge so se spreminjali tudi poudarki v indikatorjih in kategorijah, ki jih agencije uporabljajo v matrikah za ocenjevanje podjetij. Agencije so v letu 2018 v primerjavi z letom 2008 spremenile kriterije ocenjevanja na način, da so ti bolj sovpadali s trendi v okoljevarstveni politiki in boju proti okoljevarstvenim problemom. Leta 2008 so agencije znotraj E komponente največji poudarek dajale okoljevarstveni politiki podjetja (100 %), druga najpomembnejša kategorija je bila izpusti toplogrednih plinov (62,5 %), na tretjem mestu pa so bili ukrepi proti podnebnim spremembam. Leta 2018 je bila najpomembnejša kategorija pri ocenjevanju E komponente še vedno okoljevarstvena politika podjetja (87,5 %), prvo mesto pa si delita tudi kategoriji politike upravljanja z vodo (87,5 %) in zaščita biodiverzitete (87,5 %) (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Munoz-Torres, 2019, str. 11).

Znotraj S komponente je bila v letu 2008 najpomembnejša kategorija upravljanje s človeških kapitalom (100 %), sledila je kategorija, ki je v ospredje postavljala človekove pravice (87,5 %), tretja najpomembnejša pa so bili odnosi z javnostjo (87,5 %). Leta 2018 so agencije svojo preference znotraj S komponente usmerile v upravljanje z delavci in skrb za varnost ter dobre pogoje na delovnem mestu. Manjšo utež dajejo agencije znotraj S

komponente pritegnitvi talentiranega kadra ter poslovni in tržni etiki (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Munoz-Torres, 2019, str. 11).

Glavne kategorije G komponente so bile v letu 2008 usmerjene v funkcije in vlogo vodstva (100 %), strukturo uprave (75 %) in politiko nagrajevanja (62,5 %). Enake uteži so omenjene kategorije ohranile tudi v letu 2018. Indikatorji in kategorije, ki jih je težje izmeriti (vizija in strategija vodstva), so pogosto izključeni iz ocenjevanja podjetij. Od leta 2008 do 2018 je na pomembnosti pridobila kategorija, ki podjetja ocenjuje na podlagi korupcije in škodnih dogodkov, ta premik pa lahko pripišemo aktivnemu ozaveščanju OECD o tovrstnih dogodkih in načinih njihovega preprečevanja (Escrig-Olmedo, Fernandez-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio & Munoz-Torres, 2019, str. 12).

Pomembno vprašanje, s katerim se srečujejo investitorji in podjetja, pa je, kakšni bodo prihodnji trendi v ESG panogi. Na podlagi MSCI raziskave lahko pričakujemo, da bodo indikatorji za ocenjevanje podjetij vedno bolj usmerjeni v učinkovitost boja proti podnebnim spremembam in implementaciji politike boja proti podnebnim spremembam posameznega podjetja. Investitorji bodo od podjetij v razvitih gospodarstvih vedno bolj pričakovali popolno transformacijo poslovanja, ki bo v skladu z glavnimi okoljevarstvenimi problemi. Zagovorniki ESG strategije investiranja bodo vršili pritiske na ohranjanje biodiverzitete, ki se je v zadnjih letih izkazala za enega izmed največjih okoljevarstvenih problemov. Na drugi strani lahko pričakujemo povečano število investitorjev, ki bodo vedno bolj kritični in skeptični do samega ESG koncepta in bodo na trgu ustvarili nasprotno strategijo investiranja, ki bo skušala dokazati, da se investitorji (kot udeleženci trga) za donosnost naložbe ne bi smeli ozirati na nefinančne dejavnike (MSCI, brez datuma a).

4.2 Analiza razlik v ocenah za izbran nabor vrednostnih papirjev

Bloomberg terminal ponuja podatke o tem, kako so se ESG ocene ponudnika Bloomberg spreminjale skozi čas. Za analizo razlik v ocenah za izbran nabor vrednostnih papirjev sem za vsak vrednosti papir iz nabora 44 podjetij, vzetih iz sklada Družbeno odgovorni delniški sklad družbe NLB skladi, d.o.o., preverila, ali so se ocene podjetij v zadnjih petih letih bistveno spremenile ali ne. V analizo sem vključila podjetja, katerih celotna ocena se je od leta 2016 do zadnje razpoložljive ocene spremenila za 10 odstotnih točk ali več.

Glede na to, da Bloomberg kot ponudnik ocene dodeljuje na podlagi tega, kako uspešna so bila podjetja pri razkrivanju svojih informacij o okoljski, socialni in upravljavski odgovornosti, gre pri spremembi ocene za spremembo v uspešnosti razkrivanja informacij. Ocena torej ni odraz dejanske okoljske, družbene in vodstvene odgovornosti, ampak je zgolj odraz uspešnosti razkrivanja informacij in podatkov o odgovornem vodenju omenjenih politik (Bloomberg, brez datuma).

Na podlagi javno dostopnih podatkov iz letnih poročil podjetij sem v magistrskem delu skušala potegniti vzporednico s spremembo v ocenah. Preverila sem, ali so podjetja, katerih

ocene so se v zadnjih petih letih spremenile za 10 odstotnih točk ali več, spremenila politiko razkrivanja informacij o vodenju ESG politike in v katero smer so se spremembe gibale.

Na Bloomberg terminalu sem poiskala podatke o metodologiji, ki jo Bloomberg uporablja za dodeljevanje ocen. Na vsako izmed treh komponent E, S in G Bloomberg aplicira enakovredno utež (33 %), nato pa so komponente razdeljene na kategorije. E komponenta je razdeljena v 7 kategorij, kjer se Bloomberg osredotoča predvsem na razkritje informacij s strani podjetja o skrbi za kakovost zraka, boju proti podnebnim spremembam, skrbi za ekologijo in biodiverziteti, uporabi energije, učinkoviti dobavni verigi, uporabi vode ter skrbi za odpadke in materiale. Vse te kategorije so razvejane na številne indikatorje, za visoko oceno pa je potrebno, da so podatki s strani podjetja objavljeni letno. Znotraj S komponente Bloomberg ocenjuje 6 kategorij, med katerimi so skrb za biodiverziteti, skrb za skupnost, etika, človeški kapital, skrb za zdravje ter varnost in distribucijska veriga. Znotraj G komponente pa je 8 kategorij, med katerimi so revizijsko tveganje in nadzor, sestava uprave, raznolikost, neodvisnost, sistemi nagrajevanja, imenovanje in nadzor uprave, trajnostno upravljanje in lastništvo (Bloomberg, brez datuma).

Vsaka izmed kategorij ima tudi podindikatorje, ki so ocenjeni z različnimi utežmi, te uteži pa se morajo na koncu sešteti v skupno utež 33 % za posamezno komponento E, S in G. Vsaka izmed kategorij v komponentah ima utež med 4 % in 5,6 %; ni pa znano, zakaj pa je Bloomberg določil različne uteži. Indikatorji znotraj kategorij imajo pri nekaterih kategorijah enakovredne uteži (npr. kategorija diverziteti znotraj S komponente, ki vsebuje 5 indikatorjev, vrednih po 0,83 %), medtem ko so v drugi kategoriji popolnoma drugačni (npr. kategorija nabavna veriga znotraj S komponente ima šest indikatorjev, vrednih med 0,26 do 1,06 %) (Bloomberg, brez datuma).

Podjetja, ki v svojih letnih poročilih objavijo več informacij o naštetih kategorijah, bi morala imeti višjo oceno. Bloomberg terminal omogoča vpogled v uteži in indikatorje, ki jih uporablja za ocenjevanje podjetij, a ne izda informacij o tem, katere podatke dejansko zajema v model. Znotraj nabora 44 vrednostnih papirjev je bilo šest podjetij takšnih, katerih ocene so se od leta 2016 do zadnje razpoložljive ocene spremenile za vsaj 10 odstotnih točk, in sicer so to podjetja:

- Borgwarner Inc;
- Essity AB;
- Home Depot Inc;
- Procter & Gamble CO;
- Siemens AG in
- Sonova Holding AG.

Podjetje Borgwarner je eden izmed 25 največjih ponudnikov v avtomobilski dejavnosti in je prisotno v 24 državah po celem svetu. Predstavlja enega izmed vzornih podjetij glede

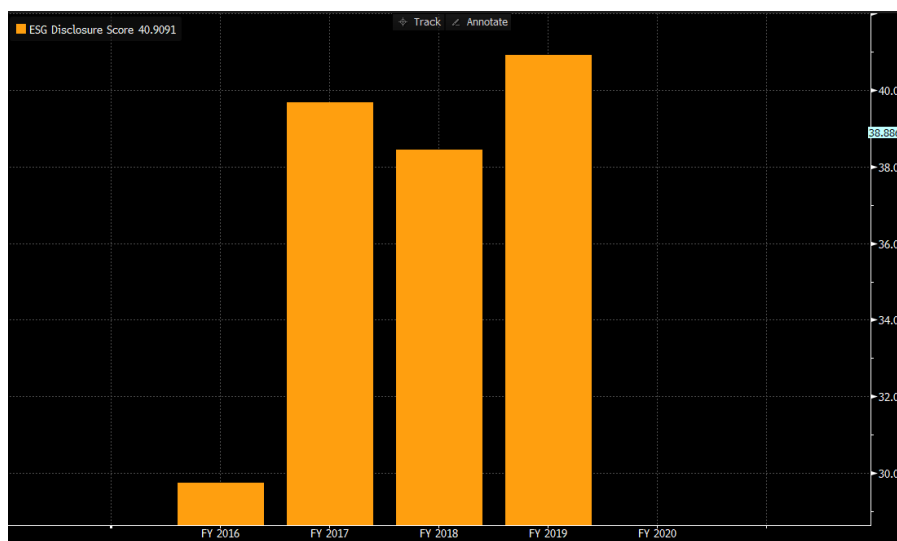
vodenja in uspešnosti implementiranja okoljevarstvenih trendov, saj so njihovi produkti zasnovani na način, da minimalno onesnažujejo okolje (Borgwarner, brez datuma).

Skok ESG ocene od leta 2016 do leta 2017 je posledica tega, da je podjetje šele v letu 2017 prvič objavilo poročilo o trajnostnem razvoju. Leta 2016 je podjetje osnovne informacije o vodenju ESG politike objavilo na svoji spletni strani, prvo poročilo pa je bilo izdano leto kasneje (Borgwarner, brez datuma).

Med leti 2018 in 2019 se je podjetje odločilo, da bo skupno za obe leti izdalo le eno poročilo o trajnostnem razvoju. Poročilo je smiselno organizirano in pregledno, poleg tega pa je razdeljeno glede na E, S in G segmente. Dodano je še poglavje o produktih, znotraj katerega so zajete informacije o spremembi proizvodnje in sledenju proizvodnje okoljevarstvenim trendom. Znotraj poglavja lahko investitorji pridobijo tudi informacije o izboljšavah produktov v skladu z ESG politiko (Borgwarner, 2020).

Slika 7 prikazuje ESG ocene ponudnika Bloomberg za podjetje Borgwarner med leti 2016 in 2019. V letu 2016 je bila ocena za razkrivanje informacij o vodenju ESG politike podjetja pod 30 %, nato pa se je ta ocena do leta 2019 povečala na 40,9091 %.

Slika 7: ESG ocene podjetja Borgwarner med leti 2016 - 2019



Vir: Bloomberg (brez datuma).

Poglavje o upravljavski politiki podjetja zajema sedem podpoglavij, v poglavju pa jasno definirajo vodenje upravljaljske politike na podlagi glavnih in najpomembnejših ocenjevalnih kriterijev, kot so poslovna etika, finančna disciplina, poslovanje v skladu z revizorskimi standardi, zasebnost in varstvo podatkov itd. V poglavju o proizvodih podjetja, ki vsebuje šest podpoglavij, so zabeležene informacije o varnosti proizvodov, kakovosti, zadovoljstvu uporabnikov, uporabi materialov itd. Tudi poglavje o okoljevarstveni politiki vključuje šest podpoglavij, ki prav tako opredeljujejo glavne indikatorje, kot so skrb za biodiverzitet, ravnanje z odpadki, varčnost z vodo, izpusti toplogrednih plinov itd.

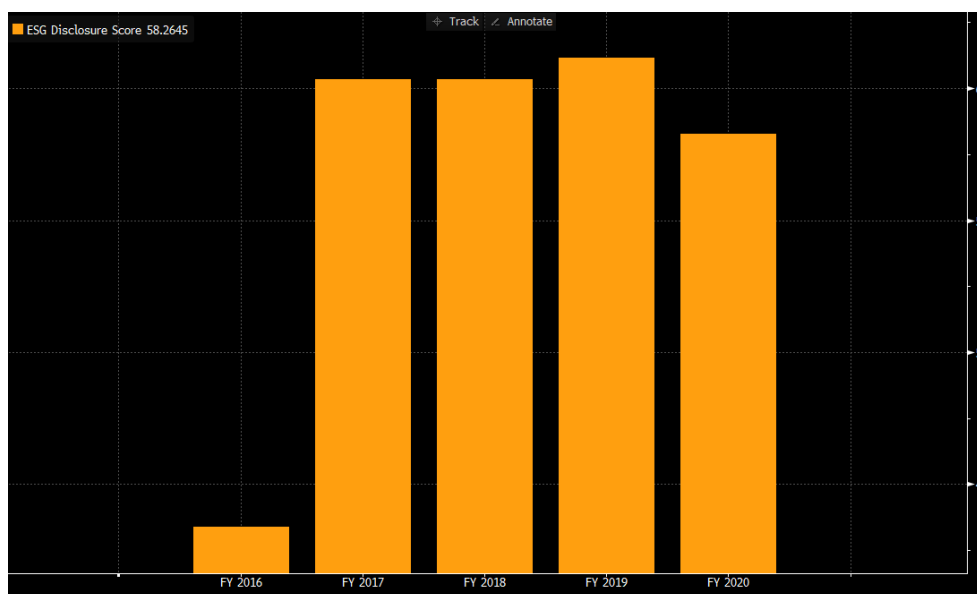
Družbena odgovornost podjetja je opredeljena v zadnjem poglavju, ki vsebuje sedem podpoglavij, znotraj teh pa najdemo informacije o ohranjanju in razvijanju talentov znotraj delovnega okolja, etičnem vedenju, raznolikosti zaposlenih itd. (Borgwarner, 2020).

Interval povprečnih ocen ponudnika Bloomberg za izbran nabor vrednostih papirjev je med 40 in 60 %. Podjetje Borgwarner je bilo z zadnjo razpoložljivo ESG oceno na spodnji meji intervala. Na podlagi pregleda poročil o trajnostnem razvoju je razvidno, da se podjetje pri razkrivanju informacij osredotoča na vse tri komponente E, S in G, a ne sledi točno tistim kategorijam znotraj posamezne komponente, ki jih v svoji metodologiji uporablja Bloomberg. Poleg tega je podjetje svoje prvo poročilo o trajnostnem razvoju izdalo šele v letu 2017, pred tem pa so informacije o poslovanju v skladu s trajnostnim razvojem objavili le na svoji spletni strani.

Drugo podjetje znotraj nabora, katerega ocena se je med leti 2016 do leta zadnje razpoložljive ocene spremenila za več kot 10 odstotnih točk, je podjetje Essity AB. Podjetje ima sedež na Švedskem, glavna dejavnost pa je usmerjena v proizvodnjo izdelkov za osebno nego in higieno (Essity, brez datuma).

Slika 8 prikazuje ESG ocene ponudnika Bloomberg za podjetje Essity med leti 2016 in 2020. V letu 2016 je bila ocena za razkrivanje informacij o vodenju ESG politike podjetja pod 45 %, do leta 2020 pa se je povečala na 58,2645 %.

Slika 8: ESG ocene podjetja Essity med leti 2016 in 2020



Vir: Bloomberg (brez datuma).

Podjetje ima že na spletni strani veliko informacij o implementaciji ESG trendov v poslovanje, poleg tega pa redno objavlja tudi letna poročila. Sprememba v oceni je posledica

dejstva, da je bilo podjetje ustanovljeno šele 15. junija 2017, kar pomeni, da ocena iz leta 2016 odraža začetke podjetja pred samo ustanovitvijo (Essity, brez datuma).

Essity je podjetje, ki je že v samem začetku poslovanje oblikovalo z mislijo na okolje in ljudi. Poslovni model podjetja je zasnovan na družbeno in okoljsko odgovoren način, podjetje pa javnosti jasno in učinkovito razkriva vse informacije o implementaciji ESG politike. Svojo transparentnost kaže tako, da odgovarja na vsa vprašanja investorjev, podatke in informacije pa deli tudi s širšo javnostjo. Vsako leto redno ažurira letna poročila o trajnostnem razvoju, poleg tega pa pri razkrivanju informacij sledi Global Reporting Initiative (GRI) mednarodnim standardom (Essity, 2017).

Podjetje je od leta 2017 do leta 2019 ohranjalo oceno, ki je v zgornjem intervalu povprečja ESG ocen, katere je Bloomberg dodelil podjetjem znotraj nabora. Tako Bloomberg podjetje Essity ocenjuje kot nadpovprečno na podlagi uspešnosti in odgovornosti razkrivanja informacij o vodenju in implementaciji ESG politike.

Podjetje je s strani Bloomberg v primerjavi z ostalimi podjetji v naboru visoko ocenjeno tudi zato, ker ima na spletni strani javno objavljene številke, katere nakazujejo na izboljšanje rezultatov, ki so posledica implementacije ESG politike v poslovanje. Za visoko oceno je pomembno tudi to, da se podjetje pri podajanju informacij osredotoča na vse tri segmente (torej tako na okoljevarstvene izboljšave, kot tudi na skrb za družbo in prakse upravljanja). Essity v svojih poročilih jasno predstavi vse tri segmente in cilje za vsak segment E, S in G posebej. Njihov sistem merjenja rezultatov (ki jih prikazujejo na podlagi tabel o izpustih toplogrednih plinov, varčevanju z vodo, količino smeti ...) so jasno in organizirano predstavljeni javnosti ter so javno dostopni na njihovi spletni strani. Tabela o uporabi vode podjetja Essity je prikazana na sliki 9 (Essity, 2019).

Slika 9: Prvi primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Poraba vode podjetja Essity)

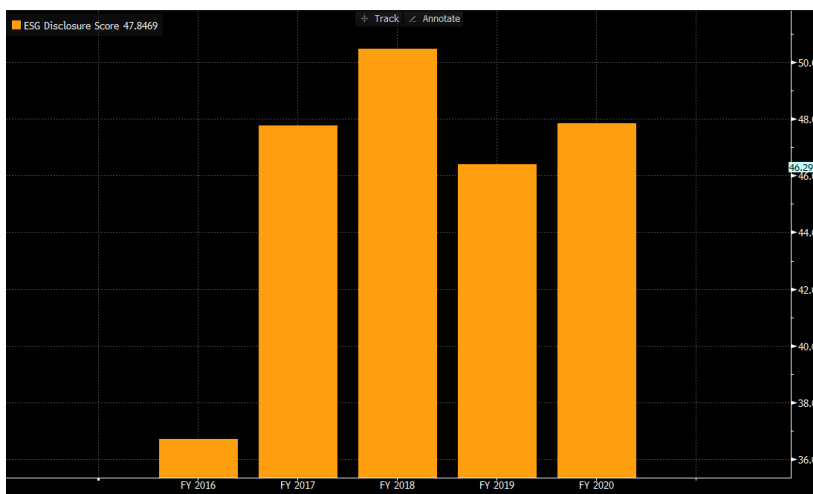
Voda (mm ³)	2020	2019	2018	2017	2016
Pridobivanje vode	90	102	100	101	102
Izlivi vode	81	94	93	93	93
Poraba vode	9	7	7	8	9

Prerejeno po Essity (2019).

Podjetje, katerega ocena se je med leti 2016 in 2020 precej spreminjala, je Home Depot Inc. Podjetje je eden izmed največjih specializiranih trgovcev na drobno, ki se ukvarja s prodajo izdelkov za dom in okolico. Upravlja s skoraj 2300 trgovinami in ima na voljo več kot 30.000 izdelkov. Poleg izdelkov podjetje ponuja tudi storitve namestitve svojih produktov, poleg ekonomske vrednosti pa je podjetje znano tudi kot dober zgled podjetja, ki skrbi za okolje

in družbo (Morningstar, brez datuma a). Slika 10 prikazuje ESG ocene podjetja Home Depot med leti 2016 in 2020.

Slika 10: ESG ocene podjetja Home Depot med leti 2016 in 2020



Vir: Bloomberg (brez datuma).

Ocena podjetja Home Depot je v letu 2016 znašala malo manj kot 37 %, nato pa se je v letu 2017 povečala na slabih 48 %. Najvišja je bila leta 2018, ko je njena vednost presegla 50 %, z letom 2019 pa se je ESG ponovno znižal na dobrih 46 %. Ocena je v letu 2020 znašala natančno 47,8469 %.

V primerjavi s podjetjem Essity ima podjetje Home Depot na spletni strani manj informacij o rezultatih vodenja ESG politike. Število podzavihkov v zavihku o trajnostnem razvoju je manjše, poročila o številkah pa so manj podrobna in vključujejo le cilje za zmanjšanje onesnaževanja, ne pa tudi konkretnih števil o uspešnosti zasledovanja ciljev skozi leta.

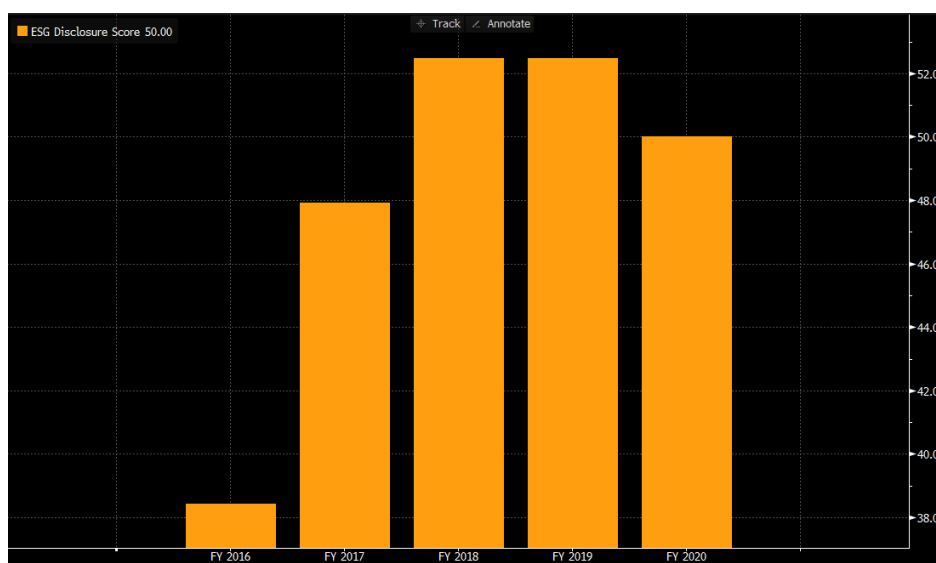
Poročilo o trajnostnem razvoju je bilo v letu 2017 v primerjavi z letom 2016 bolj obširno in dodelano ter je investitorjem nudilo več informacij o odgovornem poslovanju podjetja. Opazna razlika med poročiloma je ta, da je v poročilu iz leta 2017 že na začetnih straneh jasno definirano, kakšni so cilji podjetja glede trajnostnega razvoja in katere so glavne problematike, na katere se podjetje osredotoča. Poročilo iz leta 2017 ima tudi več strani ter je vsebinsko bogatejše. Količina in kakovost informacij iz poročil bi lahko bila razlog za skoraj 10-odstotni skok ESG ocene ponudnika Bloomberg med leti 2016 in 2017 (Home Depot, 2016; Home Depot, 2017).

Podjetje je v letu 2018 dodatno razdelalo in informacijsko obogatilo svoje letno poročilo o trajnostnem razvoju ter povečalo število strani za skoraj 100 % (v primerjavi z letom 2016). V primerjavi z letom 2017 ima poročilo iz leta 2018 poleg naštetih ciljev, povezanih s trajnostnim razvojem, omenjene tudi konkretne številke, ki opisujejo cilje. Iz vidika Bloomberg kot ponudnika ocene, so konkretne številke pomemben indikator, da podjetje javnosti podaja kredibilne informacije (Home Depot, 2018).

Investicije podjetja v kakovostna in vsebinsko bogata poročila o trajnostnem razvoju so se odrazile tudi na ESG oceni, ki je do leta 2018 znatno naraščala. Zanimivo je, da je podjetje kljub dodatnim izboljšavam poročil o trajnostnem razvoju dobilo skoraj 5 % slabšo oceno v letu 2019. Poročilo iz leta 2019 namreč zajema konkretne in obširne podatke o glavnih segmentih okoljevarstvene in družbene odgovornosti podjetja ter izboljšavah v zadnjih treh letih. Vsebinsko je bolj bogato, precej daljše od poročil iz predhodnih let in zajema konkretne številke ter primerjalne podatke med leti. V poročilih iz let 2019 in 2020 pa je opazno, da podjetje manj pozornosti namenja vodstveni komponenti, kar še ne pomeni, da neuspešno zasleduje cilje dobrih vodstvenih praks. Pomeni zgolj to, da podjetje o tem segmentu poda manj informacij (Home Depot, 2019; Home Depot, 2020).

Podjetje, katerega ESG ocena je od leta 2016 do leta 2020 narastla za več kot 10 odstotnih točk, je tudi Procter & Gamble Co. Od svoje ustanovitve leta 1837 je Procter & Gamble postal eden največjih svetovnih proizvajalcev potrošniških izdelkov, ki je ustvaril več kot 75 milijard dolarjev letne prodaje. Deluje z vrsto vodilnih blagovnih znamk, ki ustvarijo več kot 1 milijardo dolarjev letne svetovne prodaje higienskih pripomočkov (Morningstar, brez datuma b). Slika 11 prikazuje ESG ocene podjetja Procter & Gamble med leti 2016 in 2020.

Slika 11: ESG ocene podjetja Procter & Gamble med leti 2016 in 2020



Vir: Bloomberg (brez datuma).

Ocena podjetja Procter & Gamble je v letu 2016 znašala dobrih 38 %, nato pa je do leta 2017 poskočila za slabih 10 odstotnih točk. Leto kasneje je ocena znašala dobrih 52 %, dve leti kasneje pa je rahlo padla na 50 %. Podjetje je od leta 2018 do leta 2020 ohranjalo oceno, katera je v povprečju intervala ESG ocen, ki jih je Bloomberg dodelil podjetjem znotraj nabora.

Po pregledu letnega poročila o trajnostnem razvoju za leto 2016 je v poročilu na podlagi informacij, ki jih podjetje razkriva javnosti, jasno zaznati, da se podjetje bolj osredotoča na

skrb za okolje in v svoje poslovanje implementira predvsem okoljevarstvene cilje. Kljub temu da za vsako komponento E, S in G omeni, kakšne so njihove prioritete in kako skušajo poslovati v skladu z ESG trendi, sta komponenti S in G v primerjavi s komponento E v poročilu vsebinsko veliko bolj osiromašeni. Večji del poročila iz leta 2016 je namenjen poročanju o poslovanju v skladu z okoljevarstvenimi trendi, podjetje pa podaja tudi konkretne številke o napredkih, ki so posledica okoljevarstvenega poslovanja, in ciljih za prihodnost (Procter & Gamble, 2016).

Kljub nazorno in učinkovito predstavljenim podatkom o skrbi podjetja za okolje in poslovanju v skladu z okoljevarstvenimi trendi je ESG ocena ponudnika Bloomberg nizka, saj se podjetje v poročilu ni enakovredno osredotočilo na ostali dve komponenti S in G. Slednji imata v modelu, ki ga Bloomberg uporablja pri ocenjevanju podjetij na podlagi razkrivanja informacij, enakovredno utež kot komponenta E. Slika 12 prikazuje primer dobre prakse predstavitve kvantitativnih podatkov izpusta CO₂e podjetja Procter & Gamble.

Slika 12: Drugi primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Kvantitativno poročanje o skrbi za okolje podjetja Procter & Gamble)

Okoljski prispevek	Tone (CO₂e)
Transport in distribucija materiala in storitev	8.560.000
Kapitalsko blago	246.508
Odpadki (ustvarjeni med procesom poslovanja)	9.035
Poslovne poti	100.000
Prodaja produktov	/
Uporaba prodanih produktov	186.500.000
Transport zaposlenih	117.412

Prirejeno po Procter & Gamble (2018).

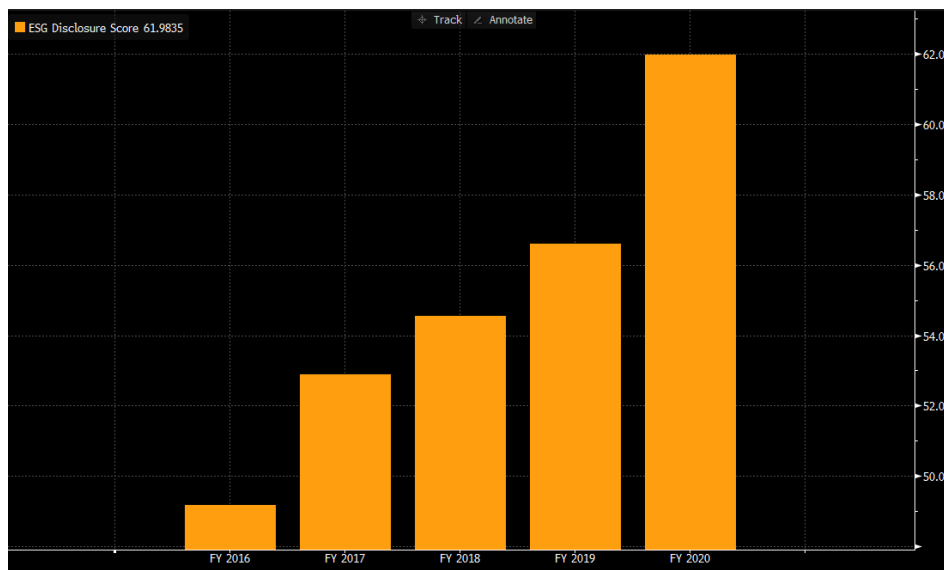
Kvantitativno poročanje o skrbi za okolje podjetja Procter & Gamble je v primerjavi s podjetjem Essity manj nazorno in ne prikazuje primerjalnih podatkov za več let, iz katerih bi lahko vlagatelji razbrali, ali podjetje dejansko uresničuje cilje glede manjšega onesnaževanja. Zaradi tega ima podjetje Procter & Gamble nižjo oceno.

V letu 2017 je podjetje Procter & Gamble dodatno vsebinsko obogatilo svoje poročilo o trajnostnem razvoju in javnosti razkrilo več informacij o implementaciji ESG politike v poslovanje. V poročilu se podjetje ponovno bolj osredotoča na informacije o vodenju okoljevarstvene politike, kjer navaja tudi konkretne številke o izpustnih toplogrednih plinov, upravljanju z odpadki in vodo ter ostale pomembne kategorije, ki so zajete znotraj E komponente. Opaziti je znatno izboljšanje pri poročanju o poslovanju v skladu s socialno in upravljavsko odgovornostjo, kjer podjetje poda več informacij, tako vsebinskih kot tudi kvantitativnih. Navajanje informacij in poglavja v poročilu iz leta 2017 so tudi bolj korelirana z modelom, ki ga Bloomberg uporablja za dodeljevanje ocen in z indikatorji znotraj modela (Procter & Gamble, 2017).

Kljub učinkovitem poročanju in kakovostnih poročilih o trajnostnem razvoju pa je v vseh poročilih opazno, da se Procter & Gamble veliko bolj osredotoča na okoljevarstveno in socialno politiko, kot pa na dobre vodstvene prakse.

Podjetje, katerega ocena se je od leta 2016 do leta 2020 konstantno povečevala, je Siemens AG. Siemens AG je industrijski konglomerat s podjetji, ki prodajajo komponente in opremo za tovarniško avtomatizacijo, železniško opremo, električno distribucijsko opremo in medicinsko opremo. Njegove ločeno navedene poslovne enote vključujejo Siemens Healthineers, Siemens Energy in Siemens Gamesa, te pa dobavljajo opremo za medicinsko slikanje, proizvodnjo električne energije in vetrne turbine (Morningstar, brez datuma c). Slika 13 prikazuje ESG ocene podjetja Siemens med leti 2016 in 2020.

Slika 13: ESG ocene podjetja Siemens med leti 2016 in 2020



Vir: Bloomberg (brez datuma).

Ocena podjetja Siemens je med vsemi šestimi analiziranimi podjetji najvišja, kar bi pomenilo, da je podjetje najbolj uspešno pri razkrivanju informacij in ima najbolj kvalitativno in kvantitativno dovršena poročila o trajnostnem razvoju. ESG ocena se je od

leta 2016, ko je znašala slabih 50 %, do leta 2020 povečala na 61,9835 %. Ta ocena presega zgornjo mejo povprečnega intervala Bloomberg ocen za izbran nabor vrednostnih papirjev, ki znaša 60 %.

Siemens je v letu 2016 izdal dve poročili, v katerih razkriva podatke o vodenju ESG politike. V poročilih iz leta 2016 je razvidno, da se bolj osredotoča na socialno odgovornost ter da so prioritete podjetja usmerjene v dobrobit zaposlenih in dovršen model poslovanja. Poglavja o socialni politiki v letnem poročilu iz leta 2016 najbolj sovpadajo z indikatorji komponente S, ki jih Bloomberg uporablja pri svojih izračunih (Siemens, 2016).

ESG ocena podjetja se je do leta 2020 konstantno povečevala. Prva opazna sprememba v poročilu iz leta 2017 (v primerjavi s poročilom iz leta 2016) je drugačna struktura samega poročila, ki se ločeno razdeli glede na glavne komponente ESG ocene. Bolj jasna in organizirana struktura poročila omogoča vlagateljem boljše razumevanje in pripomore k bolj jasnemu poročanju o implementaciji ESG politike. Opazno je tudi, da je več poglavij (predvsem znotraj komponente S) dodatno koreliranih z indikatorji v Bloomberg modelu. Glavna prednost poročil podjetja Siemens je v tem, da jasno in kvantitativno opredeljujejo ESG poslovanje s primerjalnimi podatki iz prejšnjih let (npr. koliko žensk zaposluje podjetje itd.), od analiziranih podjetij pa podobne prakse zasleduje tudi podjetje Essity (Siemens, 2017). Slika 14 prikazuje število zaposlenih žensk po regijah (kot % novozaposlenih) podjetja Siemens letih 2016 in 2017.

Slika 14: Tretji primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Število novozaposlenih žensk v podjetju Siemens)

Delež zaposlenih žensk po regijah (kot % novozaposlenih)	2017	2016
Siemens (sedež podjetja)	26	25
Evropa, Afrika, Bližnji Vzhod	25	24
Amerika	29	26
Azija, Avstralija	26	26

Prirejeno po Siemens (2017).

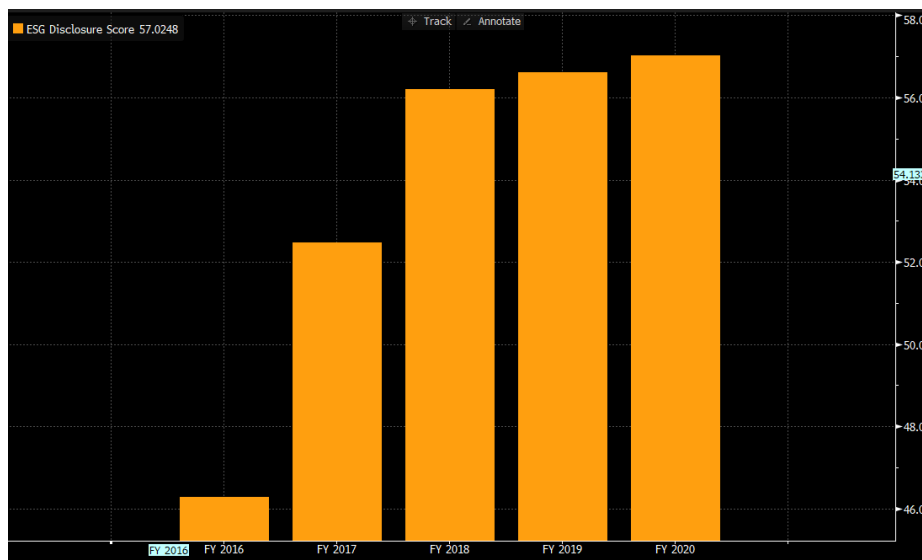
ESG ocena podjetja Siemens je največji skok doživela v letu 2020, ko se je v primerjavi z letom prej povečala za dobrih 6 %, v primerjavi z letom 2016 pa za dobrih 12 %. Prva opazna sprememba v poročilu iz leta 2020 je vsebinsko bogatejša in po številu strani skoraj še enkrat daljše poročilo, kot je bilo v letu 2016. Po primerjavi indikatorjev v Bloomberg modelu in informacij, ki jih vsebuje poročilo Siemens iz leta 2020, je opazno, da vsebuje bistveno več informacij o sedmih kategorijah (skrb za kakovost zraka, podnebne spremembe, biodiverziteta, energija, odpadki in distribucijska veriga), ki jih Bloomberg uporablja pri ocenjevanju. Znotraj komponente E tako poročilo omeni vse kategorije, ki jih Bloomberg vključuje v ocene. Tudi pri S komponenti vsebuje poročilo informacije o vseh kategorijah,

ki jih za dodelitev ocen uporablja Bloomberg, z izjemo kategorije o človeškem kapitalu, ki v poročilu ni omenjena. Najmanj korelirane informacije z Bloomberg modelom pa so pri G komponenti, kjer od osmih kategorij, ki jih Bloomberg uporablja za ocenjevanje, podjetje omeni in navede podatke le za štiri (Siemens, 2020).

Kljub visokemu ujemanju informacij v poročilu podjetja Siemens z Bloomberg modelom so v ozadju še drugi dejavniki, od katerih je odvisna ocena. Bloomberg natančno določa, da morajo biti za upoštevanje informacij o določenem indikatorju podatki navedeni v specifični merski enoti. Če podjetje informacije o ženskah, ki so zaposlene v vodstvu (kar predstavlja enega izmed indikatorjev v kategoriji diverziteta) ne poda v obliki odstotka deleža vseh zaposlenih, ta podatek za ponudnika ESG ocene ni popoln. Poleg tega, da podjetje poda informacije o določenih segmentih ESG politike, je tudi pomembno, v katerih merskih enotah te podatke poroča in ali se ti skladajo z merskimi enotami Bloomberg modela.

Zadnje podjetje iz nabora vrednostnih papirjev, katerega ESG ocena se je v zadnjih petih letih spremenila za najmanj 10 odstotnih točk, je podjetje Sonova Holding AG. Sonova je eden največjih svetovnih proizvajalcev in distributerjev slušnih aparatov. Podjetje ima sedež v Švici in svoje izdelke distribuira v več kot 90 državah preko svoje notranje prodajne ekipe in neodvisnih trgovcev na drobno (Morningstar, brez datuma d). Slika 15 prikazuje ESG ocene podjetja Sonova med leti 2016 in 2020.

Slika 15: ESG ocene podjetja Sonova Holding med leti 2016 in 2020



Vir: Bloomberg (brez datuma).

Ocena je v letu 2016 znašala dobrih 46 %, nato pa je do leta 2020 konstantno naraščala in je v letu 2020 dosegla vrednost 57,0248 %. Tako se je podjetje v petih letih prebilo v zgornji del povprečnega intervala Bloomberg ocen, medtem ko je bilo v letu 2016 bližje spodnji meji intervala.

Podjetje je med analiziranimi podjetji tretje najvišje uvrščeno. Poročilo iz leta 2016 ni dostopno na spletu oziroma vanj ni omogočen vpogled, zato se na to poročilo ni mogoče sklicevati. Na spletu dostopno poročilo iz leta 2017 kaže na to, da podjetje jasno in organizirano podaja informacije o implementaciji ESG politike. Enako kot pri ostalih podjetjih, katerih ocena je v zadnjih petih letih naraščala, so se z leti poročila o trajnostnem razvoju vsebinsko bogatila in omogočala vpogled v več informacij iz naslova družbene, socialne in upravljalvske odgovornosti (Sonova, 2017).

Glede na to, da gre za podjetje, ki je tretje najboljše ocenjeno med šestimi podjetji v analizi in sodi v zgornji del intervala povprečnih Bloomberg ocen za izbran nabor vrednostnih papirjev, lahko pričakujemo, da imajo poročila podjetja Sonova podobne lastnosti kot poročila podjetij Essity in Siemens, ki sta še boljše ocenjeni.

Sonova objavlja poročila, ki so po številu strani sicer krajša od ostalih dveh boljše ocenjenih podjetij, a se pri poročanju osredotoča na nekatere pomembne indikatorje, ki jih ocenjuje Bloomberg, hkrati pa podatke podaja na primerjalni in kvantitativen način v obliki tabel, kot to počneta tudi Siemens in Essity. Slika 16 prikazuje primer dobre prakse prikaza kvantitativnih podatkov glede količine odpadkov (v tonah) podjetja Sonova.

Slika 16: Četrty primer dobre predstavitve kvantitativnih podatkov (Podatki o količini odpadkov podjetja Sonova)

Količina odpadkov (t)	2020	2019	2018
Celotna količina odpadkov	1.994	2.179	2.201
Količina nenevarnih odpadkov	894	995	995
Količina nevarnih odpadkov	37	39	40
Količina recikliranih odpadkov	1.063	1.146	1.165

Prيرهjeno po Sonova (2020).

Enako kot podjetje Siemens tudi Sonova v zadnjem letnem poročilu poda informacije o okoljevarstveni odgovornosti tako, da pri poročanju vključi vse kategorije, ki jih vsebuje Bloomberg model. Od tega kar štiri kategorije predstavi v obliki tabel s številčnimi in konkretnimi podatki, ki jih primerja z ostalimi leti in tako ponazori svoj napredek (Sonova, 2020).

Po pregledu letnih poročil o trajnostnem razvoju šestih podjetij, katerim se je ESG ocena, podeljena s strani ponudnika Bloomberg, v zadnjih petih letih povečala za vsaj 10 odstotnih točk, je možno potegniti določene zaključke na podlagi vzorcev, ki so se v poročilih ponavljali in ki so sovpadali z višjo ESG oceno.

Prva ugotovitev se nanaša na to, kako pomembno je, da podjetje vsako leto znova izda novo poročilo, v katerem se osredotoči le na dotično leto. Podjetje Borgwarner je na spodnji meji intervala povprečja ocen že zato, ker poročilo o trajnostnem razvoju izdaja na dve leti, Bloomberg pa v svoj model zajema letne podatke.

Druga ugotovitev je, da je število strani v poročilu v večini primerov povezano s pozitivno spremembo v oceni. Podjetja, ki so skozi leta investirala v kakovostno poročanje o okoljski in družbeni odgovornosti, so dobila višjo oceno. Daljša poročila navadno pomenijo tudi več kakovostne vsebine, na podlagi katere vlagatelji pridobijo boljši in bolj obširen vpogled v poslovanje podjetja s trendi trajnostnega razvoja in dobijo širšo sliko o pozitivnih učinkih, ki jih podjetje s poslovanjem naredi za družbo in okolje.

Tretja ugotovitev se nanaša na ujemanje kategorij (oziroma poglavji) v poročilih podjetij s kategorijami, ki jih Bloomberg uporablja pri ocenjevanju. Opazno je, da se večina podjetij prekriva pri poročanju o skrbi za okolje. Skoraj vseh šest podjetij v poročilih omeni količine emisij, skrb za biodiverzitetu, upravljanje z energijo, odpadki, vodnimi viri in svojo distribucijsko verigo. Okoljevarstvena odgovornost je v poročilih vseh podjetij tudi najbolj obširno opisana in vsebinsko bogata. Na drugi strani je socialna odgovornost slabše predstavljena, v ospredju pa so kategorije, kot so število zaposlenih žensk, skrb za ohranjanje talenta, število žensk na vodstvenih položajih, število mladih zaposlenih ... Na drugi strani je v poročilih vseh analiziranih podjetij najslabše vsebinsko predstavljen vidik odgovorne upravljaljske politike, kljub temu da v Bloomberg modelu predstavlja enakovredno (33 %) utež.

Naslednja ugotovitev se nanaša na kvantitativno predstavljene podatke v poročilih. Glede na ocene podjetij je opazno, da imajo višjo oceno tista podjetja, ki svoje podatke predstavijo v obliki tabel na kvantitativen način. Dve najbolje ocenjeni podjetji (Essity in Siemens) ponazarjata podatke o okoljevarstveni odgovornosti v obliki tabel, hkrati pa so podatki predstavljeni v takšnih merskih enotah, kot jih v model vključi Bloomberg.

Dodaten plus pri oceni so tudi podatki na spletni strani, čeprav se Bloomberg pri ocenjevanju najbolj osredotoča ravno na letna poročila o trajnostnem razvoju. ESG ocene so korelirane z vsebino v poročilih, bolje pa so ocenjena tista podjetja, ki podajo informacije o indikatorjih in kategorijah, katere uporablja Bloomberg, ti podatki pa morajo biti predstavljeni v specifičnih merskih enotah. Ni pa znano, ali Bloomberg podjetju za podatek o indikatorju, ki ga podjetje ne poroča, podeli oceno nič.

5 NASVETI ZA BOLJŠO PRIMERLJIVOST ESG OCEN

Povečano povpraševanje po investicijah v podjetja in produkte, ki delujejo kot okoljsko in družbeno odgovorna, se v zadnjih letih znatno povečuje, vzporedno s tem pa se povečuje tudi število ponudnikov, ki ta podjetja vrednotijo in dajo vlagateljem vpogled v okoljsko in družbeno odgovornost podjetij. Na podlagi teorije in prakse se je pokazalo, da ima rastoča

ESG panoga številne pomanjkljivosti. Med glavne štejemo različne kriterije in merila, ki jih ponudniki uporabljajo pri dodeljevanju ocen, neenoten sistem pa na trgu med vlagatelji povzroča zmedo (Mooij, 2017).

Razlike v metodah ocenjevanja in podatkovne vrzeli sta glavna razloga za medsebojno neprimerljivost ESG ocen različnih ponudnikov. Dosedanje analize so dokazale, da se razlike med ESG ocenami različnih ponudnikov dodatno povečujejo s količino javno dostopnih informacij. Podjetje, ki redno in javno objavlja informacije o vodenju ESG politike, ima navadno večje razlike med ESG ocenami različnih ponudnikov. Avtorji analiz to ugotovitev navajajo kot jasen dokaz, da obstaja nujnost po jasnejšem definiranju ESG matrik in harmonizaciji ocenjevanja podjetij (Kotsantonis & Serafeim, 2019).

Analiza korelacijskih koeficientov v drugem poglavju magistrskega dela je pokazala, da so ESG ocene podjetij, ki veljajo za družbeno in socialno odgovorna, med seboj neprimerljive. Skupna metodologija bi pripomogla k višjim korelacijskim koeficientom kljub temu, da bi ponudniki ocen preferirali različne komponente ocene. Pomanjkanje skupne metodologije pa je le eden izmed razlogov, zaradi katerih so ocene med seboj neprimerljive. Da bi panoga pridobila na kredibilnosti, bi morala vsaka skupina udeležencev trga (tako podjetja, kot tudi investitorji in ponudniki) pomagati in izboljšati obstoječe prakse, ki se nanašajo na ESG ocene in politiko.

Za doseganje večje harmonizacije in bolj primerljivih ESG ocen bi bilo potrebno, da tako podjetja kot tudi investitorji in ponudniki ocen uvedejo določene spremembe. Podjetja bi morala prevzeti večji nadzor nad objavljanim podatkom o implementaciji ESG politike in odgovarjati za informacije, ki jih objavijo, na drugi strani pa bi podatke morala samoregulirati na način, da bi omogočali boljšo primerljivost z ostalimi podjetji. Tudi investitorji bi si kot udeleženci trga morali prizadevati za razkritje matrik, ki jih ponudniki uporabljajo za ocenjevanje. V preteklosti so namreč investitorji zahteve po podatkih podali na nejasen in nestrukturiran način, njihovim zahtevam pa se ni ugodilo. Nepoznavanje matrik za ocenjevanje onemogoča implementacijo ESG ocen v naložbeno politiko investitorjev, saj so ocene med seboj neprimerljive. Ponudniki ESG ocen so tisti, ki morajo poenotiti metodologijo dodeljevanja ocen ter omogočiti transparentno nudenje podatkov ostalim udeležencem trga (Kotsantonis & Serafeim, 2019).

Pomemben in koristen korak za večjo kredibilnost ocen bi bila uvedba strožjih nadzorov nad objavljenimi letnimi poročili o trajnostnem razvoju, ki jih podjetja objavijo na letni ravni. Če so podatki, ki jih ponudniki ESG ocen dobijo od podjetij, nesistematično urejeni in nepreverjeni, so ocene posledično jasen odraz podatkov. Informacijska asimetrija med podjetji in ostalimi udeleženci trga bi se odpravila tako, da bi objavljene podatke nadzorovale neodvisne inštitucije. Nadzor tretjih, popolnoma neodvisnih oseb, bi pripomogel h kakovostnem poročanju posloводства, hkrati pa bi tako informacije kot tudi ESG ocene postale bolj verodostojne. Kljub temu da so raziskave pokazale, da se je od leta 1999 do leta 2008 delež podjetij, ki so ustrezno revidirala svoja poročila o trajnostnem

razvoju, povečal iz 21,4 % na 55,8 %, je delež za popolno verodostojnost poročil in ESG ocen še vedno nizek (Del Giudice & Rigamonti, 2020).

Nekatere raziskave dokazujejo, da dajejo ESG agencije višje ocene tistim podjetjem, katerih lastniki so tudi lastniki agencij. Če veliki delničarji vplivajo na agencije, je naravno pričakovati, da bodo agencije ugodneje ocenjevale tista podjetja, ki imajo skupne delničarje. Na ta način ocene več niso nepristranske in postanejo subjektivne. Za razliko od bonitetnih ocen so ESG ocene po naravi subjektivnejše narave. Za sistematičnost ocenjevanja in smiselnost dodeljevanja ESG ocen bi bilo potrebno oblikovati objektivni sistem ocenjevanja, agencije pa bi morale delovati kot popolnoma neodvisne inštitucije (Tang, Yan & Yao, 2021).

5.1 Uporaba pridobljenih rezultatov

V magistrskem delu sem na enostaven način skušala dokazati, da bi skupna metodologija vplivala na primerljivost ocen in zmanjšala zmedo vlagateljev na trgu.

Na podlagi pridobljenih rezultatov lahko povzamem naslednje ugotovitve:

- korelacijski koeficienti, izračunani na podlagi obstoječih ocen, so nizki zaradi različnih metodologij, različnih načinov zajemanja podatkov, različnih preferenc ponudnikov, različnih namenov ocenjevanja in ostalih dejavnikov (kot so razlike v razvitosti gospodarstev, velikosti podjetja, geografski legi podjetja itd.);
- skupna metodologija (ki pa ni nujno tudi najboljša) bi dvignila korelacijske koeficiente in jih naredila primerljive s korelacijskimi koeficienti med bonitetnimi hišami, kljub ohranjanju različnih preferenc posameznega ponudnika;
- uteži, ki jih ponudniki dajejo posamezni E, S in G komponenti in na podlagi katerih generirajo skupno ESG oceno, vplivajo na višino korelacijskih koeficientov;
- če so preference ponudnika specifično umerjene v eno izmed E, S in G komponent in so razlike med utežmi velike, lahko pričakujemo nizke korelacijske koeficiente in posledično neprimerljive ocene;
- podjetja, katerih ocena, dodeljena s strani Bloomberg, se je v zadnjih petih letih povečevala, so v tem času dodatno investirala v svoja letna poročila o trajnostnem razvoju in jih dodatno vsebinsko obogatila;
- višje ocenjena so tista podjetja, ki v letnih poročilih o trajnostnem razvoju navajajo kvantitativne podatke o okoljski, socialni in družbeni odgovornosti in katerih vsebina (indikatorji) se prekriva z dejanskim Bloomberg ocenjevalnim modelom.

5.2 Prednosti ESG politike in skupne metodologije

Skupna metodologija, ki bi pripomogla k višjim korelacijskim koeficientom, bi prinesla številne prednosti za vse akterje trga.

Vlagatelji svoje finančne odločitve v povprečju sprejemajo na podlagi racionalnih dejavnikov. Teorija o ekonomski koristnosti govori, da vsak vlagatelj pri odločitvi tehta med tveganjem na eni strani in donosom na drugi strani. Novodobna teorija pa se vse bolj nagiba v smer, da se vlagatelji skušajo približati trendu trajnostnega razvoja in pri svojih odločitvah v zakup vzeti tudi nefinančne dejavnike. Da bi nefinančni dejavniki minimalno vplivali na racionalnost odločitve, pa je potrebno poiskati skupen in sistematičen način njihovega ocenjevanja, ki bi ga povzemala skupna metodologija. Sistematičen način dodeljevanja ocen nefinančnih indikatorjev, ki bi bil zasnovan na način, primerljiv z ocenjevanjem kreditnih agencij, bi vlagateljem omogočal racionalno odločitev ter bi bil v pomoč in ne v breme in zmedo (Naveed, Sohail, Abdin, Awais & Batool, 2020).

Prednosti sistematičnega načina ocenjevanja in izboljšanje ESG praks pa se ne bi odražale le na ravni manjše zmedenosti investorjev. Učinkovito zasnovana skupna metodologija bi pripomogla k večji kredibilnosti ESG trendov in implementaciji trendov v življenje vseh udeležencev finančnih trgov. Večja kredibilnost v ESG investiranje bi povečala kapital, namenjen trajnostnemu investiranju, in povečala likvidnost vrednostnih papirjev. Ponudnika Sustainalytics in MSCI sta razvila indekse, ki merijo in razvrščajo podjetja na podlagi ESG meril v primerjavi z njihovimi konkurenti. Naložbeni skladi in ETF-ji na drugi strani te indekse primerjajo in zbirajo milijarde dolarjev, ki so jih pripravljeni vložiti v podjetja, ki najbolje odražajo ESG trende; to so dolgoročno usmerjeni delničarji, ki potencialno spodbujajo povpraševanje po delnicah podjetij (Atkins, 2020).

Kljub številnim pomanjkljivostim, ki jih kaže ESG panoga (kot so pomanjkanje skupne metodologije, neprimerljivost ocen, nesistematično dodeljevanje ocen, slaba in asimetrična informiranost tržnih udeležencev ...), pa ta v gospodarstvo prinaša tudi prednosti.

Prizadevanje držav, da zaščitijo potrebe prihodnjih generacij z varstvom okolja in spodbujanjem doseganja družbenih ciljev in ciljev upravljanja, se odraža v višji gospodarski rasti države. Raziskave so pokazale, da države, ki podpirajo ESG politiko, dosegajo višjo gospodarsko rast preko spodbujanja učinkovitejše rabe naravnih virov in učinkovitejšega izvajanja socialnih in ekonomskih politik. Številni avtorji tako podpirajo tako imenovano »teorijo zelene rasti«, na podlagi katere obstaja pozitivna korelacija med okoljsko uspešnostjo in gospodarsko rastjo (Diaye, Ho & Oueghlissi, 2021).

Pozitivni učinki ESG trendov se kažejo tako v splošnem gospodarstvu kot tudi pri posameznih udeležencih trgov. Vlagatelji na podlagi ESG ocen lažje razberejo potencialno tveganje, ki ga izbrana naložba prinaša. Kljub temu da je ESG ocene različnih agencij med seboj težko primerjati, pa se te v večini strinjajo pri ocenjevanju podjetij, ki niso okoljsko, socialno in vodstveno odgovorna. Pri takšnih podjetjih vlagatelj hitro prepozna potencialne nevarnosti, ki so vezane na prihodnjo škodo, ko pogleda ESG oceno podjetja (npr. podjetja v kemični industriji morajo imeti strog nadzor nad okoljsko politiko, saj bi sicer škoda, nastala zaradi izliva kemikalij, podjetju povzročila velike stroške, delnice podjetja pa bi posledično padle) (Inton, 2021).

SKLEP

Upravljalci premoženja in investitorji se vse bolj zavedajo, da ESG ocene vsako leto pridobivajo na pomenu in da postajajo nujen kriterij, na podlagi katerega je potrebno sprejeti naložbene odločitve. Kljub naraščajočemu trendu pa imajo vlagatelji slabe smernice glede implementacije ESG naložb v portfelje. Poleg slabih smernic se bistveno razlikujejo tudi rezultati analiz o tem, ali ESG ocene na dolgi rok vplivajo na donose ali ne in o tem, da ne obstaja povezava med ESG ocenami in prihodnjimi donosi. Zmeda vlagateljev je dodatno poglobljena tudi zaradi različnih metodologij, ki jih agencije uporabljajo za izračun ESG ocen in zaradi nedostopnosti podatkov o uporabi matrik in zajemanju podatkov (Pedersen, Fitzgibbons & Pomorski, 2021).

V magistrskem delu sem podrobneje raziskala omenjene izzive, s katerimi se srečuje ESG panoga. Predstavila sem princip in definicijo trajnostnega razvoja, na podlagi katerega temelji ESG politika. Opisala sem panogo ESG ponudnikov in glavne izzive, s katerimi se panoga srečuje. Opredelila sem tudi načine ocenjevanja in osnovne podatke o modelih, ki jih uporabljajo glavni ponudniki na trgu, ter opisala bistvene razlike med modeli in v zajemanju podatkov. V prvem poglavju sem tako podala teoretično podlago in opisala vse izzive, zaradi katerih so trenutne ESG ocene med seboj neprimerljive in z vidika številnih vlagateljev nekoristne kot odločitveni kriterij za oblikovanje portfeljev.

V ta namen sem v začetku empiričnega dela magistrskega dela izračunala korelacijske koeficiente med tremi agencijami, ki ponujajo ESG ocene, in sicer agencij Bloomberg, RobecoSAM in Sustainalytics. Izbrane agencije imajo skupno to, da za ocenjevanje uporabljajo enako lestvico, saj so njihove ocene razvrščene od 0 do 100 %. Enaka lestvica omogoča lažje primerjanje, saj imajo lestvice ocenjevanja drugih ponudnikov neznano distribucijo. Za izračun in primerjanje ocen sem izbrala podjetja, ki so uvrščena v vzajemni sklad z imenom Družbeno odgovorni delniški sklad družbe za upravljanje premoženja NLB Skladi, d.o.o., gre pa za podjetja, ki veljajo za družbeno, socialno in vodstveno odgovorna.

Izračunala sem korelacijske koeficiente skupne ESG ocene za različne kombinacije treh omenjenih agencij ter korelacijske koeficiente za posamezne E, S in G komponente ocene. Korelacijski koeficienti tako celotne ESG ocene, kot tudi posameznih komponent med tremi agencijami so bili za izbran nabor vrednostnih papirjev izredno nizki, analizo pa sem podkrepila tudi s teoretičnimi razlogi, zaradi katerih so ocene med seboj neprimerljive. Eden izmed glavnih razlogov za nizke koeficiente so temeljne razlike v metodologijah in namenu ocenjevanja. Bloomberg kot ponudnik svoje ocene oblikuje na podlagi uspešnosti razkrivanja informacij o trajnostni politiki podjetja, medtem ko agenciji RobecoSAM in Sustainalytics ocene dodeljujeta na podlagi dejanske uspešnosti implementacije ESG trendov v poslovanje podjetja. Določila sem tudi povprečni interval ocen za posamezno agencijo, na način, da sem od povprečne ocene podjetij v naboru v plus in v minus dodala 10 odstotnih točk.

Bistvo magistrskega dela je bilo dokazati, da bi skupna oziroma poenotena metodologija ocenjevanja podjetij pripomogla k višjim korelacijskim koeficientom, ki bi bili primerljivi s korelacijskimi koeficienti bonitetnih hiš. V ta namen sem se odločila, da bom ohranila obstoječo metodologijo agencije RobecoSAM, v katero sem tudi dobila vpogled. Možnost vpogleda v ocenjevanje omenjene agencije mi je omogočila družba NLB Skladi, d.o.o. Pred izračunom korelacijskih koeficientov sem morala ponovno dodeliti ocene izbranim podjetjem, in sicer za vse tri agencije. Ob dodeljevanju novih ocen sem oblikovala predpostavke, da agencije dodeljujejo različne uteži za posamezne E, S in G komponente. Na ta način sem ohranila določene razlike pri ocenjevanju in poenotila le metodologijo (torej kategorije in indikatorje, ki jih agencije uporabljajo za izračun). Na obstoječo oceno za vsako izmed komponent E, S in G, ki jih je že dodelila agencija RobecoSAM, sem aplicirala različne uteži za vsako izmed agencij.

Kombinacijo uteži 44 %, 28 % in 28 % sem uporabila na način, da je agencija RobecoSAM tista, ki ji je pri ocenjevanju bolj pomembna vodstvena odgovornost podjetja, torej za G komponento uporablja utež 44 %. Za Bloomberg sem predpostavila, da mu je bolj pomembna okoljevarstvena ozaveščenost podjetja in daje komponenti E utež 44 %, medtem ko Sustainalytics preferira socialno odgovornost in ji daje utež 44 %. Ostali dve komponenti, katerih agencija ne preferira, imata utež 28 %. Ponovni izračun simulativnih ocen je pokazal, da so na takšen način ocene med seboj bolj podobne in primerljive. Na podlagi novih ocen izračunani korelacijski koeficienti so bistveno višji kot so dejanski korelacijski koeficienti, primerljivi pa so s koeficienti med bonitetnimi hišami. Z izračunom korelacijskih koeficientov sem potrdila raziskovalno vprašanje, da bi skupna metodologija pripomogla k boljši primerljivosti ESG ocen, kljub ohranjanju razlik v preferencah agencij, ki ocene dodeljujejo.

Dodala sem še podanalizo, saj sem želela preveriti, ali bi večja razlika med utežmi, ki jih agencije dodeljujejo komponentam, bistveno spremenila korelacijske koeficiente. Ocene sem na enak način izračunala še enkrat, le da sem tokrat uporabila kombinacijo uteži 60 %, 20 % in 20 %. Upoštevala sem enake preference agencij (RobecoSAM preferira vodstveno odgovornost, Bloomberg preferira okoljevarstveno odgovornost, Sustainalytics pa preferira socialno odgovornost). Po ponovnem izračunu korelacijskih koeficientov sem ugotovila, da so ti ponovno znatno nižji, kar pomeni, da so ocene med seboj (podobno kot obstoječe ocene) neprimerljive.

Prvo podpoglavje četrtega poglavja magistrskega dela obsega analizo sprememb indikatorjev, ki jih agencije uporabljajo za ocenjevanje. Vključuje opazovanja različnih avtorjev o spremembah preferenc ponudnikov ESG ocen in spremembah v poudarkih ocenjevanja skozi čas. V drugem podpoglavju sem na terminalu Bloomberg poiskala tista podjetja znotraj nabora vrednostnih papirjev, katerih ocena (ki jo je dodelil Bloomberg) se je v zadnjih petih letih spremenila za 10 odstotnih točk ali več. Glede na to, da je oceno dodelil Bloomberg, gre za oceno, ki odraža uspešnost podjetja pri razkrivanju informacij o okoljski, socialni in vodstveni odgovornosti. Med vsemi podjetji iz nabora je bilo pet takšnih,

katerih ocena se je v zadnjih petih letih povečala za vsaj 10 odstotnih točk. Preverila sem, med katerimi leti je prišlo do največje razlike in na podlagi letnih poročil o trajnostnem razvoju skušala poiskati razlog za pozitivno spremembo.

Ugotovila sem, da so podjetja, ki imajo daljša in vsebinsko bolj bogata poročila o trajnostnem razvoju, tudi bolje ocenjena. K oceni bistveno prispeva tudi predstavitev podatkov, ki mora biti v obliki kvantitativnih podatkov. Na Bloomberg terminalu sem pridobila model, ki ga Bloomberg uporablja za ocenjevanje in ugotovila, da imajo višjo ESG oceno tista podjetja, ki v svojih poročilih podajo podatke o specifičnih indikatorjih in kategorijah, katere vsebuje Bloomberg model, poleg tega pa morajo biti informacije podane v specifičnih merskih enotah. Na oceno vpliva tudi količina informacij na spletni strani, višje ocene pa imajo tista podjetja, ki letno poročilo o trajnostnem razvoju izdajo za vsako leto posebej.

V zadnjem poglavju magistrskega dela sem se osredotočila na podajanje smernic in nasvetov, ki bi zmanjšali zmedo na finančnih trgih. Opisala sem uporabo pridobljenih rezultatov ter definirala prednosti skupne metodologije za posamezne udeležence trga ter prednosti, ki jih ESG trendi prinašajo gospodarstvu.

LITERATURA IN VIRI

1. Atkins, B. (2020). *Demystifying ESG: Its History & Current Status* – Forbes. Pridobljeno 13. septembra 2021 iz <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2020/06/08/demystifying-esgits-history--current-status/?sh=c9ec9c32cdd3>
2. Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C. & Pelizzon, L. (2020). *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance*. Pridobljeno 7. marca 2021 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3659271
3. Bloomberg Company Press. (2020, 11. avgust). *Bloomberg Launches Proprietary ESG scores*. Pridobljeno 20. julija 2021 iz <https://www.bloomberg.com/company/press/bloomberg-launches-proprietary-esg-scores/>
4. Bloomberg. (brez datuma.). *Bloomberg for sustainable finance analysis*. Pridobljeno 10. avgusta 2021 iz <http://business.library.emory.edu/documents/databases/bloomberg-esg-brochure.pdf>
5. Boffo, R., Marshall, C. & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Environmental Pillar Scoring and Reporting*. Pridobljeno 5. avgusta 2021 iz www.oecd.org/finance/esg-investing-environmental-pillar-scoring-and-reporting.pdf.
6. BorgWarner. (2020). *2018 – 2019 Sustainability Report*. Pridobljeno 14. oktobra 2021 iz <https://www.readkong.com/page/2018-2019-sustainability-report-8893972>
7. BorgWarner. (brez datuma.). *Sustainability*. Pridobljeno 14. oktobra 2021 iz <https://www.borgwarner.com/company/sustainability>

8. Bouyé, E. & Menville, D. (2021). *The Convergence of Sovereign Environmental, Social and Governance Ratings*. Pridobljeno 8. junija 2021 iz <https://ssrn.com/abstract=3568547>
9. Caplan, J., Griswold, J. & Jarvis, G. (2013, september). *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*. Pridobljeno 5. oktobra 2021 iz <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED559300.pdf>
10. Cort, T. & Etsy, D. (2020). ESG Standards: Looming Challenges and Pathways Forward. *Organization & Environment*, 33(4), 491–510.
11. Del Giudice, A. & Rigamonti, S. (2020, 15. julij). Does audit improve the quality of ESG scores? Evidence from corporate misconduct. *Sustainability*, 12(14), 5670.
12. Diaye, M. A., Ho, S. H. & Oueghlissi, R. (2021, 16. marec). *ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis*. Pridobljeno 13. decembra 2021 iz <https://doi.org/10.1007/s10663-021-09508-7>
13. Doyle, T. (2018, julij). *Ratings that don't rate – The subjective world of ESG rating agencies*. Pridobljeno 5. marca 2021 iz https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf
14. Escrig-Olmedo, E., Fernandez-Izquierdo, M. A., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M. & Munoz-Torres, M. J. (2019, 11. februar). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, 11, 915.
15. Essity. (2017). *Annual and Sustainability report 2017*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz <https://www.essity.com/investors/reports/reportdetails/annual-reports/annual-and-sustainability-report-2017>
16. Essity. (2019). *Annual and Sustainability report 2019*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz <https://reports.essity.com/2019/annual-and-sustainability-report/>
17. Essity. (brez datuma). *About company*. Pridobljeno 10. decembra 2021 iz <https://www.essity.com/>
18. Feifei, L. & Ari, P. (2020, januar). *What a difference an ESG ratings provider makes!* Pridobljeno 15. marca 2021 iz https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.
19. Hawley, J. (brez datuma). *ESG Ratings and Rankings*. Pridobljeno 4. marca 2021 iz <https://truvaluelabs.com/wp-content/uploads/2017/12/ESG-Ratings-and-Rankings-All-Over-the-Map.pdf>
20. Home Depot. (2016). *Responsibility Report 2016*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz https://corporate.homedepot.com/sites/default/files/image_gallery/PDFs/THD_0040_2016%20Responsibility%20Report_Online.pdf
21. Home Depot. (2017). *Responsibility Report 2017*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz <https://corporate.homedepot.com/newsroom/infographic-2017-responsibility-report>
22. Home Depot. (2018). *Responsibility Report 2018*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz https://corporate.homedepot.com/sites/default/files/image_gallery/PDFs/THD_Responsibility%20Report%202017.pdf

23. Home Depot. (2019). *Responsibility Report 2019*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz https://live-home-depot-corporate.pantheonsite.io/sites/default/files/2019_Responsibility%20Report_FINAL_Master_Update.png_.pdf
24. Home Depot. (2020). *Our Carbon Footprint Reduction*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz https://corporate.homedepot.com/sites/default/files/image_gallery/The%20Home%20Depot%20Carbon%20Footprint%20Oct%202018.pdf
25. Huber, B., Comstock, M., Polk, D. & LPP, W. (2017, 27. julij). *ESG reports and ratings: What they are, why they matter*. Pridobljeno 12. marca 2021 iz <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>
26. Ingo, W. (2020, 23. julij). Sense and nonsense in ESG rating. *Journal of law, finance and accounting*, 5(2), 307–36.
27. Inton, K. (2021, 14. april). *Why ESG investing is about more than feeling good*. Pridobljeno 13. decembra 2021 iz <https://www.morningstar.com/articles/1033006/why-esg-investing-is-about-more-than-feeling-good>
28. Kotsantonis, S. & Serafeim, G. (2019, 2. julij). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Applied corporate finance*, 31(2), 50–58.
29. Kuzmina, J. & Lindemane, M. (2017). ESG investing: New challenges and new opportunities. *Journal of Business Management*, 14, 85–98.
30. LaBella, M., Sullivan, L., Russell, J. & Novikov, D. (2019, september). *The devil is in the details: The divergence in ESG data and implications for responsible investing*. Pridobljeno 13. marca 2021 iz <https://www.leggmason.com/content/dam/leggmason/documents/en/insights-and-education/whitepaper/lm-qs-the-devil-is-in-the-details-0919.pdf>
31. Lopez, C., Contreras, O. & Bendix, J. (2020, 20. september). *Disagreement among ESG rating agencies: shall we be worried?*. Pridobljeno 15. marca 2021 iz <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/103027/>
32. Marquez, A. & Fombrun, C. (brez datuma). Measuring Corporate Social Responsibility. *Corporate Reputation Review*, 7(4), 304–308.
33. Matos, P. (2020, 7. avgust). *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*. Pridobljeno 10. novembra 2021 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668998
34. Mooij, S. (2017, 11. april). *The ESG Rating and Ranking Industry; Vice or Virtue in the Adoption of Responsible Investment?*. Pridobljeno 13. oktobra 2021 iz <https://ssrn.com/abstract=2960869>
35. Morningstar. (brez datuma a). *The Home Depot Inc.* Pridobljeno 20. novembra 2021 iz <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/hd/quote>
36. Morningstar. (brez datuma b). *Procter & Gamble Co.* Pridobljeno 20. novembra 2021 iz <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/pg/quote>

37. Morningstar. (brez datuma c). *Siemens AG*. Pridobljeno 22. novembra 2021 iz <https://www.morningstar.com/stocks/xetr/sie/quote>
38. Morningstar. (brez datuma d). *Sonova Holding AG*. Pridobljeno 21. novembra 2021 iz <https://www.morningstar.com/stocks/xswx/soon/quote>
39. MSCI. (brez datuma a). *ESG Ratings*. Pridobljeno 19. maja 2021 iz <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>
40. MSCI. (brez datuma b). *2021 ESG trends to watch*. Pridobljeno 5. oktobra 2021 iz <https://www.msci.com/documents/1296102/22092022/ESG-trends-transcript.pdf>
41. Naveed, M., Sohail, M. K., Abdin, S. Z., Awais, M. & Batool, N. (2020). Role of ESG disclosure in determining asset allocation decision: An individual investor perspective. *Paradigms*, 14(1), 157–165.
42. NLB skladi, d.o.o. (2021, februar). *Naložbe vzajemnih skladov*. Pridobljeno 16. marca 2021 iz <https://www.nlbskladi.si/skladi/podskladi/druzbeno-odgovorni-razviti-trgidelniski>
43. Novick, B., Deese, B., Clark, T., Evans, C., Lessne, A., Muldoon, M. & Pun, W. (2020, 22. januar). *Towards a Common Language for Sustainable Investing*. Pridobljeno 20. marca 2021 iz <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-towards-a-common-language-for-sustainable-investing-january-2020.pdf>
44. Panayiotou, N., Aravossis, K. & Moschou, P. (2008, 20. december). A New Methodology Approach for Measuring Corporate Social Responsibility Performance. *Water Air Soil Pollut: Focus*, 9, 129–138.
45. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L. (2021, november). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597.
46. Procter & Gamble. (2016). *Citizenship report 2016*. Pridobljeno 9. novembra 2021 iz https://downloads.ctfassets.net/oggad6svuzkv/4qBSVK0IkECsIOWCy42OEU/1b278d775e1067daafdbca9a70f4500b/2016_Full_Citizenship_Report.pdf
47. Procter & Gamble. (2017). *Citizenship report 2017*. Pridobljeno 9. novembra 2021 iz https://downloads.ctfassets.net/oggad6svuzkv/325tJmPxGEWQOgc6eGskKy/b69cb86ada52cfe97e468daadf20b741/2017_Full_Citizenship_Report.pdf
48. Procter & Gamble. (2018). *Citizenship report 2018*. Pridobljeno 9. novembra 2021 iz https://downloads.ctfassets.net/oggad6svuzkv/1LqUQKMqVOVK3yDQn1Mnu7/db2ee9e1eb9b480e2bdd356e8327720c/2018_Full_Citizenship_Report.pdf
49. Scalet, S. & Kelly, T. (2010). CSR Rating Agencies: What is their Global Impact? *Journal of Business Ethics*, 94, 69–88.
50. Siemens. (2016). *2016 Annual and Sustainability Report*. Pridobljeno 15. novembra 2021 iz <https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:0798c8ee-a2f1-497d-9378-42b5024945c3/ra2016-ingles.pdf>

51. Siemens. (2017). *Sustainability Information 2017*. Pridobljeno 15. novembra 2021 iz https://www.siemens.com/investor/pool/en/investor_relations/siemens_sustainability_information2017.pdf
52. Siemens. (2020). *Sustainability Information 2020*. Pridobljeno 15. novembra 2021 iz <https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:13f56263-0d96-421c-a6a4-9c10bb9b9d28/sustainability2020-en.pdf>
53. Sonova. (2017). *Corporate social responsibility report 2017*. Pridobljeno 20. novembra 2021 iz https://report.sonova.com/app/uploads/sites/2/2018/04/03_00_Sonova_AR17_CSR_Report_en.pdf
54. Sonova. (2020). *Corporate social responsibility report 2020*. Pridobljeno 20. novembra 2021 iz https://report.sonova.com/2021/app/uploads/10_Sonova_AR_2020_21_CSR_Report_en.pdf
55. SustainAbility. (2020, marec). *Rate the Raters 2020: Investors Survey and Interview Results*. Pridobljeno 10. marca 2021 iz <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/>
56. RobecoSAM. (brez datuma). *Measuring Intangibles – RobecoSAM's corporate sustainability assessment methodology*. Pridobljeno 19. maja 2021 iz https://www.spglobal.com/esg/csa/static/docs/measuring_intangibles_csa-methodology.pdf
57. Tang, D. Y., Yan, J. & Yao, Y. (2021, 19. november). *The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matters*. Pridobljeno 10. decembra 2021 iz <https://ssrn.com/abstract=3889395> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3889395>
58. Thomson Reuters. (brez datuma). *Top 100 global energy leaders*. Pridobljeno 8. maja 2021 iz <https://www.thomsonreuters.com/content/dam/ewp-m/documents/thomsonreuters/en/pdf/reports/thomson-reuters-top-100-global-energy-leaders-report.pdf>
59. Windolph, S. E. (2011). Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1(1), 38–57.
60. Yang, R. (2020, 18. april). *Credit Ratings in the Age of Environmental, Social, and Governance (ESG)*. Pridobljeno 15. oktobra 2021 iz <https://ssrn.com/abstract=3595376>
61. Zumente, I. & Lāce, N. (2021, 10. avgust). ESG Rating – Necessity for the Investor or the Company? *Sustainability*, 13(16), 8940.

PRILOGE

Priloga 1: Nabor vrednostnih papirjev za izračun korelacijskih koeficientov

Tip instrumenta	Naziv instrumenta	ISIN	Izdajatelj
Redna delnica	ALV GR	DE0008404005	ALLIANZ SE
Redna delnica	AMGN US	US0311621009	AMGEN INC
Redna delnica	ASML NA	NL0010273215	ASML HOLDING NV
Redna delnica	BK US	US0640581007	BANK OF NEW YORK MELLON CORP/T
Redna delnica	BN FP	FR0000120644	DANONE SA
Redna delnica	BWA US	US0997241064	BORGWARNER INC
Redna delnica	CAT US	US1491231015	CATERPILLAR INC
Redna delnica	CI US	US1255231003	CIGNA CORPORATION
Redna delnica	CPG LN	GB00BD6K4575	COMPASS GROUP PLC
Redna delnica	CRM US	US79466L3024	SALESFORCE.COM INC
Redna delnica	CS FP	FR0000120628	AXA SA
Redna delnica	CSX US	US1264081035	CSX CORP
Redna delnica	DIS US	US2546871060	WALT DISNEY CO/THE (NE)
Redna delnica	DSM NA	NL0000009827	KONINKLIJKE DSM NV
Redna delnica	ESSITYB SS	SE0009922164	ESSITY AB
Redna delnica	EW US	US28176E1082	EDWARDS LIFESCIENCES CORP
Redna delnica	GWW US	US3848021040	WW GRAINGER INC
Redna delnica	HAS US	US4180561072	HASBRO INC
Redna delnica	HD US	US4370761029	HOME DEPOT INC
Redna delnica	HEN3 GR	DE0006048432	HENKEL AG & CO. KGAA
Redna delnica	HIG US	US4165151048	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GR
Redna delnica	IFF US	US4595061015	INTL FLAVORS & FRAGRANCES
Redna delnica	ISP IM	IT0000072618	INTESA SANPAOLO SPA

Redna delnica	K US	US4878361082	KELLOGG CO
Redna delnica	KMB US	US4943681035	KIMBERLY-CLARK CORPORATION
Redna delnica	MSFT US	US5949181045	MICROSOFT CORP
Redna delnica	MTD US	US5926881054	METTLER-TOLEDO INTERNATIONAL INC.
Redna delnica	NKE US	US6541061031	NIKE INC
Redna delnica	NOVOB DC	DK0060534915	NOVO NORDISK A/S
Redna delnica	NVDA US	US67066G1040	NVIDIA CORP
Redna delnica	ORAN US	US6840601065	ORANGE S.A.
Redna delnica	PEP US	US7134481081	PEPSICO INC
Redna delnica	PG US	US7427181091	PROCTER & GAMBLE CO
Redna delnica	PLD US	US74340W1036	PROLOGIS INC
Redna delnica	PNC US	US6934751057	PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, INC.
Redna delnica	PNDORA DC	DK0060252690	PANDORA A/S
Redna delnica	REE SM	ES0173093024	RED ELECTRICA CORP SA
Redna delnica	REL LN	GB00B2B0DG97	RELX PLC
Redna delnica	ROG SW	CH0012032048	ROCHE HOLDING AG
Redna delnica	SAP GR	DE0007164600	SAP SE
Redna delnica	SIE GR	DE0007236101	SIEMENS AG
Redna delnica	SOON SW	CH0012549785	SONOVA HOLDING AG
Redna delnica	STT US	US8574771031	STATE STREET CORP
Redna delnica	SU FP	FR0000121972	SCHNEIDER ELECTRIC SE

Povzeto po NLB Skladi, d.o.o. (brez datuma).

Priloga 2: Simulacija ESG ocen z utežmi ponudnika RobecoSam

Naziv instrumenta	ISIN	Izdajatelj	ESG (%)
ALV GR	DE0008404005	ALLIANZ SE	88,88
AMGN US	US0311621009	AMGEN INC	60,56
ASML NA	NL0010273215	ASML HOLDING NV	80,48
BK US	US0640581007	BANK OF NEW YORK MELLON CORP/T	64,32
BN FP	FR0000120644	DANONE SA	69,2
BWA US	US0997241064	BORGWARNER INC	37,08
CAT US	US1491231015	CATERPILLAR INC	78,08
CI US	US1255231003	CIGNA CORPORATION	79,4
CPG LN	GB00BD6K4575	COMPASS GROUP PLC	52,32
CRM US	US79466L3024	SALESFORCE.COM INC	50,4
CS FP	FR0000120628	AXA SA	87,16
CSX US	US1264081035	CSX CORP	66,12
DIS US	US2546871060	WALT DISNEY CO/THE (NE)	27,64
DSM NA	NL0000009827	KONINKLIJKE DSM NV	63,12
ESSITYB SS	SE0009922164	ESSITY AB	77,32
EW US	US28176E1082	EDWARDS LIFESCIENCES CORP	69,8
GWW US	US3848021040	WW GRAINGER INC	54,28
HAS US	US4180561072	HASBRO INC	32,04
HD US	US4370761029	HOME DEPOT INC	19,96
HEN3 GR	DE0006048432	HENKEL AG & CO. KGAA	39,44
HIG US	US4165151048	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GR	66
IFF US	US4595061015	INTL FLAVORS & FRAGRANCES	75,88

ISP IM	IT0000072618	INTESA SANPAOLO SPA	82,52
K US	US4878361082	KELLOGG CO	74,52
KMB US	US4943681035	KIMBERLY-CLARK CORPORATION	28,6
MSFT US	US5949181045	MICROSOFT CORP	58,72
MTD US	US5926881054	METTLER-TOLEDO INTERNATIONAL INC.	37,2
NKE US	US6541061031	NIKE INC	57,6
NOVOB DC	DK0060534915	NOVO NORDISK A/S	45,76
NVDA US	US67066G1040	NVIDIA CORP	73,2
ORAN US	US6840601065	ORANGE S.A.	46,08
PEP US	US7134481081	PEPSICO INC	32
PG US	US7427181091	PROCTER & GAMBLE CO	61
PLD US	US74340W1036	PROLOGIS INC	66,6
PNC US	US6934751057	PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, INC.	34,6
PNDORA DC	DK0060252690	PANDORA A/S	21,72
REE SM	ES0173093024	RED ELECTRICA CORP SA	87,8
REL LN	GB00B2B0DG97	RELX PLC	78,72
ROG SW	CH0012032048	ROCHE HOLDING AG	91,36
SAP GR	DE0007164600	SAP SE	75,64
SIE GR	DE0007236101	SIEMENS AG	81,36
SOON SW	CH0012549785	SONOVA HOLDING AG	80,12
STT US	US8574771031	STATE STREET CORP	68,32
SU FP	FR0000121972	SCHNEIDER ELECTRIC SE	88,32

Vir: lastno delo.

Priloga 3: Simulacija ESG ocen z utežmi ponudnika Bloomberg

Naziv instrumenta	ISIN	Izdajatelj	ESG (%)
ALV GR	DE0008404005	ALLIANZ SE	91,28
AMGN US	US0311621009	AMGEN INC	61,36
ASML NA	NL0010273215	ASML HOLDING NV	82,88
BK US	US0640581007	BANK OF NEW YORK MELLON CORP/T	69,60
BN FP	FR0000120644	DANONE SA	69,68
BWA US	US0997241064	BORGWARNER INC	41,08
CAT US	US1491231015	CATERPILLAR INC	79,04
CI US	US1255231003	CIGNA CORPORATION	79,88
CPG LN	GB00BD6K4575	COMPASS GROUP PLC	50,72
CRM US	US79466L3024	SALESFORCE.COM INC	55,68
CS FP	FR0000120628	AXA SA	86,68
CSX US	US1264081035	CSX CORP	69,16
DIS US	US2546871060	WALT DISNEY CO/THE (NE)	27,80
DSM NA	NL0000009827	KONINKLIJKE DSM NV	66,00
ESSITYB SS	SE0009922164	ESSITY AB	77,48
EW US	US28176E1082	EDWARDS LIFESCIENCES CORP	71,56
GWW US	US3848021040	WW GRAINGER INC	55,88
HAS US	US4180561072	HASBRO INC	33,80
HD US	US4370761029	HOME DEPOT INC	15,32
HEN3 GR	DE0006048432	HENKEL AG & CO. KGAA	45,36
HIG US	US4165151048	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GR	68,08
IFF US	US4595061015	INTL FLAVORS & FRAGRANCES	79,24

ISP IM	IT0000072618	INTESA SANPAOLO SPA	83,96
K US	US4878361082	KELLOGG CO	74,04
KMB US	US4943681035	KIMBERLY-CLARK CORPORATION	31,96
MSFT US	US5949181045	MICROSOFT CORP	59,36
MTD US	US5926881054	METTLER-TOLEDO INTERNATIONAL INC.	38,48
NKE US	US6541061031	NIKE INC	59,36
NOVOB DC	DK0060534915	NOVO NORDISK A/S	49,60
NVDA US	US67066G1040	NVIDIA CORP	75,28
ORAN US	US6840601065	ORANGE S.A.	49,60
PEP US	US7134481081	PEPSICO INC	32,96
PG US	US7427181091	PROCTER & GAMBLE CO	63,08
PLD US	US74340W1036	PROLOGIS INC	69,48
PNC US	US6934751057	PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, INC.	32,36
PNDORA DC	DK0060252690	PANDORA A/S	23,00
REE SM	ES0173093024	RED ELECTRICA CORP SA	88,92
REL LN	GB00B2B0DG97	RELX PLC	81,44
ROG SW	CH0012032048	ROCHE HOLDING AG	92,80
SAP GR	DE0007164600	SAP SE	79,16
SIE GR	DE0007236101	SIEMENS AG	83,60
SOON SW	CH0012549785	SONOVA HOLDING AG	81,40
STT US	US8574771031	STATE STREET CORP	70,24
SU FP	FR0000121972	SCHNEIDER ELECTRIC SE	90,56

Vir: lastno delo.

Priloga 4: Simulacija ESG ocen z utežmi metodologije ponudnika Sustainalytics

Naziv instrumenta	ISIN	Izdajatelj	ESG (%)
ALV GR	DE0008404005	ALLIANZ SE	89,84
AMGN US	US0311621009	AMGEN INC	60,08
ASML NA	NL0010273215	ASML HOLDING NV	80,64
BK US	US0640581007	BANK OF NEW YORK MELLON CORP/T	62,08
BN FP	FR0000120644	DANONE SA	67,12
BWA US	US0997241064	BORGWARNER INC	34,84
CAT US	US1491231015	CATERPILLAR INC	78,88
CI US	US1255231003	CIGNA CORPORATION	79,72
CPG LN	GB00BD6K4575	COMPASS GROUP PLC	48,96
CRM US	US79466L3024	SALESFORCE.COM INC	49,92
CS FP	FR0000120628	AXA SA	87,16
CSX US	US1264081035	CSX CORP	63,72
DIS US	US2546871060	WALT DISNEY CO/THE (NE)	25,56
DSM NA	NL0000009827	KONINKLIJKE DSM NV	60,88
ESSITYB SS	SE0009922164	ESSITY AB	76,20
EW US	US28176E1082	EDWARDS LIFESCIENCES CORP	65,64
GWW US	US3848021040	WW GRAINGER INC	52,84
HAS US	US4180561072	HASBRO INC	33,16
HD US	US4370761029	HOME DEPOT INC	17,72
HEN3 GR	DE0006048432	HENKEL AG & CO. KGAA	41,20
HIG US	US4165151048	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GR	63,92
IFF US	US4595061015	INTL FLAVORS & FRAGRANCES	75,88

ISP IM	IT0000072618	INTESA SANPAOLO SPA	82,52
K US	US4878361082	KELLOGG CO	72,44
KMB US	US4943681035	KIMBERLY-CLARK CORPORATION	28,44
MSFT US	US5949181045	MICROSOFT CORP	57,92
MTD US	US5926881054	METTLER-TOLEDO INTERNATIONAL INC.	34,32
NKE US	US6541061031	NIKE INC	55,04
NOVOB DC	DK0060534915	NOVO NORDISK A/S	44,64
NVDA US	US67066G1040	NVIDIA CORP	73,52
ORAN US	US6840601065	ORANGE S.A.	48,32
PEP US	US7134481081	PEPSICO INC	31,04
PG US	US7427181091	PROCTER & GAMBLE CO	58,92
PLD US	US74340W1036	PROLOGIS INC	66,92
PNC US	US6934751057	PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, INC.	32,04
PNDORA DC	DK0060252690	PANDORA A/S	20,28
REE SM	ES0173093024	RED ELECTRICA CORP SA	88,28
REL LN	GB00B2B0DG97	RELX PLC	79,84
ROG SW	CH0012032048	ROCHE HOLDING AG	91,84
SAP GR	DE0007164600	SAP SE	78,20
SIE GR	DE0007236101	SIEMENS AG	81,04
SOON SW	CH0012549785	SONOVA HOLDING AG	79,48
STT US	US8574771031	STATE STREET CORP	65,44
SU FP	FR0000121972	SCHNEIDER ELECTRIC SE	89,12

Vir: lastno delo.