

Wykres liniowy z dwiema liniami, jedna czerwona i jedna biała, na tle szarym. Linie te są nieciągłe i mają charakterystyczny, ręcznie narysowany wygląd. W tle, po prawej stronie, znajduje się stylizowany budynek w kolorach czerwonym i białym. Całość jest nadłożona na tło zielone, które stanowi część nagłówka.

**KATARZYNA ŚREDZIŃSKA**  
**JACEK KUCHENBEKER**

STARSZY KONSULTANT, DELOITTE  
NIEZALEŻNY EKSPERT

## JAK CZYNNIKI SPOŁECZNE, ŚRODOWISKOWE I ZARZĄDCZE WPŁYWAJĄ NA WARTOŚĆ SPÓŁEK?

Inwestorzy, podejmując decyzję o zakupie przedsiębiorstwa czy znacznego pakietu akcji spółki, biorą pod uwagę szereg czynników. Podstawowe znaczenie mają dla nich: sytuacja finansowa, w tym koszty, przychody, płynność finansowa, poziom zadłużenia, a także atrakcyjność produktu, pozycja rynkowa, prognozy rynkowe czy choćby stan środków produkcji, którymi przedsiębiorstwo dysponuje. Pozytywna ocena tych i szeregu innych zagadnień wpływa na to, że analityk formułuje rekomendację „kupuj” i kieruje ją do swoich klientów.

**D**o grupy takich zagadnień zaliczają się również te, które tworzą środowiskowy, społeczny i zarządczy wymiar funkcjonowania przedsiębiorstw – tzw. obszar ESG (z ang. Environmental, Social, Governance). W ostatnich latach ich rola znacznie wzrosła. Dzieje się tak z uwagi na szereg uwarunkowań wynikających z kierunku, w którym zmierzają nowoczesne społeczeństwa, gospodarki i rządy krajów aktywnie uczestniczących w procesach gospodarczych, społecznych i politycznych zachodzących na świecie. W rezultacie, podejmując decyzję o kupnie pakietu akcji bądź

o rezygnacji z ich nabycia, należy uwzględnić:

- zmieniające się uregulowania w sferze ochrony środowiska,
- skalę dostosowania się spółki do obecnych i przyszłych przepisów prawa w tym zakresie,
- poziom świadomości i wrażliwości konsumentów na odpowiedzialny wymiar prowadzenia biznesu,
- postawę opinii publicznej i trendy w tym zakresie,
- kompetencje oraz poziom zaangażowania kadry kierowniczej i pracowników,
- możliwość sięgnięcia po nowych pracowników, ich oczekiwania i postawy życiowe,







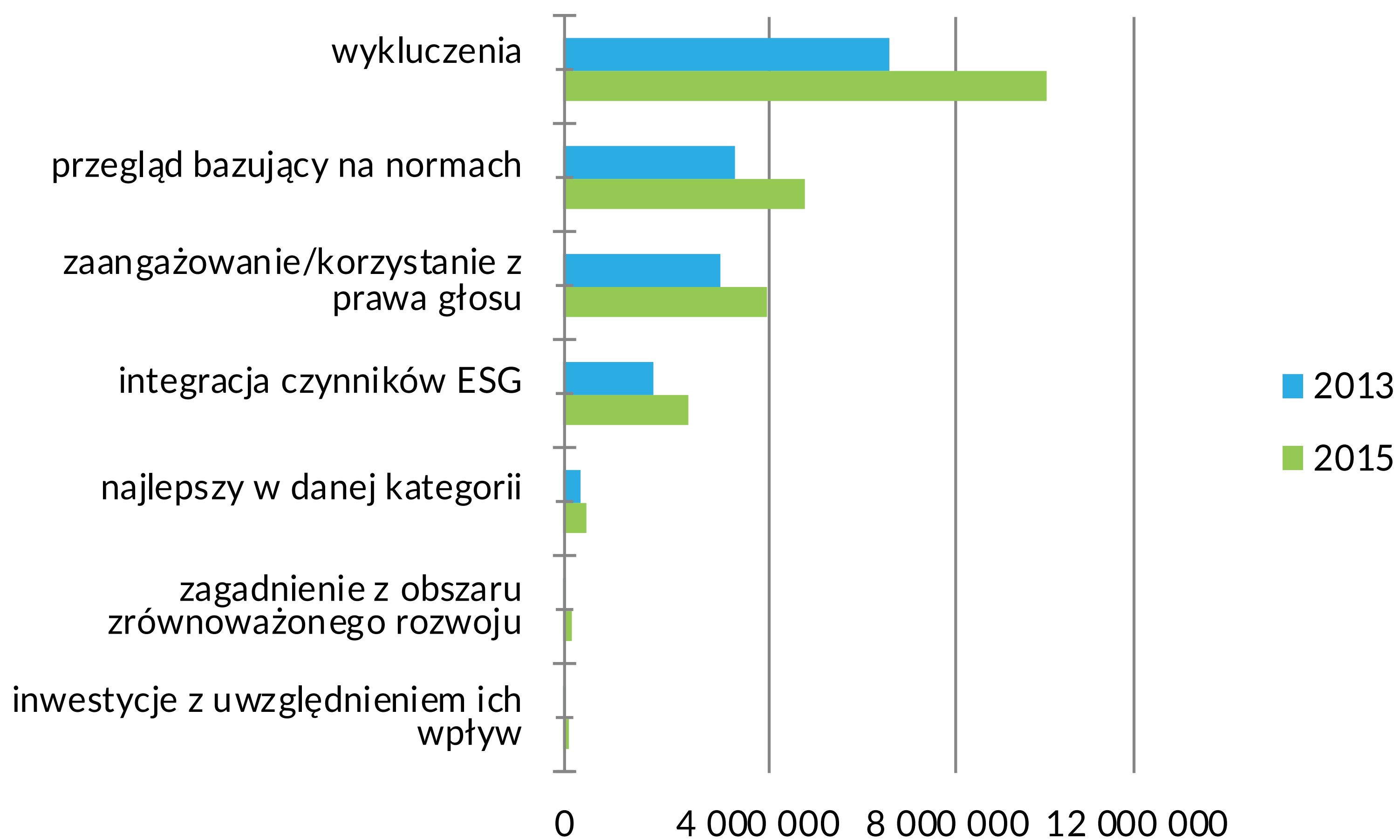
- etykę w biznesie, w tym odpowiedzialne podejście do dostawców i pozostałych kontrahentów,
- odejście do zarządzania relacjami ze społecznościami lokalnymi oraz pojawiające się w tej sferze konflikty,
- a także rozwiązania przyjęte w zakresie zarządzania ryzykiem, w tym z obszaru reputacji i nadużyć.

Uwzględnienie tych i wielu innych kwestii stanowi nie lada wyzwanie, a uczynienie z nich przedmiotu systemowego podejścia do analizy sytuacji przedsiębiorstwa napotyka wiele barier. Zaliczyć do nich należy: ograniczenia wynikające z konstrukcji tradycyjnych modeli dokonywania wyceny przedsiębiorstw, dostęp do informacji, istotność wykorzystywanych kryteriów, dane prognostyczne czy wiarygodność danych.

Istotność ma szczególne znaczenie dla przydatności analiz i płynących z nich wniosków. Analizy ESG koncentrują się bowiem na kryteriach, które mogą wpłynąć na wyniki spółek w średnim i długim okresie, natomiast perspektywa inwestora jest odmienna - interesują go wyniki w krótkim okresie. Niekiedy inwestorzy nie doceniają lub przeceniają wartość danej spółki z uwagi na to, że nie udaje im się odpowiednio zintegrować sfery ESG z prowadzonymi analizami i podejmowanymi decyzjami. Jest to w wielu przypadkach konsekwencją braku odpowiedniej ekspertyzy i wiedzy po stronie analityków i inwestorów, co z kolei często wynika z ograniczeń w dostępie do wystarczająco szczegółowych i konkretnych informacji na temat analizowanych podmiotów. Dotyczy to również informacji zamieszczanych przez spółki w raportach zrównoważonego rozwoju czy raportach zintegrowanych - w ocenie inwestorów trudno jest wykorzystać je na potrzeby procesu wyceny przedsiębiorstwa. Język, którym posługują się obydwie strony, wydaje się być skrajnie różny, co tylko pogłębia skalę problemu.

Niezależnie od powyższych utrudnień, należy podkreślić, że dokonywanie wyceny spółek czy też definiowanie ich zagregowanej ekspozycji na ryzyko, nie powinno odbywać się bez analizy chociażby minimalnego zakresu wybranych zagadnień z obszaru ESG. Z tego też powodu obserwowany jest rozwój metodyk włączających czynniki ESG w procesy analityczne i decyzyjne. Choć trudno dziś o jednoznaczną ocenę stopnia tej integracji, to obserwujemy rosnącą wartość inwestycji, biorących pod uwagę kryteria z obszaru ESG. Poniżej zamieszczamy wykres prezentujący łączną wartość (w mln EUR) inwestycji zrealizowanych na rynkach 13 krajów europejskich z wykorzystaniem różnych form odpowiedzialnego podejścia do inwestowania (dane z lat 2013 i 2015).



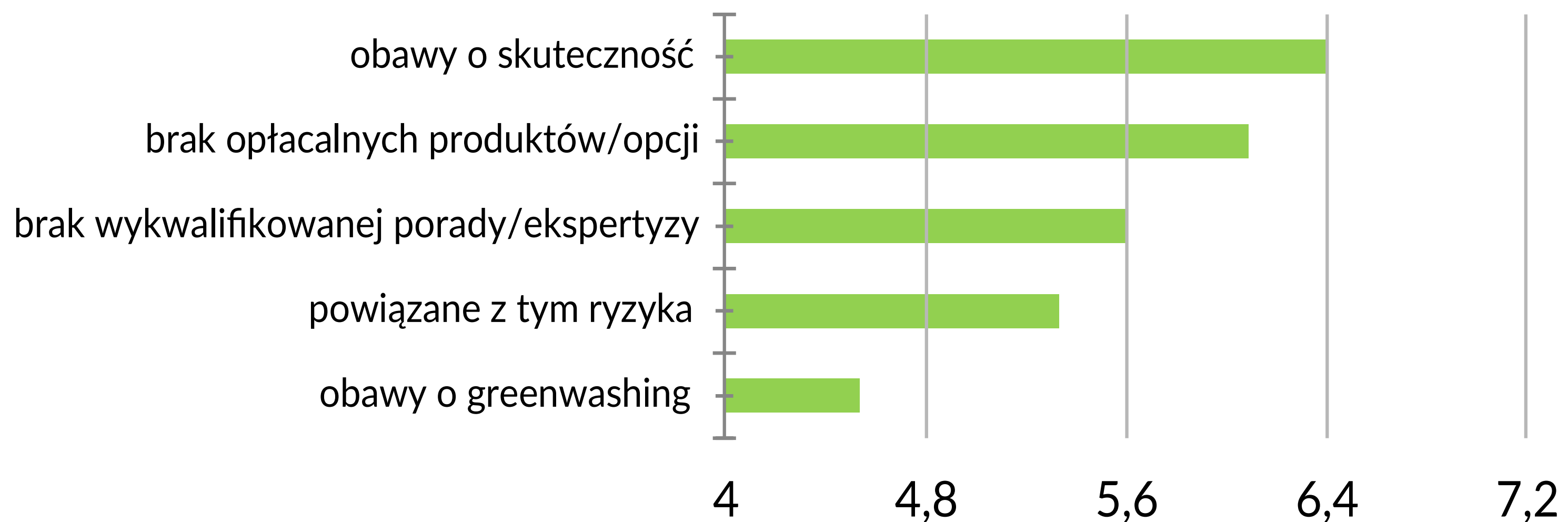


Źródło: European SRI Study 2016, Eurosif

Czwartą pozycję w powyższym zestawieniu zajmują inwestycje realizowane w oparciu o podejście integrujące czynniki ESG w procesach analitycznych poprzedzających podjęcie decyzji o wejściu bądź nie w dane przedsiębiorstwo. Wartość tej kategorii inwestycji wzrosła z 1,9 bln EUR w roku 2013 do 2,65 bln EUR w roku 2015. Zdaje się to świadczyć o tym, że pomimo wyzwań stojących przed tą formą odpowiedzialnego inwestowania, metodyki uwzględniające obszar ESG są nieustająco rozwijane i doskonalone, a w konsekwencji mogą coraz skuteczniej wspierać proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Czynniki mające największy potencjał do stymulowania dalszego wzrostu skali inwestycji odpowiedzialnych, realizowanych również poprzez uwzględnienie analizy czynników ESG, to m.in.:

- popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych,
- działania legislacyjne,
- istotność,
- obowiązki powiernicze,
- popyt ze strony inwestorów indywidualnych,
- inicjatywy międzynarodowe (np. UN PRI – UN Principles for Responsible Investment),
- presja zewnętrzna (organizacje pozarządowe, media, związki zawodowe).





Źródło: European SRI Study 2016, Eurosif

Nie należy jednak zapominać, o ograniczeniach związanych z tą formułą inwestowania. Poniższy wykres przedstawia najważniejsze bariery na drodze rozwoju inwestycji społecznych:

Odnotowano tu takie aspekty, jak np. brak odpowiedniej wiedzy i kompetencji czy brak dedykowanych - pozwalających na odnotowanie zysku - produktów. Na tak zdefiniowane ograniczenia starają się odpowiadać podmioty odpowiedzialne za funkcjonowanie rynków giełdowych w różnych krajach. Spośród 82 giełd skupionych w ramach inicjatywy Sustainable Stock Exchanges Initiative:

- 38 posiada indeksy ESG (ponad 45%),
- 18 oferuje szkolenia z obszaru ESG (ponad 20%),
- 15 dysponuje wytycznymi dotyczącymi obszaru ESG (ponad 18%).

Giełdy, które decydują się tworzyć indeksy ESG, starają się tak postąpić kryteriami ze sfery środowiskowej, społecznej i zarządczej, aby najpełniej oddawały one poziom dojrzałości spółek notowanych w tym zakresie, stając się jednocześnie wiarygodnym punktem odniesienia dla analityków i inwestorów. Zestawienie przedstawiające wybrane zagadnienia brane pod uwagę na etapie definiowania składu wybranych indeksów ESG, skupiających spółki notowane.



Źródło: Opracowanie własne Deloitte

WYMIAR	ZAGADNIENIE	DOW JONES SUSTAINABILITY INDEXES	FTSE4GOOD INDEX	SRI INDEX - JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE	RESPECT INDEX
ekonomiczny	governance	x	x	x	
	kodeks etyki/ postępowania	x		x	x
	zarządzanie ryzykiem	x	x	x	x
	łańcuch dostaw	x	x		x
	antykorupcja/ ryzyko nadużyć	x	x		x
	strategia podatkowa	x	x		
	zarządzanie relacjami z klientem	x			x
	zarządzanie marką	x			
środowiskowy	polityka / zarządzanie środowiskowe	x	x	x	x
	raportowanie środowiskowe	x	x	x	
	zmiany klimatyczne / zarządzanie	x	x	x	x
	eko-efektywność operacyjna	x			
społeczny	szkolenia i rozwój	x		x	x
	Relacje z pracownikami			x	
	Równość szans			x	x
	Standardy pracy	x	x	x	
	BHP	x	x	x	x
	Prawa człowieka	x	x		
	Relacje ze społecznością		x	x	
	Angażowanie interesariuszy	x		x	x
Relacje z klientami		x		x	



Analiza zagadnień będących przedmiotem zainteresowania poszczególnych giełd - typujących spółki do włączenia do notowań indeksów ESG - wskazuje, że starają się one adresować istotne ryzyka związane z poszczególnymi wymiarami funkcjonowania przedsiębiorstw. Jednocześnie, przyjęcie przez spółki notowane rozwiązań stanowiących odpowiedź na te ryzyka, potwierdzone wejściem w skład indeksu, może stanowić przydatny punkt odniesienia dla analityków czy inwestorów dokonujących oceny zasadności zainwestowania środków w dany podmiot. Do ryzyk, które przykładowo uwzględnia się w analizach o tym charakterze, należą:

- wymiar środowiskowy: istotny wzrost cen surowców energetycznych, niedotrzymanie przyjętego harmonogramu działań w zakresie poprawy efektywności energetycznej przedsiębiorstwa, przekroczenie dopuszczalnego poziomu emisji gazów cieplarnianych, ograniczenia dostępu do wody, negatywny wpływ na stan środowiska naturalnego, z uwzględnieniem bioróżnorodności w miejscu, w którym zlokalizowana została fabryka, utrata klientów z uwagi na zbyt niski poziom innowacyjności ekologicznej produktów/ usług oferowanych przez przedsiębiorstwo,
- wymiar społeczny: ogłoszenie strajku okupacyjnego przez organizacje związkowe, brak możliwości realizacji zakładanego poziomu produkcji z uwagi na odejście kluczowych pracowników (i brak zastępców o analogicznych do nich kompetencjach), brak możliwości realizacji działań serwisowych czy remontowych z uwagi na niemożność pozyskania pracowników o wymaganych kwalifikacjach, poważne naruszenie przez dostawców spółki standardów pracy i traktowania pracowników, konflikt z lokalną społecznością,
- wymiar zarządczy: odnotowanie strat w związku z nieskutecznie realizowanym nadzorem nad spółką przez radę, występowanie przypadków nadużyć pracowniczych/ konfliktów interesów powodujących

istotne straty finansowe po stronie firmy, osłabienie reputacji spółki/ marki z uwagi na ukrywanie informacji na temat toczących się postępowań, nałożonych kar czy zidentyfikowanych naruszeń zasad postępowania/ wymogów/ standardów, utrata klientów z uwagi na nieefektywnie działający proces reklamacyjny, wyciek i upublicznienie informacji o wycieku danych osobowych klientów spółki.

Te i inne ryzyka - w zależności od branży czy uwarunkowań geograficznych - warto mieć na uwadze, dokonując oceny spółki, której efektem końcowym miałyby być decyzja o jej nabyciu czy też zakupie dużego pakietu akcji. W połączeniu z adekwatnymi wskaźnikami (KPIs) i odpowiedziami na ryzyko, mogą one - odpowiednio „zaszyte” - stanowić ważny element procesu analizy przedsiębiorstwa, pozwalając na adekwatne zdefiniowanie części przychodów spółki zagrożonych w przypadku materializacji jednego czy większej liczby zidentyfikowanych wcześniej ryzyk. W tym właśnie kierunku zdaje się też zmierzać integrowanie czynników ESG w procesy oceny czy podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Droga do doskonałości w tym obszarze jest jeszcze długa. Dotyczy to również rynku polskiego. Należy jednak mieć nadzieję, że dotychczas zgromadzone doświadczenia, a także aktywności podejmowane przez giełdy - do których zalicza się choćby RESPECT Index notowany na warszawskim parkiecie - wspierać będą skutecznie dalszy rozwój rynku inwestycji odpowiedzialnych, w tym opartych na analizie zagadnień z obszaru ESG.

