

Izvorni znanstveni članek
UDK 347.51:330.322:502.131.1

Pravni vidiki trajnostnega financiranja

URŠKA ARZENŠEK

*diplomirana pravnica (UN), študentka
magistrskega študijskega programa
Pravo 2. stopnje na Pravni fakulteti
Univerze v Ljubljani in vzporedno
študentka prvega letnika magistrskega
študijskega programa Bank and Financial
Management na Ekonomski fakulteti
Univerze v Ljubljani*

1. Uvod

Osnovni namen finančne industrije je alokacija presežka kapitala ekonomskim enotam, v katerih kapitala primanjkuje. Z vidika teh enot lahko finančna industrija s tem nadzoruje naložbe, za katere je bil porabljen vloženi kapital, in vpliva na poslovne odločitve podjetja po zagotovitvi le-tega.¹ Z vidika enot s presežkom pa finančna industrija te presežke združi, omogoči razpršitev tveganja in zmanjša transakcijske stroške ter asimetrijo informacij.² Temeljni cilj podjetja je povečati vrednost za delničarje, kar skupaj z dejstvom, da je bil trenutni finančni sistem zasnovan v času izobilja naravnih virov, razloži, zakaj so se podjetja in vlagatelji zgodovinsko osredotočali kratkoročno, torej na dobiček.³ Regulatorne zahteve po periodičnih finančnih poročilih (zlasti letnih in četrletnih) so kratkoročno naravnost še okrepile. S pretiranim onesnaževanjem, podnebnimi spremembami, zmanjšanjem biotske raznovrstnosti, poudarkom na spoštovanju človekovih pravic, še posebej pravic delavcev, pa se zadnja leta vse bolj poudarja trajnostna naravnost gospodarstva, ki je dosegljiva le dolgoročno, naložbe pa so potrebne danes.

Končni cilj je trajnostni razvoj, ki omogoča zadovoljitev potreb trenutnih generacij, ne da bi ogrozili možnost prihodnjih generacij, da zadovoljijo svoje.⁴ Ključno vlogo pri doseganju

¹ Levine, str. 869.

² Prav tam.

³ Schoenmaker, Schramade, str. 5.

⁴ World Commission on Environment and Development, 49. odstavek.

tega cilja imajo naložbe javnega sektorja. Vendar so naložbene potrebe prevelike zanj,⁵ zato je potrebno sodelovanje zasebnega, zlasti finančnega sektorja, ki s svojimi vlaganji vpliva na to, katera podjetja bodo lahko obratovala.⁶ S tem se je razvil koncept trajnostnih financ – proces upoštevanja okoljskih, socialnih in upravljalnih vidikov (angl. *environmental, social and governance* – v slovenski in tuji literaturi se uporablja kratica ESG) pri sprejemanju naložbenih odločitev v finančnem sektorju, kar vodi do dolgoročnejših naložb v trajnostne gospodarske dejavnosti in projekte.⁷ Tako se v zadnjem desetletju finančna industrija izrazito spreminja, pri čemer prednjači Evropska unija (EU) z obsežnimi regulatornimi ukrepi.⁸ Evropska komisija (Komisija) je v Akcijskem načrtu za financiranje trajnostne rasti, ki je temeljni dokument trajnostnega financiranja v EU, opredelila tri cilje:

1. preusmeriti kapitalске tokove v naložbe v trajnostno rast, da bi dosegli trajnostno in vključujočo rast,
2. obvladati finančna tveganja, ki izhajajo iz podnebnih sprememb, izčrpanja virov, degradacije okolja in socialnih vprašanj, ter
3. spodbuditi preglednost in dolgoročno naravnost finančnih in gospodarskih dejavnosti.⁹

V članku je v prvem delu na kratko predstavljen trenutni pravni okvir EU na področju trajnostnega financiranja in hkrati osvetljeni njegovi problemi ter pomanjkljivosti. V drugem delu se članek osredotoča na zeleno oziroma trajnostno finančno zavajanje (angl. *financial greenwashing*) in vprašanje odškodninske odgovornosti investicijskih skladov, javnih družb in revizorjev v razmerju do vlagateljev po veljavnem slovenskem pravu. Članek obravnava investicijske sklade in trg lastniških vrednostnih papirjev, ne obravnava pa regulacije bank z vidika ESG in upravljanja tveganj ESG v bankah in zavarovalnicah. V članku prav tako niso obravnavane zelene obveznice.

2. Pravni okvir trajnostnega investiranja

Nobelov nagrajenec Milton Friedman¹⁰ je utemeljil tezo, da je cilj podjetij maksimiranje dobička za njihove lastnike, zato se lahko zgolj lastniki odločijo, ali in kako bodo podjetja

⁵ Ocenjene letne naložbene potrebe znašajo 350 milijard, kar presega zmoglost javnega sektorja. Sporočilo Komisije, Strategija za financiranje prehoda na trajnostno gospodarstvo, COM (2021) 390, str. 2.

⁶ Zadostna finančna sredstva so nujna za »preživetje« podjetja.

⁷ Glej <https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en> (10. 1. 2023).

⁸ Ti ukrepi imajo izvor v Evropskem zelenem dogovoru. Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Evropskemu odboru regij, Evropski zeleni dogovor, 11. 12. 2019, COM (2019) 640.

⁹ Sporočilo Komisije, Akcijski načrt za financiranje trajnostne rasti, COM (2018) 97, 8. 3. 2018, prvi odstavek.

¹⁰ Prva sta o družbeni odgovornosti podjetja pisala Merrick Dodd in Adolf Berle. Podrobneje Lipton.

udejanjala družbeno odgovornost.¹¹ Trdil je, da so podjetja odgovorna zgolj lastnikom, ne pa družbi ali drugim deležnikom (angl. *shareholder primacy*).¹² Njegova ključna predpostavka je, da je delničarjem oziroma družbenikom mar zgolj in samo za dobiček. V zadnjih letih pa se poudarja novi pogled – odgovorni kapitalizem (angl. *responsible capitalism*) oziroma deležniški kapitalizem (angl. *stakeholder capitalism*), katerega začetnik je ustanovitelj Svetovnega gospodarskega foruma profesor Klaus Schwab,¹³ podrobneje ga utemeljujejo tudi profesor R. Edward Freeman, harvardska profesorica Rebecca Henderson¹⁴ in profesor Ralf Dahrendorf.¹⁵ Ta poudarja dolgoročno osredotočenost in družbeno odgovornost podjetja, da pri razvijanju proizvodov in storitev, sprejemanju poslovnih odločitev, zaposlovanju ter razvijanju dolgoročne strategije upošteva dobrobit širokega kroga deležnikov – družbe, okolja, dobaviteljev, zaposlenih ipd.¹⁶

Pomembno vlogo pri tem ima finančna industrija, ki presežke kapitala vlaga v različne finančne instrumente. Pri tem razlikujemo med ESG investiranjem in »vlaganjem z namenom pozitivnih učinkov«¹⁷ – prvi vidi vidike trajnosti kot možna tveganja, ki lahko negativno vplivajo na donosnost naložb, zato jih je treba upravljati, drugi pa ima za cilj ustvarjanje merljivih pozitivnih okoljskih in družbenih učinkov.¹⁸ Zaradi povečanega povpraševanja po trajnostnih naložbah se vedno več investicijskih skladov oziroma njihovih finančnih produktov oglašuje kot »zelenih« oziroma »trajnostnih«, prav tako pa tudi podjetja, v katera se vlaga, pogosto trdijo, da delujejo trajnostno. Zaradi pomanjkanja regulacije je nevarnost lažnega zelenega oziroma trajnostnega oglaševanja vse večja,¹⁹ poleg tega pa vse več vlagateljev zahteva razkritje informacij v zvezi s trajnostnostjo. V ta namen so različne organizacije razvile prostovoljne okvire tega razkritja, na primer Carbon Disclosure Project, Global Reporting Initiative, The Climate Disclosure Standards Board, Sustainability Accounting Standards Board idr. EU pa je na tem področju prva, ki se je odločila celovito urediti področje in uvesti obvezno razkrivanje informacij v zvezi s trajnostnostjo,²⁰ s tem pa želi okrepiti zaupanje v trajnostne naložbe in še povečati povpraševanje po njih.

¹¹ Friedman, 1962; Friedman, 1970.

¹² Podrobneje Millon.

¹³ Schwab, 1971; Schwab, 2021.

¹⁴ Henderson.

¹⁵ Dahrendorf, str. 11–21.

¹⁶ Lipton.

¹⁷ Avtoričin prevod angleškega izraza *impact investing*.

¹⁸ Cremasco, Boni, str. 4.

¹⁹ Prav tam.

²⁰ Bergman in dr.

2.1. Klasifikacija trajnostne naložbe

Trajnostni razvoj ima več vidikov:

- okoljski, na primer ohranjanje ekosistemov, biotske raznovrstnosti, zmanjšanje izpusta toplogrednih plinov in količine odpadkov,
- socialni, na primer zmanjšanje revščine in lakote, spoštovanje pravic delavcev, pravično plačilo za delo, izboljšanje kakovosti življenja, ter
- upravljalni, na primer zmanjšanje korupcije in podkupovanja, transparentnost procesa odločanja in poslovanja gospodarskih družb, pravično in transparentno nagrajevanje uprave, zastopanost obeh spolov v organih vodenja in nadzora itd.²¹

Predpogoj za trajnostno financiranje je klasifikacija dejavnosti, ki so skladne s cilji trajnostnega razvoja. EU je prva, ki je sprejela merila za ugotavljanje, ali se gospodarska dejavnost šteje za trajnostno za določitev stopnje trajnostnosti naložbe. Ta merila so določena v Uredbi (EU) 2020/852 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 18. junija 2020 o vzpostavitvi okvira za spodbujanje trajnostnih naložb ter spremembi Uredbe (EU) 2019/2088 (Uredba o taksonomiji EU, Taksonomija).²² Namen enotnih meril je vzpostavitev preglednosti in primerljivosti finančnih produktov, preprečiti zeleno zavajanje in povečati zaupanje vlagateljev.

Uporaba Taksonomije je omejena, saj je namenjena udeležencem finančnega trga, ki dajejo na voljo finančne produkte, podjetjem, za katera velja obveznost objave izjave o nefinančnem poslovanju (podrobneje o tem v tretjem podpoglavju), in državam članicam ali EU, ko sprejemajo ukrepe o določitvi zahtev za udeležence na finančnem trgu ali izdajatelje v zvezi s finančnimi produkti ali okoljsko trajnostnimi podjetniškimi obveznicami (drugi odstavek 1. člena). Komisija poudarja, da Taksonomija ne določa obveznega seznama ekonomskih aktivnosti, v katere naj se vlaga, saj so vlagatelji prosti glede izbire finančnih produktov.²³ Prav tako podjetja nimajo obveznosti, da morajo biti njihove aktivnosti v skladu s Taksonomijo.²⁴ Obvezna sta le sistem poročanja v skladu z Uredbo 2019/2088 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 27. novembra 2019 o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev (Uredba o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev – SFDR)²⁵ (predstavljeno v drugem podpoglavju) in poročanje v skladu z Direktivo glede poročanja podjetij o trajnostnosti (CSRD)²⁶ (predstavljeno v tretjem podpoglavju).

²¹ Ruland in dr.

²² UL L 198, 22. 6. 2020.

²³ Komisija, 2021, str. 1.

²⁴ Prav tam, str. 13.

²⁵ UL L 317, 9. 12. 2019.

²⁶ Predlog direktive Evropskega parlamenta in Sveta COM(2021) 189 o spremembi Direktive 2013/34/EU, Direktive 2004/109/ES, Direktive 2006/43/ES in Uredbe (EU) št. 537/2014 glede poročanja podjetij o trajnostnosti.

Taksonomija ureja le okoljski vidik trajnostnega razvoja in definira okoljsko trajnostno naložbo kot naložbo v eno ali več gospodarskih dejavnosti, ki kumulativno izpolnjujejo naslednje pogoje (3. člen):

1. bistveno prispeva k enemu ali več okoljskim ciljem, ki so določeni taksativno (načelo bistvenega prispevka) (9. člen):
 - a) blažitev podnebnih sprememb v skladu s Pariškim sporazumom,
 - b) prilagajanje podnebnim spremembam,
 - c) trajnostna raba in varstvo vodnih in morskih virov,
 - d) prehod na krožno gospodarstvo,
 - e) preprečevanje in nadzorovanje onesnaževanja,
 - f) varstvo in ohranjanje biotske raznovrstnosti in ekosistemov,
2. ne škoduje bistveno navedenim okoljskim ciljem (načelo nebistvenega škodovanja),
3. se izvaja v skladu z minimalnimi zaščitnimi ukrepi (načelo spoštovanja minimalnih varoval) in
4. izpolnjuje tehnična merila za pregled, ki jih določi Komisija v delegiranih uredbah.

Prvi pogoj določa, da mora biti neposredna povezava med okoljskim ciljem in bistvenim prispevkom gospodarske dejavnosti.²⁷ Dejavnost lahko sama po sebi bistveno prispeva k okoljskemu cilju ali pa neposredno omogoča drugim aktivnostim, da bistveno prispevajo (t. i. omogočitvene dejavnosti) (16. člen). Za vsakega od okoljskih ciljev je navedeno, kaj ta pogoj pomeni, na primer gospodarska dejavnost bistveno prispeva k blažitvi podnebnih sprememb, če ta dejavnost v skladu s cilji Pariškega sporazuma bistveno prispeva k stabilizaciji koncentracije toplogrednih plinov v ozračje, in sicer z zmanjševanjem emisij toplogrednih plinov ali povečevanjem odvzemov toplogrednih plinov, tudi z inovativnimi procesi, na primer s prehodom na uporabo obnovljivih materialov iz trajnostnih virov (prvi odstavek 10. člena). V skladu z drugim pogojem pa gospodarska dejavnost ne sme škodovati okolju v obsegu, ki presega njen prispevek k okoljskemu cilju.

Podrobna tehnična merila za vrsto gospodarskih dejavnosti za izpolnjevanje prvih dveh pogojev je Komisija sprejela v delegirani uredbi 2021/2139 (za kmetijstvo, energetiko, promet in gradbeništvo). Komisija pa je z ločeno delegirano uredbo določila, da se lahko tudi dejavnosti v sektorjih zemeljskega plina in jedrske energije štejejo za okoljsko trajnostno naložbo ob izpolnjevanju tehničnih meril.²⁸ Čeprav je Taksonomija po mnenju Komisije »robustno orodje, ki temelji na znanosti«, Komisija ni upoštevala negativnega mnenja Platforme za trajnostno

²⁷ Gorstos, str. 363.

²⁸ Delegirana uredba Komisije 2022/1214 z dne 9. marca 2022 o spremembi Delegirane uredbe 2021/2139 glede gospodarskih dejavnosti v nekaterih energetskih sektorjih, UL L 442, 9. 12. 2021.

financiranje, ki je trdila, da dejavnosti v teh dveh sektorjih nista v skladu s cilji Taksonomije ter da so tehnična merila nekonsistentna in nedoločna.²⁹ Zaradi nestrinjanja z vključitvijo jedrske energije in zemeljskega plina je Avstrija pred kratkim vložila ničnostno tožbo zoper to delegirano uredbo pred Sodiščem EU.³⁰

Čeprav se na prvi pogled zdi, da Taksonomija ni tako ambiciozna, kot bi morala biti, saj ureja le okoljski vidik, sta med pogoje za okoljsko trajnostno naložbo vključena tudi socialni in upravljalni vidik trajnostnosti (18. člen). Da gospodarska dejavnost izpolnjuje standard za okoljsko trajnostno naložbo, mora poslovati skladno s Smernicami OECD za večnacionalne družbe, ki obravnavajo tudi davke, konkurenco, podkupovanje in pravice delavcev,³¹ s smernicami Združenih narodov o človekovih pravicah v gospodarstvu (Smernice ZN), z osmimi temeljnimi konvencijami Mednarodne organizacije dela in z Mednarodno listino človekovih pravic. Vključitev Smernic ZN je izjemno pomembna, saj se nanaša na spoštovanje človekovih pravic v celotni proizvodni verigi – danes se namreč veliko podjetij odloča, da določenih aktivnosti ne bodo izvajala sama, ampak bodo za to uporabila zunanje izvajalce, zlasti v manj razvitih državah.³²

Kljub temu da Taksonomija pomeni izjemen napredek pri klasifikaciji »zelenih« dejavnosti, se pridružujem stališču profesorja Mezzanotte,³³ da je Taksonomija osredotočena le na gospodarsko dejavnost (kaj podjetja delajo), ne pa na to, kako podjetja delajo (njihovi proizvodni procesi, poslovna praksa ipd.). To je še posebej problematično v podjetjih, ki delujejo v »nezelenih dejavnostih«, vseeno pa imajo znotraj svoje proizvodnje okolju prijazna ravnanja ali politike. Delno to vprašanje obravnava pojem prehodne dejavnosti, vendar le v okviru bistvenega prispevka k blažitvi podnebnih sprememb. To so dejavnosti, za katere ne obstaja tehnološko in ekonomsko izvedljiva nizkoogljična alternativa, a lahko bistveno prispevajo k blažitvi podnebnih sprememb (drugi odstavek 10. člena). Velja pa tudi obratno – dejavnost se šteje za okoljsko trajnostno, samo ravnanje znotraj podjetja pa ni. Slabost Taksonomije je torej, da je naravnana k dejavnosti (angl. *activity-based*), ne pa k ravnanjem znotraj podjetja (angl. *conduct-based*).

²⁹ Platforma za trajnostno financiranje je sestavljena iz strokovnjakov in je bila ustanovljena na podlagi 20. člena Taksonomije. Celotno poročilo: Platforma za trajnostno financiranje, 24. 1. 2022.

³⁰ Hodgson.

³¹ Smernice OECD za večnacionalne družbe, II. poglavje 1. dela.

³² Ta problem obravnava tudi predlog Direktive o skrbnem pregledu v podjetjih glede trajnostnosti, COM (2022) 71.

³³ Mezzanotte, str. 307–308.

2.2. Razkrivanje informacij o trajnostnosti v finančnem sektorju

Zaradi pomanjkanja znanja, vedno večjega pomena razpršitve tveganja in velikih transakcijskih stroškov večina posameznikov (končni vlagatelji) vlaga v javna podjetja³⁴ posredno prek investicijskih skladov, ki imajo skupaj v lasti 41 odstotkov svetovne tržne kapitalizacije (dobrih 23 bilijonov evrov).³⁵ Ker imajo investicijski skladi precejšen delež glasovalnih pravic v podjetjih, v katera vlagajo, lahko vplivajo na trajnostno naravnost teh podjetij.³⁶ Končni vlagatelji pa ne morejo odločati o tem, kam bodo ti skladi vložili zbrana sredstva, niti o tem, kako bodo svoje glasovalne pravice uresničevali na skupščini delničarjev.³⁷ Investicijski skladi morajo ravnati v interesu končnih vlagateljev (drugi odstavek 74. člena in prvi odstavek 163. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-3),³⁸ in čeprav trdijo, da pri vlaganju in uresničevanju svojih glasovalnih pravic upoštevajo trajnostne vidike, to do sedaj ni bilo preverljivo.³⁹ Povečanje transparentnosti o trajnostni naravnosti skladov za lažjo primerljivost med njimi je bil glavni razlog EU za sprejetje SFDR (9. uvodna izjava), transparentnost za lažje uveljavljanje pravic končnih vlagateljev pa za dopolnitev Direktive 2017/828 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. maja 2017 o spremembi Direktive 2007/36/ES glede spodbujanja dolgoročnega sodelovanja delničarjev (Direktiva glede spodbujanja dolgoročnega sodelovanja delničarjev – SRD II)⁴⁰ (8. uvodna izjava).

Z vidika tematike, ki jo obravnava ta prispevek, velja poudariti obveznost držav članic (ki izhaja iz SRD II), da institucionalnim vlagateljem in upravljavcem premoženja naložijo obveznost, da vsako leto javno razkrijejo, kako so glasovali na skupščinah delničarjev družb, v katerih imajo delnice, iz razkritja pa so izvzeti glasovi, ki zaradi vsebine glasovanja ali velikosti lastniškega deleža v družbi niso pomembni (novo I.b poglavje, prvi odstavek 3.g člena).⁴¹ Prav tako pa morajo javno razkriti svojo naložbeno strategijo (3.g in 3.h člen SRD II).

SFDR se uporablja od 10. 3. 2021 in se nanaša na finančne svetovalce in udeležence finančnega trga,⁴² slednji so deležni strožje regulacije. Drugače kot pri Taksonomiji je predmet SFDR

³⁴ Javna podjetja v tem članku pomenijo podjetja, katerih delnice kotirajo na borzi.

³⁵ Cruz in dr., str. 10. Bilijon v slovenščini pomeni deset na dvanajsto potenco in gre za milijon milijonov.

³⁶ Paccess, str. 161.

³⁷ Prav tam, str. 152.

³⁸ Uradni list RS, št. 31/15 in nasl.

³⁹ Paccess, str. 152.

⁴⁰ UL L 132, 20. 5. 2017.

⁴¹ Slovenija je to implementirala z novelo ZGD-1K, ki je v Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) vnesla 317.b člen, Uradni list RS, št. 65/09 in nasl.

⁴² V 2. členu je določeno, da so to investicijska podjetja, ki upravljajo portfelje, upravitelji alternativnih investicijskih skladov, zavarovalnice, ki ponujajo zavarovalni naložbeni produkt, ponudniki pokojninskega produkta itd.

širši, saj se izrecno nanaša na trajnostno naložbo, ki poleg okoljskega vidika izrecno zajema tudi socialni in upravljalni vidik (17. točka prvega odstavka 1. člena). Uredba razlikuje dve ravni poročanja ESG – na ravni subjekta in na ravni finančnih produktov. Finančni svetovalci in udeleženci finančnega trga morajo na svojih spletnih straneh objaviti informacije o svojih politikah vključevanja tveganj glede trajnostnosti v svoj proces sprejemanja investicijskih odločitev in svetovanja (3. člen). Poleg tega pa je uveden sistem »upoštevaj ali razloži« (angl. *comply-or-explain*) – če subjekti upoštevajo glavne škodljive vidike investicijskih odločitev na dejavnike trajnostnosti, morajo na spletnih straneh objaviti izjavo o politikah glede teh vplivov, v nasprotnem primeru pa morajo podati jasne razloge, zakaj škodljivih vplivov investicijskih odločitev na dejavnike trajnostnosti ne upoštevajo (4. člen). Načine upoštevanja tveganj in rezultate ocen verjetnih vplivov tveganj glede trajnosti na donos finančnih produktov morajo vključiti tudi v predpogodbena razkritja in periodična poročila (6. člen).

Vsak subjekt mora tako razkriti načine, kako so tveganja glede trajnostnosti vključena v njihove investicijske odločitve, in razloge, zakaj niso. Finančne produkte, ki vključujejo trajnostne vidike, pa SFDR razvršča na dva »odtenka zelene«,⁴³ za katera velja obveznost podrobnega razkritja:

- »svetlo zelena« za finančni produkt, ki med drugimi značilnostmi spodbuja okoljske in/ali socialne značilnosti, ne pa trajnostnosti (8. člen), in
- »temno zelena« za finančni produkt, ki ima za cilj trajnostno naložbo in je bil za referenčno vrednost opredeljen indeks (9. člen). To pomeni, da je finančni produkt opredelil tudi referenčno vrednost izpolnjevanja ciljev ESG.

Subjekti morajo tako najprej sami oceniti, kakšen je njihov finančni produkt, in na podlagi ocene poročati v skladu z zahtevami, ki so za »temno zelene« strožje. Subjekti morajo za obe vrsti finančnih produktov razkriti, kako sta ti značilnosti doseženi in ali so gospodarske dejavnosti, ki so predmet finančnega produkta, v skladu s Taksonomijo (25. člen Taksonomije EU). Prav tako morajo razkriti, kolikšen je delež neposrednih in posrednih naložb finančnega produkta.⁴⁴ Če finančni produkt ne upošteva škodljivih vplivov investicijskih odločitev na dejavnike trajnostnosti (finančni produkt po 6. členu), mora to tudi razkriti poleg razlogov za takšno odločitev (sistem »upoštevaj ali razloži«) (drugi odstavek 7. člena). Informacije o tem morajo biti objavljene na spletnih mestih, v periodičnih poročilih, prav tako pa morajo biti vključene v predpogodbena razkritja (8. do 11. člen).

Pri razkritjih ESG je v praksi problem zlasti pri klasifikaciji finančnih produktov, saj so kategorije opredeljene precej ohlapno in abstraktno. Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) je v smernicah primeroma naštel, kaj se šteje za promocijo pri »svetlo zelenih« fi-

⁴³ Nagel, Lorenz, El-Qalqili.

⁴⁴ ESA, 2022.

nančnih produktih – neposredne in posredne trditve, informacije, poročanje, razkritja ali dajanje vtisa, da naložbe določenega finančnega produkta upoštevajo okoljske in trajnostne vidike, v predpogodbenih razkritjih, periodičnih poročilih, promocijskem materialu, oglasih, uporaba »trajnost«, »ESG« v imenu itd.⁴⁵ To je odraz temeljnega namena SFDR – preprečitev lažnega zelenega finančnega oglaševanja, saj sili izdajatelj finančnih produktov, da svoje trditve v promocijskem materialu podkrepijo z dokazi. Zaradi abstraktne opredelitve in pomanjkanja oprijemljivejših usmeritev za »temno zelene« finančne produkte ter strožjih obveznosti⁴⁶ se je iz previdnosti veliko finančnih produktov reklasificiralo iz »temno zelenih« v »svetlo zelene«.⁴⁷ Ker gre pri »temno zelenih« za strožji standard, je konkretnjša opredelitev nujna.

Precejšnja pomanjkljivost pa je, da SFDR ne določa minimalnega deleža investicij v trajnostne naložbe. ESMA je v ta namen izdala osnutek smernic glede imena investicijskih skladov, pri čemer predlaga, da:

- mora najmanj 80 odstotkov investicij sklada ustrezati okoljskim in socialnim značilnostim ali trajnostnim ciljem v primeru, da sklad v imenu uporablja besede, povezane z ESG, in
- da mora v okviru teh 80 odstotkov naložb najmanj 50 odstotkov ustrezati kriterijem za trajnostno naložbo v skladu z definicijo SFDR.⁴⁸

Določitev deleža investicij je nujno potrebna, vendar menim, da je ESMA presegla svoja pooblastila, saj SFDR ne določa omejitev glede imena investicijskih skladov. ESMA namreč lahko izdaja razlagalne smernice,⁴⁹ ne more pa nalagati novih obveznosti, ki niso določene v uredbah ali direktivah (v tem primeru SFDR). Menim, da bi morale biti omejitve glede imena in deleža investicij določene v SFDR ali njenih izvedbenih tehničnih standardih. Pri tem družba za naložbene raziskave Morningstar ocenjuje, da zgolj 18 odstotkov trenutno »svetlo zelenih« finančnih naložb (ki imajo skupaj 4 bilijone sredstev v upravljanju) izpolnjuje zahteve iz smernic.⁵⁰ Dodatna pomanjkljivost SFDR je tudi nejasnost, ali morajo skladi poročati zgolj o trajnostnosti največjih naložb (na primer največjih deset ali dvajset naložb) ali o vseh svojih naložbah.⁵¹

⁴⁵ ESMA, 2021, str. 8.

⁴⁶ Klasa.

⁴⁷ Glej <https://www.morningstar.com/en-uk/1p/sfdr-article8-article9?utm_medium=native&utm_campaign=e-mea_investors_sites> (10. 1. 2023).

⁴⁸ ESMA, 2022, oddelek 4.

⁴⁹ Prvi odstavek 16. člena Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta 1095/2010 z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski organ za vrednostne papirje in trge), UL L 331, 15. 12. 2010.

⁵⁰ Schwartzkopff.

⁵¹ Glander, Lühmann, Jesch, prvi del.

Poglavitni problem v praksi je pomanjkanje zanesljivih podatkov za pripravo razkritij,⁵² saj udeleženci na finančnem trgu za pripravo razkritij neizbežno potrebujejo informacije o trajnosti podjetij, v katera vlagajo. Ta problem delno rešuje CSRD, ki je bila sprejeta 28. 11. 2022, uporabljati pa se bo začela 1. 1. 2024.⁵³ Drugi del pa bi bilo treba rešiti z regulacijo agencij, ki ponujajo ocene ESG finančnih produktov in subjektov (njihov poslovni model je podoben bonitetnim agencijam), saj je to področje danes še neregulirano, posledično so ocene »črna skrinjica«, njihova zanesljivost pa je precej vprašljiva.⁵⁴ Regulacija je nujna, saj je anketa⁵⁵ pokazala, da se 88 odstotkov upraviteljev skladov v EU pri svojih investicijskih odločitvah zanaša na ocene ESG.

2.3. Poročanje o trajnostnosti podjetij

Da bi lahko udeleženci na finančnem trgu izpolnili svoje obveznosti po SFDR, morajo imeti zadostne informacije o trajnostnosti podjetij, v katera vlagajo. To je namen CSRD,⁵⁶ ki nadgrajuje sistem poročanja po Direktivi 2014/95/EU z dne 22. oktobra 2014 o spremembi Direktive 2013/34/EU glede razkritja nefinančnih informacij in informacij o raznolikosti nekaterih velikih podjetij in skupin (Direktiva o nefinančnem poročanju – NFRD).⁵⁷ Slednja je nadgradila Direktivo 2013/34/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o letnih računovodskih izkazih, konsolidiranih računovodskih izkazih in povezanih poročilih nekaterih vrst podjetij, spremembi direktive 2006/43/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter razveljavitvi direktiv Sveta 78/660/EGS in 83/349/EGS (Računovodska direktiva)⁵⁸ z zahtevo, da podjetja v poslovno poročilo vključijo izjavo o nefinančnem poslovanju, ki vključuje tudi informacije o okoljskih, socialnih in kadrovskih zadevah, spoštovanju človekovih pravic ter zadevah v zvezi z bojem proti korupciji in podkupovanju (1. člen). S tem je uvedla t. i. dvojno pomembnost – poročanje o tem, kako trajnost vpliva na uspešnost, položaj in razvoj podjetja (vidik »od zunaj navznoter«), ter o njegovem vplivu na okolje (vidik »od znotraj

⁵² Prav tam.

⁵³ Glej <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/11/28/council-gives-final-green-light-to-corporate-sustainability-reporting-directive/>> (9. 1. 2023).

⁵⁴ Problem je netransparentnost postopkov ocenjevanja, vključenost podatkov in teže posameznega vidika ESG, pomanjkanje nadzora, odgovornosti ter velik konflikt interesov (poslovni model »stranka plača«). Razkritje podatkov, ki jih te agencije upoštevajo, je odvisno od vsake posamezne agencije. Podrobneje Rogge, Ohnesorge, str. 113–149.

⁵⁵ Glej <<https://ninetynone.com/en/newsroom/ninety-one-survey-finds-european-fund-industry-overly-reliant-on-esg-scores>> (9. 1. 2023).

⁵⁶ Predlog CSRD, str. 4–5.

⁵⁷ UL L 330, 15. 11. 2014.

⁵⁸ UL L 182, 29. 6. 2013.

navzven«).⁵⁹ NFRD se nanaša na velike subjekte javnega interesa z več kot 500 zaposlenimi in zajema približno 11.700 podjetij.⁶⁰ Komisija ocenjuje, da je poročanje podjetij nezadostno, saj veliko podjetij ni dolžnih poročati o trajnostnosti, čeprav se v njih vlaga in bi vlagatelji te informacije potrebovali, prav tako pa podjetja, ki so dolžna poročati, pogosto ne razkrijejo vseh relevantnih informacij ali informacije med njimi niso primerljive.⁶¹ Prav tako je tudi problem nadzora nad razkritji (podrobneje v poglavju 3.3).

CSRD razširja nabor subjektov, ki bodo morali poročati o trajnostnosti v okviru poslovnega poročila, saj se nanaša na mala in srednja podjetja, če njihovi vrednostni papirji kotirajo na reguliranih trgih, in na vsa velika podjetja (prvi odstavek 19.a člena). Komisija ocenjuje, da bo s tem zavezanih približno 49.000 podjetij.⁶² CSRD ohranja pravilo dvojne pomembnosti, uvaja pa zahtevo, da morajo podjetja zagotoviti informacije o svoji strategiji, ciljih, vlogi organov upravljanja, glavnih škodljivih vplivih, povezanih s podjetjem in njegovo vrednostno verigo, ter neopredmetenih sredstvih (drugi odstavek 19.a člena). Podjetja bodo morala poročati v skladu z evropskimi standardi za poročanje o trajnostnosti, ki jih sprejme Komisija v obliki delegiranega akta. Pomembna novost pa je zahteva po dajanju zagotovil o zanesljivosti informacij o trajnostnosti s strani zakonitih revizorjev ali neodvisnega ponudnika dajanja zagotovil (spremenjen 34. člen Direktive 2013/34). Ker se CSRD začne uporabljati leta 2024, učinkovitost in pomanjkljivosti v praksi še niso znane.

2.4. Dodatne obveznosti finančnih institucij v razmerju do končnih vlagateljev

Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (Direktiva o trgih finančnih instrumentov, MiFID II)⁶³ je ključni dokument na področju zaščite vlagateljev in želi izboljšati delovanje finančnih trgov, da bodo učinkovitejši, odpornejši in bolj transparentni. Nanaša se večinoma na celotno finančno industrijo – banke, investicijska podjetja, borznoposredniške hiše in posrednike. Za namene tega članka je ključna obveznost investicijskih podjetij, da presodijo primernost in ustreznost finančnega instrumenta (25. člen). Poglavitni razlog za naložitev te obveznosti je precejšnja asimetrija informacij in znanja med stranko (končnim vlagateljem) in finančno institucijo.⁶⁴ Ta obveznost nalaga investicijskim podjetjem, da pri investicijskem svetovanju ali upravljanju portfelja pridobijo potrebne infor-

⁵⁹ Obrazložitev predloga CSRD, str. 1.

⁶⁰ Prav tam.

⁶¹ Prav tam, str. 2.

⁶² Obrazložitev predloga CSRD, str. 10.

⁶³ UL L 173, 12. 6. 2014.

⁶⁴ Armour in dr., str. 205–225.

macije glede stranke, preden ji priporočijo finančni instrument ali preden vložijo strankina sredstva.⁶⁵ Gre za celoten postopek zbiranja podatkov o stranki in naknadno oceno zadevnega finančnega instrumenta zanjo.⁶⁶ Podjetja morajo ugotoviti zlasti strankino finančno stanje, zmožnost kritja izgub, finančno znanje in izkušnje ter lastnosti preteklih transakcij s finančnimi instrumenti (drugi odstavek 25. člena MiFID II).

Presoja primernosti in ustreznosti finančnega instrumenta pa je v zadnjih letih dobila še dodatno vlogo – ta presoja je ključna za uspeh celotne ureditve trajnostnega financiranja v EU. Ključna novost je, da morajo investicijska podjetja od avgusta 2022 povprašati stranke o njihovih željah glede trajnostnosti – ali in v kolikšnem obsegu naj se v njihovo nalozbo vključi eden ali več finančnih instrumentov, ki upoštevajo trajnostne vidike – in jih tudi upoštevati.⁶⁷ ESMA pri tem predlaga dvostopenjski sistem – najprej je treba določiti, ali je zadevni finančni instrument primeren za stranko v finančnem smislu, nato pa je treba upoštevati strankine želje glede trajnostnosti.⁶⁸ Pri tem pa trajnostne preference ne smejo pretehtati nad finančno primernostjo in ustreznostjo.⁶⁹ Odzivi investicijskih podjetij so bili mešani in so poudarjali morebitne probleme v praksi in problem dvostopenjskega sistema.⁷⁰

3. Zeleno oziroma trajnostno finančno zavajanje in odškodninska odgovornost

Finančna goljufija je protipravna falzifikacija ali manipulacija finančnih informacij.⁷¹ Te so v finančni industriji ključne, saj lahko subjekti določijo trenutno in potencialno vrednost na njihovi podlagi. Poznamo več vrst finančnih goljufij, vendar so za namene tega članka ključna nepravilna razkritja, ki so lahko finančna ali nefinančna. Z nepravilnimi razkritji subjekti povečajo asimetrijo informacij, čeprav jo na prvi pogled zmanjšajo – subjekti res razkrijejo informacije, ki so pomembne za vlagatelje, vendar so razkritja neresnična ali nepopolna, česar pa vlagatelji ne vedo.⁷² Razširjena oblika nepravilnih finančnih razkritij je t. i. primer *cooking*

⁶⁵ Mezzanotte, str. 251.

⁶⁶ Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), str. 30.

⁶⁷ Delegirana Uredba Komisije 2021/1253 z dne 21. aprila 2021 o spremembi Delegirane uredbe (EU) 2017/565 v zvezi z vključitvijo dejavnikov trajnostnosti ter tveganj in preferenc glede trajnostnosti v nekatere organizacijske zahteve in pogoje poslovanja za investicijska podjetja, UL L 277, 2. 8. 2021, ki spreminja 54. člen delegirane uredbe Komisije 2017/565, UL L 87, 31. 3. 2017.

⁶⁸ ESMA, 2022, 79. do 87. odstavek.

⁶⁹ Prav tam.

⁷⁰ Podrobneje Mezzanotte.

⁷¹ Reurnik, str. 1292–1325.

⁷² Prav tam.

the books, pri čemer podjetja manipulirajo svoje računovodske izkaze večinoma z namenom prikazati večji dobiček.

S porastom trajnostnih financ pa je vedno pomembnejše obravnavanje problema zelenega oziroma trajnostnega finančnega zavajanja. Ta trenutno nima enotne definicije, za namene Taksonomije (ki opredeljuje le okoljsko trajnostno naložbo) pa gre za prakso pridobivanja nepoštene konkurenčne prednosti s trženjem finančnega produkta kot okolju prijaznega, čeprav v resnici niso izpolnjeni okoljski standardi (11. uvodna izjava Taksonomije EU). Širše pa finančno trajnostno zavajanje zajema lažno trženje finančnega produkta, da ima značilnosti ESG oziroma da pri naložbeni strategiji upošteva vidike ESG – torej tudi socialne in upravljalne. Njegovo preprečevanje je poglavitni razlog za sprejetje trenutnega evropskega pravnega okvira, saj so pravilne in lahko dostopne informacije o finančnem produktu in izdajatelju ključne za pravilno delovanje finančnega trga.⁷³ Zaradi povečanega povpraševanja po trajnostnih finančnih naložbah je narastlo lažno zeleno finančno oglaševanje.⁷⁴ Ključni razlog je, da podjetja in skladi želijo privabiti vlagatelje, vendar pogosto kratkoročno ne morejo izboljšati svojega trajnostnega poslovanja, zato svojih trditev ne morejo podkrepiti z dokazi.⁷⁵

Odškodninska odgovornost je obligacijsko razmerje, v katerem je en subjekt tega razmerja (odgovorna oseba) dolžan povrniti povzročeno škodo drugemu subjektu (oškodovancu), drugi subjekt (oškodovanec) pa je upravičen zahtevati takšno povrnitev.⁷⁶ V tem delu se članek osredotoča na odškodninsko odgovornost javnih družb in investicijskih skladov v razmerju do vlagateljev,⁷⁷ ne pa na odškodninsko odgovornost za zeleno zavajanje v razmerju do potrošnikov v primeru nakupa trajnostnih izdelkov, prav tako pa ne zajema zelenega finančnega zavajanja z vidika nelojalne konkurence. Članek se osredotoča zgolj na nepravilna razkritja ESG in svetovanje s strani investicijskih skladov (po SFDR) ter razkritja ESG s strani podjetij (po CSRD), bežno pa se dotakne tudi odškodninske odgovornosti revizorjev glede razkritij ESG kot odgovornosti strokovnjakov nasproti vlagateljem kot tretjim osebam.

3.1. Odškodninska odgovornost investicijskih skladov

SFDR določa, da morajo investicijski skladi v predpogodbenih razkritjih, torej v prospektu, na spletnih mestih in v periodičnih poročilih, razkriti informacije o vključevanju tveganj glede trajnostnosti v njihove investicijske odločitve in informacije o tem, ali gre za »svetlo zelen«

⁷³ Rogge, Ohnesorge, str. 119–120.

⁷⁴ Delmas, str. 65.

⁷⁵ Prav tam, str. 67.

⁷⁶ Plavšak, 2009, str. 466.

⁷⁷ Vlagatelj je kupec vrednostnih papirjev ali oseba, na katero je naslovljena ponudba za nakup vrednostnih papirjev (52. člen Zakona o trgu finančnih instrumentov – ZTFI-1, Uradni list RS, št. 77/18 in nasl.).

ali »temno zelen« finančni produkt, ter te informacije posodabljati (6. do 12. člen SFDR). Pri tem morajo biti informacije za vlagatelje jasne, jedrnate in razumljive ter objavljene na nezavajajoč in jedrnat način.⁷⁸ V tem podpoglavju se članek najprej osredotoči na možnost izstopa iz razmerja v primeru kršitve pojasnilne dolžnosti, nato pa se ukvarja z vprašanjem odškodninske odgovornosti.

SFDR ne določa, kakšne so posledice nakupa investicijskega kupona (drugi odstavek 221. člena in 227. člen ZISDU-3), če investicijski sklad naložbeni produkt predstavi bolj trajnostno, kot v resnici je.⁷⁹ Na prvi pogled bi lahko nakup izpodbijali zaradi prevare po splošnih pravilih Obligacijskega zakonika (OZ) (49. in 94. člen),⁸⁰ vendar je ta možnost neekonomična in nesmiselna, saj je potrebno pravočasno sodno izpodbijanje (99. člen OZ), poleg tega pa bo nakup investicijskega kupona uspešen le, če vlagatelj dokaže, da je sklad ravnal naklepno. Učinkovitejša rešitev je na voljo po ZISDU-3. Ta je uporabljen, saj se SFDR pri določitvi razkritij investicijskih skladov sklicuje na Direktivo 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (Direktiva o usklajevanju predpisov KNPVP),⁸¹ ki je implementirana v ZISDU-3. Zakon v 233. in 234. členu določa obveznost investicijskega sklada in družbe za upravljanje, da kadarkoli na zahtevo imetnika investicijskega kupona le-tega odkupi oziroma izplača odkupno vrednost po vrednosti na obračunski dan. Tako lahko vlagatelj enostavno izstopi iz razmerja in sredstva naloži v drug investicijski sklad oziroma v drug finančni instrument.

Prav tako SFDR ne določa odškodninske odgovornosti investicijskih skladov za neresnične, zavajajoče ali nepopolne podatke v predpogodbenih razkritjih, spletnih mestih in periodičnih poročilih.⁸² Direktiva o usklajevanju predpisov KNPVP je v 79. členu naložila državam članicam, da vzpostavijo civilnopravno odgovornost investicijskih skladov. Ureditev je v Sloveniji implementirana v ZISDU-3, ki v 195. členu določa objektivno pogodbeno odškodninsko odgovornost družbe za upravljanje za škodo,⁸³ ki nastane vlagatelju zaradi:

- vplačila oziroma unovčenja enot investicijskega sklada ali
- opustitve unovčevanja enot investicijskega sklada,

⁷⁸ Prav tam.

⁷⁹ Tudi specifični slovenski zakoni ne določajo sankcije v takem primeru.

⁸⁰ Uradni list RS, št. 97/07 in nasl.

⁸¹ UL L 302, 17. 11. 2009.

⁸² Glander, Lühmann, Jesch, drugi del.

⁸³ Zaradi specifične pravne strukture je za investicijski sklad odgovorna družba za upravljanje, saj skladi nimajo pravne osebnosti (tretji odstavek 221. člena ZISDU-3).

če je ta dejanja ali opustitve opravil na podlagi prospekta investicijskega sklada, revidiranega letnega in polletnega poročila, dokumenta s ključnimi podatki za vlagatelje, drugih objav ali obvestil ali na podlagi podatkov in izjav, ki jih vlagatelju posredujejo osebe, ki v imenu in za račun družbe za upravljanje izvajajo trženje enot investicijskih skladov, če gre za neresnične, zavajajoče ali nepopolne podatke.

Navedeno pomeni, da mora vlagatelj dokazati, da je investicijski sklad podal neresnične, zavajajoče ali nepopolne podatke in da je vlagatelju nastala škoda, ker je vplačal oziroma unovčil enote investicijskega sklada ali pa unovčitev opustil. Zaradi same dikcije lahko vlagatelj zahteva odškodnino v primeru, da je še vedno imetnik investicijskega kupona (v takem primeru je opustil unovčitev), in v primeru, da je investicijski kupon unovčil (zahteval odkup oziroma izplačilo). ZISDU-3 podrobnejših pogojev ali razbremenilnih razlogov ne določa. Ker gre za objektivno odškodninsko odgovornost, se vzročna zveza domneva (149. člen OZ), krivda pa za obstoj odgovornosti ni potrebna (odgovorna oseba se ne more razbremeniti odgovornosti z dokazom, da je ravnala z zahtevano skrbnostjo).⁸⁴ Sklad se tako lahko v praksi odgovornosti razbremeni tako, da dokaže, da podatki niso neresnični, zavajajoči ali nepopolni, ali da ovrže domnevo vzročnosti.

Postavi se zanimivo vprašanje, ali se lahko sklad popolnoma razbremeni odgovornosti, če se sklicuje na nepravilno poročanje javne družbe, v katero je sklad vložil sredstva (v smislu ravnanja tretje osebe). Merilo za presojo, ali so neresnična razkritja ESG podjetja, v katerega je sklad vložil sredstva, nepričakovana in da so učinki teh razkritij neodvrnljivi, je standard skrajne profesionalne skrbnosti.⁸⁵ Investicijski sklad mora pred vložitvijo sredstev v določeno podjetje opraviti skrben pregled, kritično ovrednotiti poročila ESG in dokumentacijo podjetja, verodostojne podatke s strani družb, ki se ukvarjajo z investicijskim raziskovanjem, informacije primerjati z referenčnimi vrednostmi ter s konkurenčnimi podjetji, pri tem pa uporabiti znano vodilo pri investiranju »če je predobro, da bi bilo res, potem zelo verjetno razkrite informacije ne držijo«. Pri tem je treba upoštevati, da imajo investicijska podjetja poglobljeno znanje, dolgoletne izkušnje, sofisticirana orodja in napredno tehnologijo. V izjemnem primeru, da je sklad izkazal dolžno skrbnost in je bilo ravnanje javne družbe prefinjeno, gre za nepričakovano ravnanje tretje osebe, vendar bi načeloma sklad lahko odvrnil negativne učinke z izvedenimi finančnimi instrumenti. Neodgovorjeno pa ostaja vprašanje, ali je izpolnjen standard neizogibnosti, saj bi se sklad načeloma lahko izognil ravnanju tretje osebe, če preprosto ne bi vložil v zadevno družbo. Menim, da je tovrstna zahteva za sklade prestroga, saj bi popolnoma ohromila industrijo upravljanja premoženja, poleg tega pa vlagatelji s kakršnokoli obliko investiranja prevzemajo tveganje. Tehten razlog za nemožnost razbremenitve na

⁸⁴ Plavšak, 2020, str. 635–636.

⁸⁵ Ker so investicijski skladi profesionalne osebe (prvi odstavek 20. člena ZTFI-1). Prav tam, str. 581.

tej podlagi je namen celotne ureditve finančnih trgov – varstvo vlagateljev, ki bi bil v primeru razbremenitve izvotljen. Tako je bolj smiselno, da družba za upravljanje investicijskih skladov odgovarja končnemu vlagatelju za nastalo škodo, v razmerju do javne družbe (tretje osebe) pa ima nato regresni zahtevek. Druga možnost pa je, da javna družba in družba za upravljanje solidarno odgovarjata za škodo, saj je javna družba prispevala k njenemu nastanku (četrty odstavek 154. člena OZ).

V Sloveniji še ni javno dostopne sodne prakse glede vprašanja odškodninske odgovornosti skladov zaradi zavajajočih, neresničnih ali nepopolnih podatkov v razmerju do vlagateljev. V Evropi se je vprašanje lažnega zelenega finančnega oglaševanja postavilo v sferi javnega prava – na tem področju so aktivnejši organi za nadzor nad oglaševanjem,⁸⁶ v smislu kazni in prepovedi zavajajočega zelenega finančnega oglaševanja, in organi za nadzor nad finančnimi trgi.⁸⁷ Septembra 2022 pa je bila v Nemčiji vložena tožba zoper DWS Group, katere lastnica je Deutsche Bank AG, s strani organizacije za varstvo potrošnikov Verbraucherzentrale Baden-Württemberg.⁸⁸ Tožba se nanaša na oglase DWS, v katerih je DWS zatrjeval, da njihov sklad DWS Invest ESG Climate Tech »vlaga 0 % sredstev v kontroverzne sektorje, vključno s premogovništvo in orožarsko industrijo«, čeprav je v dokumentaciji sklada navedeno, da sklad lahko vključuje do 15 odstotkov naložb v podjetja iz tovrstnih sektorjev.⁸⁹ Ista organizacija je že bila uspešna s tožbo proti Commerz Real Fund AG zaradi zavajanja potrošnikov glede izpustov ogljikovega dioksida.⁹⁰ V obeh primerih tožnik ni zahteval odškodnine, ampak zgolj odstranitev spornih oglasov in prepoved tovrstnega oglaševanja. Nedvomno pa je v prihodnje mogoče pričakovati v evropskem prostoru tudi denarne odškodninske zahtevke.

3.2. Odškodninska odgovornost javnih družb

CSRD nalaga državam članicam, da v svojem pravnem redu naložijo javnim družbam in velikim podjetjem obveznost podrobnega poročanja o trajnostnosti v poslovnih poročilih, ne ureja pa vprašanja odškodninske odgovornosti. ZGD-1 v 70.c členu določa obveznost vključitve izjave o nefinančnem poslovanju v poslovno poročilo v skladu z NFRD, ki pa bo zaradi implementacije CSRD verjetno deležen sprememb. Podatki v poslovnem poročilu, del katerega bo tudi poročilo o trajnostnosti, morajo biti resnični in pošteni (prvi in drugi odstavek 70. člena ZGD-1). V primeru neresničnih podatkov je javna družba skupaj s člani organov vodenja in nadzora (član OVN) solidarno odgovorna vlagateljem za škodo (drugi odstavek

⁸⁶ Odločitev ASA v zadevi *HSBC UK Bank plc*, 19. 10. 2022.

⁸⁷ Financial Times Reporters.

⁸⁸ Sims, Orosz.

⁸⁹ Prav tam.

⁹⁰ Landgericht Stuttgart, 36 O 92/21 KfH.

139. člena ZTFI-1). Drugače kot 263. člen ZGD-1⁹¹ ZTFI-1 določa zunanjo odgovornost članov OVN. Javna družba in člani OVN pa se lahko odgovornosti razbremenijo, če dokažejo, da so ravnali v skladu z ustrezno profesionalno skrbnostjo (tretji odstavek 139. člena ZTFI-1), da torej niso krivi.

Če že prospekt vsebuje informacije o trajnostnosti izdajatelja, te informacije pa so nepravilne ali nepopolne, je izdajatelj odgovoren vlagatelju za škodo (tretji odstavek 81. člena ZTFI-1). V državah Evropskega gospodarskega prostora gre večinoma za neposlovno odškodninsko odgovornost.⁹² Pri tem je za trditve ESG zanimiv razbremenilni razlog, da gre za informacijo, za katero ni verjetno, da bi jo razumen vlagatelj upošteval kot pomembno pri odločitvi za nakup vrednostnih papirjev (5. točka tretjega odstavka 81. člena ZTFI-1). V tem primeru torej ni pomembno, ali je konkretni vlagatelj upošteval informacijo ESG kot pomembno za nakup, temveč gre za objektivni kriterij. Vprašanje pa je, kdo je danes razumen vlagatelj. Ali že lahko govorimo, da razumni vlagatelji pri svojih naložbenih odločitvah upoštevajo vidike ESG podjetij, v katera vlagajo? Menim, da večina investorjev že danes upošteva vidike ESG, še bolj pa bodo ti vidiki pomembni za naložbene odločitve v prihodnosti.⁹³ Tako se po mojem mnenju izdajatelj ne bo mogel razbremeniti s sklicevanjem na ta razbremenilni razlog.

Po svetu v zadnjih letih prihaja do več tožb s strani investorjev, »na udaru« so zlasti naftna podjetja in podjetja, ki ponujajo izdelke ali storitve, povezane z s katerimi naslavljajo okoljsko problematiko. Na Nizozemskem je skupina vlagateljev vložila tožbo zoper British Petroleum.⁹⁴ V Veliki Britaniji je organizacija Client Earth v imenu delničarjev vložila tožbo zoper člane upravnega odbora naftnega podjetja Shell z očitkom, da niso spoštovali svojih obveznosti do delničarjev, saj niso zadovoljivo pripravili podjetja na prehod v brezogljichnost, s čimer so ogrozili vrednost podjetja dolgoročno.⁹⁵ V ZDA pa so vlagatelji vložili tri razredne tožbe zoper švedsko podjetje Oatly med drugim z očitkom, da je prospekt vseboval neresnične in zavajajoče podatke o trajnostnosti podjetja in njegovih izdelkov.⁹⁶ V prihodnje lahko pričakujemo več tovrstnih tožb.

⁹¹ Sodba VS RS III Ips 35/2008 z dne 5. 10. 2010.

⁹² ESMA, 2013.

⁹³ Glej <<https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/esg-investor-survey.html>> (10. 1. 2023).

⁹⁴ Zadeva je prišla tudi na Sodišče EU, vendar zaradi drugih razlogov. Zadeva C-709/19, *VEB proti British Petroleum*, z dne 12. 5. 2021.

⁹⁵ Glej <<https://www.clientearth.org/redirecting-shell/>> (10. 1. 2023).

⁹⁶ Združena zadeva *re Oatly Group AB Securities Litigation*, Consolidated Civil Action No. 1:21-cv-06360-AKH.

3.3. Odškodninska odgovornost revizorjev oziroma dajalcev zagotovil

Načeloma ne obstaja splošna odgovornost za nasvet, posredovano informacijo ali mnenje.⁹⁷ Posebna situacija nastane, ko je dajalec mnenja strokovnjak, ki zaradi narave svojega poklica uživa posebno zaupanje v svoje delo.⁹⁸ V to skupino spadajo tudi revizorji, ki so odškodninsko odgovorni družbi, ki je predmet revizije, na podlagi pogodbe.⁹⁹ ZGD-1 v 57. členu izrecno določa odškodninsko odgovornost revizorja za revidiranje letnega poročila delničarjem ali družbenikom kot tretjim osebam, s katerimi revizor ni sklenil pogodbe za opravilo svoje storitve.

S CSRD so na področju revidiranja oziroma dajanja zagotovil glede razkritij ESG nastale ključne spremembe – NFRD je določila obveznost, ki je implementirana v 57. členu ZGD-1, da mora revizor preveriti zgolj, ali poslovno poročilo vsebuje izjavo o nefinančnem poslovanju in izjavo o upravljanju družbe, in pregledati njuno formalnost (ali izjava o finančnem poslovanju vsebuje predpisano vsebino – ključni nefinančni kazalniki, glavna tveganja družbe, opis politik družbe in opis poslovnega modela) (70.c člen ZGD-1 in novi 19.a člen Direktive 2013/34/EU). To pomeni, da do sprejetja CSRD revizor ni obravnaval vsebinskega vidika in pravilnosti ter resničnosti podane izjave. S CSRD pa se nalaga državam članicam, da morajo v svojem pravnem redu naložiti obveznost dajanja zagotovil o zanesljivosti poročanja o trajnostnosti. Dajalec zagotovila mora preveriti skladnost poročanja z evropskimi standardi poročanja o trajnostnosti ter pri dajanju zagotovil upoštevati standarde dajanja zagotovil, ki jih sprejme Komisija v obliki delegiranih aktov (novi 26.a člen Direktive 2006/43/ES). Da se izogne konfliktu interesov, revizor, ki daje zagotovila o trajnostnosti, ne sme neposredno ali posredno opravljati nobenih prepovedanih nerevizijskih storitev (kamor spadajo sedaj tudi svetovalne storitve za pripravo poročanja o trajnostnosti) za revidirano družbo med začetkom revidiranega obdobja in izdajo revizijskega poročila (spremenjeni 5. člen Uredbe 537/2014).

Pri ugotavljanju odškodninske odgovornosti revizorjev sta ključna dva elementa – protipravnost pri revidiranju in obstoj specialnega razmerja med ravnanjem revizorja in tretjo osebo, saj je ključno, da se je tretja oseba na revizorjevo poročilo zanesla.¹⁰⁰ Pri tem je odgovornost revizorja v razmerju do družbe in delničarjev ali družbenikov omejena, razen če je bila škoda povzročena namenoma ali iz hude malomarnosti (tretji odstavek 57. člena ZGD-1).

⁹⁷ Možina, 2015a, str. 292.

⁹⁸ Prav tam.

⁹⁹ Prav tam, str. 293.

¹⁰⁰ Sodba VS RS III Ips 38/2010 z dne 19. 1. 2021.

3.4. Pravno priznana škoda, njene meje in obseg povrnitve le-te

V Sloveniji sta dve obliki pravno priznane škode – premoženjska in nepremoženjska (132. člen OZ). Premoženjska je lahko v obliki zmanjšanja premoženja (navadna škoda) ali preprečitve povečanja premoženja (izgubljeni dobiček). V primeru škode v obliki znižanja cene delnice ali vrednosti enote investicijskega kupona zaradi na primer preiskave ali kazni s strani organa za nadzor nad finančnim trgom zaradi zelenega finančnega zavajanja gre za klasično obliko premoženjske škode. Vlagatelji lahko zahtevajo denarno odškodnino v višini razlike med ceno, po kateri so kupili delnico ali enoto investicijskega sklada, in ceno, po kateri so vrednostni papir prodali.

ZTFI-1 vsebuje izpodbojno domnevo v primeru prospektne odgovornosti, da je škoda v obliki zmanjšanja vrednosti naložbe glede na nakupno ceno v vzročni zvezi z nepravilnimi ali nepopolnimi informacijami (peti odstavek 81. člena ZTFI-1). ZTFI-1 pri tem ne razlikuje, ali je vlagatelj kupil vrednostni papir od izdajatelja ali od tretjih oseb.¹⁰¹ Javna družba lahko domnevo vzročnosti izpodbije, če dokaže, da je do zmanjšanja vrednosti prišlo zaradi drugih razlogov. Zakon druge oblike škode ne omenja, je pa tudi ne izključuje, le da v takem primeru ni domneve vzročnosti.¹⁰² V ta okvir spada situacija, ko cena delnice raste (na primer zaradi uspešnosti poslovanja podjetja, vsesplošnega optimizma na finančnih trgih, ugodnega dogajanja po svetu itd.), po razkritju nepravilnosti pa strmo pade.¹⁰³ Menim, da v takem primeru vlagatelj lahko zahteva povrnitev škode v razliki do najvišje cene delnice in ne do nabavne cene. ZTFI-1 prav tako ne omenja, da mora vlagatelj prodati delnico po nižji ceni, kar pomeni, da lahko vlagatelj zahteva odškodnino tudi v primeru, ko je še vedno imetnik delnice. Čeprav se zdi, da je v takem primeru zmanjšanje premoženja zgolj navidezno, to ne drži, saj bo v takem primeru lahko vlagatelj na primer v zavarovanje dolga ponudil delnice, ki so vredne manj kot v času pred razkritjem nepravilnosti, posledično se bo lahko manj zadolžil. Po ZISDU-3 pa takšnega dvoma ni, saj je družba za upravljanje odgovorna za škodo tudi v primeru, ko vlagatelj opusti unovčitev investicijskega kupona. Na podlagi tega lahko tudi sklepamo, da je v takem primeru vlagatelj upravičen do odškodnine v višini do najvišje cene investicijskega kupona.

V slovenskem pravnem redu je pravno priznana nepremoženjska škoda le tista, ki jo določa zakon:¹⁰⁴

- telesne in duševne bolečine,
- pretrpljen strah,

¹⁰¹ Bebler, str. 29.

¹⁰² Prav tam.

¹⁰³ Prav tam.

¹⁰⁴ Možina, 2014, str. 49.

- okrnitev ugleda pravne osebe.

Tukaj se postavi zanimivo vprašanje – kako je v primeru, da vlagatelj zahteva povrnitev škode v primeru, da ni prišlo do nobenih premoženjskih implikacij¹⁰⁵ v smislu padca cene delnic ali vrednosti investicijskega kupona zaradi preiskave javnih oblasti ali družb za investicijsko raziskovanje, vendar je aktivistični vlagatelj sam ugotovil, da so razkritja ESG družbe ali sklada neresnična. Po veljavni pravni ureditvi vlagatelj ne more zahtevati povrnitve nepremoženjske škode zaradi pretrpljenih duševnih bolečin, ker družba ali sklad v resnici ni tako trajnostna, kot se je predstavljala. Prav tako ne more zahtevati odškodnine zaradi nepremoženjske škode za pretrpljene duševne bolečine, ker družba čezmerno onesnažuje okolje ali ker sklad v resnici vlaga v »rjava podjetja« in s tem nastaja čezmerna škoda okolju ter prihodnjim generacijam. Slovenski pravni red ima namreč taksativni nabor pravno priznanih vzrokov duševnih bolečin. Tako odškodninsko pravo še temelji na Friedmanovi doktrini, torej premoženjski škodi.

Nato se postavlja vprašanje, ki presega okvire tega članka, ali je namen odškodninskega prava, tj. povrnitev škode in vzpostavitev prejšnjega stanja,¹⁰⁶ res uresničen, če v takih primerih ni subjekta, ki bi lahko zahteval povrnitev škode zaradi slabšega življenjskega okolja prihodnjih generacij.

Aktivistični vlagatelj tudi ne more izvesti pritiska na sklad ali podjetje, da z odškodninskim zahtevkom zahteva objavo sodbe v medijih, saj je to možno le v primeru kršitve osebnostne pravice (178. člen OZ). Vseeno pa vlagatelj niso brez možnosti pritiska na podjetja, saj imajo v ta namen korporacijskopravne vzvode. Prav tako pa je odškodninsko pravo komplement javnemu pravu, ki z grožnjo glob, odvzema dovoljenja in drugimi ukrepi ter potencialno kazensko odgovornostjo pritiska na člane organov vodenja in nadzora, družbe za upravljanje in podjetja, da ravnajo trajnostno ter razkrivajo resnične in nezavajajoče informacije.

Pri povrnitvi škode je prav tako zanimivo vprašanje, ki se bo gotovo postavilo v prihodnosti – ali lahko vlagatelj zahteva povrnitev škode zaradi škodnega dogodka, ki grozi, pri čemer je mogoče zanesljivo sklepati, da bo nastala, saj ima na primer podjetje tovarno v predelih sveta, ki jim grozi izginotje zaradi podnebnih sprememb.¹⁰⁷ V takem primeru ne gre za bodočo škodo, saj škodni dogodek še ni nastal.¹⁰⁸ Vseeno pa sta si situaciji konceptualno podobni, saj sodna praksa kot bodočo škodo šteje tisto, katere nastanek je bil ob sojenju oziroma ob sklepanju izvensodne poravnave objektivno gotov, vendar le, če je bilo to za povprečno skrbnega

¹⁰⁵ Ruland in dr.

¹⁰⁶ Plavšak, 2020, str. 526–527.

¹⁰⁷ Glej <<https://www.weforum.org/agenda/2019/09/11-sinking-cities-that-could-soon-be-underwater>>; <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29461>> (10. 1. 2023).

¹⁰⁸ Možina, 2015b, str. 235–236.

oškodovanca in zavezanca predvidljivo.¹⁰⁹ Razlika je le v tem, da pri grozeči škodi škodni dogodek še ni nastal, odškodninska obveznost pa zapade v trenutku nastanka škode (165. člen OZ). Posledično aktivistični vlagatelj ne more zahtevati odškodnine za grozečo škodo, temveč jo lahko zahteva šele, ko bo škodni dogodek nastal, na primer gladina morja se bo tako dvignila, da bodo tovarne v ogroženih predelih sveta neuporabne. Menim pa, da lahko štejem tovarno na takšnih območjih za vir nevarnosti po 133. členu OZ, zato lahko vlagatelj zoper družbo vloži odstranitveni zahtevek.

4. Sklep

Več desetletij je v zahodnem svetu prevladoval pogled, da podjetja maksimirajo vrednost za svoje delničarje oziroma družbenike, da so torej osredotočena na dobiček, kar neizbežno pomeni kratkoročno naravnost. Zaradi negativnih vplivov podjetij na okolje in družbo pa se je začela poudarjati družbena odgovornost podjetij za dosego trajnostnega razvoja in dolgoročna usmerjenost. Pri tem imajo ključno vlogo finančne institucije, katerih poglavitni namen je alokacija kapitala, s čimer vplivajo na to, katera podjetja bodo preživela. Manj sredstev kot pridobijo »rjava podjetja«, manjša je možnost njihovega »preživetja« in posledično njihovega onesnaževanja v prihodnje. Zaradi vedno večjega povpraševanja vlagateljev po trajnostnih naložbah se je povečala nevarnost lažnega zelenega finančnega oglaševanja. Da bi se temu izognili, je bilo na mednarodni ravni vzpostavljenih več nezavezujočih pravnih in računovodskih okvirov poročanja o trajnostnosti. V zadnjih letih pa EU »orje ledino« na področju trajnostnih financ in razkritij ESG, saj je sprejela in namerava tudi v prihodnje sprejeti veliko zavezujočih aktov.

Za finančne trge so izjemno pomembne Taksonomija, SFDR, CSRD, SRD II in dopolnitev MiFID II, čeprav ima vsak dokument tudi svoje pomanjkljivosti. Taksonomija določa pogoje, ki jih mora naložba izpolnjevati kumulativno, da se lahko šteje za okoljsko trajnostno naložbo, pri čemer Taksonomija ne prepoveduje vlagateljem vlaganja v naložbe, ki se ne štejejo za okoljsko trajnostne. SFDR določa obveznost razkritij ESG za udeležence na finančnem trgu in finančne svetovalce na spletnih straneh, v predpogodbenih razkritjih in v periodičnih poročilih, pri čemer je predmet SFDR širši od Taksonomije, tj. trajnostna naložba. Prav tako pa razvršča finančne naložbe v različne kategorije – »svetlo zelene«, »temno zelene« in vse preostale. Da pa lahko finančne institucije sploh poročajo v skladu s SFDR, je nujno potrebno poročanje o trajnostnosti s strani podjetij, v katera vlagajo. To je namen CSRD, ki razširja krog subjektov, zavezanih za poročanje o trajnostnosti, obseg razkritij ESG in vzpostavlja sistem dajanja zagotovil za razkritja ESG. SRD II nalaga državam članicam obveznost, da

¹⁰⁹ Sklep VS RS II Ips 671/2007 z dne 25. 11. 2010, sodba VSL II Cp 218/2017 z dne 9. 5. 2018 in sodba VS RS II Ips 111/2005 z dne 1. 3. 2007.

institucionalnim vlagateljem in upravljavcem premoženja naložijo obvezno razkrivanje njihovega glasovanja na skupščini delničarjev in naložbene strategije. Dopolnitev MiFID II pa nalaga investicijskim skladom in upravljavcem portfelja, da pri presoji ustreznosti in primernosti vlagatelja povprašajo po njegovih preferencah glede trajnostnosti in jih tudi upoštevajo.

Ključni namen vseh teh aktov je preprečevanje lažnega zelenega finančnega oglaševanja – lažno prikazovanje finančnega instrumenta oziroma podjetja, njegove storitve ali izdelka za bolj trajnostnega, kot je v resnici. Pri tem tako skladi kot tudi podjetja in revizorji tvegajo morebitno odškodninsko odgovornost v razmerju do vlagateljev. Vlagatelj lahko hitro izstopi iz razmerja z zahtevo po odkupu oziroma izplačilu investicijskega kupona, morebitno škodo pa lahko zahteva na podlagi objektivne odškodninske odgovornosti družbe za upravljanje po ZISDU-3. Povrnitev škode lahko zahteva v primeru, da je še vedno imetnik investicijskega kupona, in v primeru, da je kupon že unovčil. Podjetja lahko odškodninsko odgovarjajo na podlagi neresničnih podatkov v letnih poročilih ali na podlagi prospektne odgovornosti. Odškodninska odgovornost revizorjev oziroma dajalcev zagotovil pa temelji na klasični odgovornosti strokovnjakov do tretjih oseb. Pri tem se postavljajo zanimiva vprašanja glede razbremenitve odgovornosti in obsega povrnitve škode.

Trenutno odškodninsko pravo temelji na Friedmanovi predpostavki, da je družbenikom oziroma delničarjem mar samo za dobiček, zato je aktivizem teh deležnikov omejen. Trenutni sodni primeri po svetu so dokaz aktivizma vlagateljev in dejstva, da vlagateljem ni vseeno za negativne eksternalije, ki jih povzročajo podjetja s svojim delovanjem. Večina trenutnih primerov še vedno temelji na zmanjšani vrednosti naložbe za vlagatelje oziroma podcenjevanju tveganj glede trajnostnosti, nedvomno pa lahko v prihodnosti pričakujemo tožbe s strani aktivističnih vlagateljev, ki želijo s tovrstnimi zahtevki spodbuditi pritisk na podjetja in sklade, da spremenijo svoj način delovanja, ki bo koristil vlagateljem, planetu in družbi kot celoti. S tem bodo tudi spodbujali razvoj odškodninskega prava (v smislu nepremoženjske škode, grozeče škode, škode prihodnjim generacijam ipd.) in izzivali že ustaljene koncepte ter pričanje, da je vlagateljem mar samo za donos.

Literatura

- AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV (ATVP). *Vprašanja in odgovori na temo MiFID II/MiFIR – Varstvo vlagateljev*, <https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/MiFIIDIIMiFIR/Vprasanja_odgovori/QA_MiFID%20II_MiFIR_ATVP_26092019_Varstvo_vlagatelj.pdf> (9. 1. 2023).
- ARMOUR, John, AWREY, Dan, DAVIES, Paul, ENRIQUES, Luca, GORDON, Jeffrey, MAYER, Colin, PAYNE, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016.

- BEBLER, Andrej. *Odškodninska odgovornost za prospekt* (diplomska naloga). Ljubljana, 2012.
- BERGMAN, Mark, KARP, Brad, ROSEN, Richard. *ESG Disclosures: Frameworks and Standards Developed by Intergovernmental and Non-Governmental Organizations*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance (online). Cambridge, 21. september 2020, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/09/21/esg-disclosures-frameworks-and-standards-developed-by-intergovernmental-and-non-governmental-organizations/>> (9. 1. 2023).
- CHALMERS, James, COX, Emma, PICARD, Nadja. The Economic Realities of ESG. *PricewaterhouseCoopers*, 28. 10. 2021, <<https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/esg-investor-survey.html>> (10. 1. 2023).
- CLIENTEARTH. *Redirecting Shell*, <<https://www.clientearth.org/redirecting-shell/>> (10. 1. 2023).
- CREMASCO, Chiara; BONI, Leonardo. Is the EU SFDR effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment* (online). London, 29. september 2022, <<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2022.2124838>> (8. 1. 2023).
- CRUZ, Adriana de la, MEDINA, Alejandra, TANG, Yun. Owners of the World's Listed Companies. OECD Capital Market Series (online). Pariz, 2019, <<https://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>> (9. 1. 2023).
- DAHRENDORF, Ralf. After the crisis: back to the Protestant ethic? Six critical observations. *Max Weber Studies*, 2010, letn. 10, št. 1, str. 11–21.
- DELMAS, Magali, CUEREL BURBANO, Vanessa. The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 2011, letn. 54, št. 1, str. 64–87.
- ESMA. *Annex: Question related to Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088*. 14. 7. 2021, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf> (9. 1. 2023).
- ESMA. *Consultation Paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*. 27. 1. 2022, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2998_consultation_paper_on_review_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf> (9. 1. 2023).
- ESMA. *Consultation Paper: On Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*. 18. 11. 2022, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-472-373_guidelines_on_funds_names.pdf> (9. 1. 2023).
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). *Annex III: Individual responses from EEA States*. 30. 5. 2013, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2013-619c_ann_iii_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_annex_iii_published_on_website.pdf> (10. 1. 2023).
- EVROPSKE NADZORNE AGENCIJE (ESAs). *Clarifications on the ESA'S draft RTS under SFDR*. 2. 6. 2022, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_23_-_clarifications_on_the_esas_draft_rts_under_sfdr.pdf> (8. 1. 2023).

- FINANCIAL TIMES REPORTERS. *DWS shares slide after greenwashing claims prompt BaFin investigation*. 26. 8. 2021, <<https://www.ft.com/content/0eb64160-9e41-44b6-8550-742a6a4b1022>> (10. 1. 2023).
- FRANCESCO, Eva de. Achieving the full potential of sustainable finance – The role of national, European and international initiatives. European Policy Centre, 13. 7. 2022, <https://www.epc.eu/content/PDF/2022/Green_finance_DP.pdf> (8. 1. 2023).
- FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press, 1962.
- FRIEDMAN, Milton. A Friedman Doctrine – The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times* (online). New York, 13. 9. 1970, <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>> (8. 1. 2023).
- GLANDER, Harald, LÜHMANN, Daniel, JESCH, Thomas. Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor unter der Offenlegungsverordnung (prvi del). *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2020, št. 485.
- GLANDER, Harald, LÜHMANN, Daniel, JESCH, Thomas. Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor unter der Offenlegungsverordnung (drugi del). *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2020, št. 545.
- GORSTOS, Christos. The Taxonomy Regulation – More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union. V: Busch, D., Ferrarini, G., Grünewald, S. (ur.), *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. London: Palgrave Mcmillan, 2021, str. 351–395.
- HENDERSON, Rebecca. *Reimagining Capitalism in a World on Fire*. New York: PublicAffairs, 2020.
- HODGSON, Camila. Challenge against EU 'green' label for gas and nuclear energy steps up. *Financial Times* (online). London, 10. 10. 2022, <<https://www.ft.com/content/42320458-dfeb-4f5e-9655-aba281cef662>> (9. 1. 2023).
- KLASA, Adrienne. European Asset Managers Blame Regulatory Confusion for Downgrade of ESG Funds. *Financial Times* (online). London, 22. 11. 2022, <<https://www.ft.com/content/d74445d5-1275-4a1e-a118-70f2750ce7c9>> (9. 1. 2023).
- KOMISIJA EU. *FAQ: What is the EU Taxonomy and how will it work in practice?*. 21. 4. 2021, <https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-04/sustainable-finance-taxonomy-faq_en.pdf> (8. 1. 2023).
- KOMISIJA EU. *Overview of sustainable finance*, <https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en> (10. 1. 2023).
- LEVINE, Ross. Finance and Growth – Theory and Evidence. V: Aghion, P., Durlauf, S. (ur.), *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: Elsevier, 2005, str. 869–934.
- LIPTON, Martin. ESG, Stakeholder Governance, and the Duty of the Corporation. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (online). Cambridge, 18. 9. 2022, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/18/esg-stakeholder-governance-and-the-duty-of-the-corporation/>> (8. 1. 2023).

- MEZZANOTTE, Félix. The EU Policy on Sustainable Finance: A Discussion on the Design of ESG-Fit Suitability Requirements. *Review of Banking & Financial Law*, 2020, letn. 40, št. 1, str. 240–314.
- MILLON, David. Radical Shareholder Primacy. *University of St. Thomas Law Journal*, 2013, letn. 10, št. 4, str. 1013–1044.
- MORNINGSTAR MANAGER RESEARCH. *SFDR Article 8 and Article 9 Funds – Q3 2022 in Review*. 27. 10. 2022, <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9?utm_medium=native&utm_campaign=emea_investors_sites> (10. 1. 2023).
- MOŽINA, Damjan. Nepremoženjska škoda zaradi izgube počitnic – Leitner pri nas doma. *Podjetje in delo*, 2014, letn. 40, št. 1, str. 41–56.
- MOŽINA, Damjan. Odškodninska odg. za nasvet in informacije ter vprašanje zahtevkov tretjih oseb. *Podjetje in delo*, 2015a, letn. 41, št. 2, str. 291–309.
- MOŽINA, Damjan. Zastaranje nepogodbenih odškodninskih zahtevkov. *Pravni letopis*, 2015b, str. 227–245.
- MOŽINA, Damjan. *Kreditne pogodbe v švicarskih frankih*. Ljubljana: GV Založba, 2018.
- NAGEL, Stefanie, LORENZ, Lennart, EL-QALQILI, Joel. Nachhaltige Investitionen im System der Offenlegungs-VO und Taxonomie-VO. *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2022, št. 360.
- NINTEY ONE. *Nintey One survey finds European fund industry overly reliant on ESG scores*. 23. 5. 2022, <<https://ninetyone.com/en/newsroom/ninety-one-survey-finds-european-fund-industry-overly-reliant-on-esg-scores>> (9. 1. 2023).
- ORGANIZACIJA ZA GOSPODARSKO SODELOVANJE IN RAZVOJ (OECD). Smernice za večnacionalne družbe (2011), <https://www.gov.si/assets/ministrstva/MGTS/Dokumenti/DIPT/Smernice_OECD_za_vecnacionalne_druzbe.pdf> (8. 1. 2023).
- PACCES, Alessio. Sustainable Corporate Governance – The Role of the Law. V: Busch, D., Ferrarini, G., Grünewald, S. (ur.), *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*. London: Palgrave Mcmillan, 2021, str. 151–174.
- PLATFORMA ZA TRAJNOSTNO FINANCIRANJE. *Response to the Complementary Delegated Act*. 24. 1. 2022, <https://www.euractiv.com/wp-content/uploads/sites/2/2022/01/Platform-draft-CDA-response_embargoed-until-10am-CET-24th-Jan.pdf> (8. 1. 2023).
- PLAVŠAK, Nina, JUHART, Miha, VRENČUR, Renato. *Obligacijsko pravo: splošni del*. Ljubljana: GV Založba, 2009.
- PLAVŠAK, Nina, JUHART, Miha, VRENČUR, Renato. *Obligacije splošni del – Komentar splošnega dela Obligacijskega zakonika (OZ)*. Ljubljana: Tax-Fin-Lex, 2020.
- REURNIK, Arjan. Financial Fraud – A Literature Review. *Journal of Economic Surveys*, 2018, letn. 32, št. 5, str. 1292–1325.
- RIGAUD, Kanta Kumari, DE SHERBININ, Alex, JONES, Bryan, BERGMANN, Jones, CLEMENT, Viviane, OBER, Kayly, SCHEWE, Jacob, ADAMO, Susana, McCUSKER,

- Brent, HEUSER, Silke, MIDGLEY, Amelia. Groundswell – Preparing for Internal Climate Migration. *Svetovna banka* (online). 19. 3. 2018, <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29461>> (10. 1. 2023).
- ROGGE, Ebbe, OHNESORGE, Lara. The Role fo ESG Rating Agencies and Market Efficiency in Europe's Climate Policy. *Hastings Environmental Law Journal*, 2022, letn. 28, št. 2, str. 113–149.
- RULAND, Yorick, BÜRGER, Christian, WEBER, Lars, KROTH, Lea. Environment, Social, Governance – ESG-bezogene Haftungsrisiken. *Beck Online Newsdienst Compliance*, 2022, št. 7.
- SCHOENMAKER, Dirk, SCHRAMADE, Willem. *Principles of Sustainable Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2019.
- SCHWAB, Klaus. *Modern Company Management in Mechanical Engineering*. Frankfurt: Verein Deutscher Maschinenbau-Anstalten, 1971, <https://www3.weforum.org/docs/WEF_KSC_CompanyStrategy_Presentation_2014.pdf> (10. 1. 2023).
- SCHWAB, Klaus, VANHAM, Peter. *Stakeholder Capitalism*. New Jersey: Wiley, 2021.
- SCHWARTZKOPFF, Frances. Fund Managers Brace for ESG Correction With \$4 Trillion at Stake. *Bloomberg* (online). New York, 11. 12. 2022, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-11/fund-managers-brace-for-esg-correction-with-4-trillion-at-stake>> (9. 1. 2023).
- SIMS, Tom, OROSZ, Marta. Deutsche Bank's DWS sued by consumer group over alleged greenwashing. *Reuters* (online). London, 24. 10. 2022, <<https://www.reuters.com/business/finance/deutsche-banks-dws-sued-by-consumer-group-over-alleged-greenwashing-2022-10-24/>> (10. 1. 2023).
- SVET EVROPSKE UNIJE. *Council gives final green light to corporate sustainability reporting directive*. 28. 11. 2022, <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/11/28/council-gives-final-green-light-to-corporate-sustainability-reporting-directive/>> (9. 1. 2023).
- SVETOVNI GOSPODARSKI FORUM. *These 11 sinking cities could disappear by 2100*. 10. 9. 2019, <<https://www.weforum.org/agenda/2019/09/11-sinking-cities-that-could-soon-be-underwater>> (10. 1. 2023).
- WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT. *Our Common Future, Report – Our Common Future*. Oslo, 20. 3. 1987, <<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>> (8. 1. 2023).