

Društveno odgovorno ulaganje te primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja

Nađ, Tihana

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:164437>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-05**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**DRUŠTVENO ODGOVORNO ULAGANJE TE PRIMJENA
EKOLOŠKIH, SOCIJALNIH I UPRAVLJAČKIH KRITERIJA
ULAGANJA**

Diplomski rad

Tihana Nađ

Zagreb, rujan 2020.

Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**DRUŠTVENO ODGOVORNO ULAGANJE TE PRIMJENA
EKOLOŠKIH, SOCIJALNIH I UPRAVLJAČKIH KRITERIJA
ULAGANJA**

**SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING AND
IMPLEMENTATION OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND
GOVERNANCE CRITERIA**

Diplomski rad

Student: Tihana Nađ

JMBAG studenta: 0067529527

Mentor: Prof. dr. sc. Lidija Dedi

Zagreb, rujan 2020.

Sažetak

Osnovni cilj istraživanja ovog rada je pružiti bolji uvid u koncepte i strategije ulaganja pod nazivom društveno odgovorno ulaganje i primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja. Iako iz sporednih strategija polako prelaze u dominantne „mainstream“ strategije, oba koncepta izazivaju nejasnoće i nedovoljno razumijevanje njihovih karakteristika, sličnosti i razlika od strane šire javnosti, zbog pojmovne nekonzistentnosti i ubranog razvoja ovog relativno novog područja.

Istraživanje je primarno provedeno analizom dostupne akademske i stručne literature, a zatim i analizom karakteristika i uspješnosti odabranih financijskih instrumenata korištenjem informacijsko-trgovinske platforme Bloomberg Terminal.

Društveno odgovorno ulaganje je koncept ulaganja koji svoje začetke ima u primjeni različitih religioznih i etičkih normi prilikom donošenja odluka o ulaganju, a podrazumijeva uključivanje nefinancijskih ciljeva ulaganja pored financijskog povrata, zatim poticanje društvene odgovornosti i pozitivne društvene promjene. Primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u procesu donošenja odluka o ulaganju svoje korijene ima u tradicionalnom konceptu društveno odgovornog ulaganja, no ona se smatra modernijim pristupom, usmjerenim na povećanje profitabilnosti ulaganja kroz sveobuhvatniju analizu poduzeća i sektora, izvan isključivo financijskih kriterija te postaje dio temeljnog procesa analize u postupku donošenja odluka o ulaganju. Najveću rasprostranjenost strategije imaju u zemljama razvijenog svijeta, posebice Europi i SAD-u, uz dominaciju aktivno upravljanih otvorenih investicijskih fondova, kao proizvoda na koje se strategije primjenjuju. Iako se društveno odgovorno ulaganje smatra zastarjelim konceptom u odnosu na primjenu ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja, analiza uspješnosti po jednog odabranog financijskog instrumenta koji primjenjuju svaku od strategija na američkom dioničkom tržištu, pokazala je veći ostvareni financijski povrat za strategiju društveno odgovornog ulaganja, u promatranom periodu od posljednjih nekoliko godina.

Ključne riječi: društveno odgovorno ulaganje, primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja, održivo ulaganje

Summary

The main objective in this paper is to provide a better insight into the concepts and strategies of socially responsible investing and the application of environmental, social and governance criteria in investing. Although they are slowly moving from secondary strategies to dominant mainstream strategies, both concepts cause ambiguity and insufficient understanding of their characteristics, similarities and differences by the general public, due to conceptual inconsistency and accelerated development of this relatively new area.

The research was primarily conducted by analyzing the available academic and professional literature, following with the characteristics and performance analysis of selected financial instruments using the information-trading platform Bloomberg Terminal.

Socially responsible investing is a concept of investing that has its origins in the application of various religious and ethical norms in investment decisions. In addition to financial return, socially responsible investing involves the inclusion of non-financial investment goals, encouraging social responsibility and positive social impact. Also, the implementation of environmental, social and governance criteria in the investment decision-making process has its roots in the traditional concept of socially responsible investing, but it is considered a more modern approach, aimed at increasing investment profitability through a more comprehensive analysis of companies and sectors, beyond purely financial criteria. Environmental, social and governance criteria is becoming a part of the fundamental analysis in the investment decision-making process. These strategies are most prevalent in the developed world, especially in Europe and the United States, with the dominance of actively managed open-end investment funds as the products to which the strategies are applied. Although socially responsible investing is considered an outdated concept compared to the application of environmental, social and governance investment criteria, the performance analysis of selected financial instrument applying separate strategies in the US stock market during the last several years showed a higher financial return for a socially responsible investment strategy.

Key words: socially responsible investing, SRI, environmental, social and governance criteria, ESG, sustainable investing

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

(vlastoručni potpis studenta)

(mjesto i datum)

Sadržaj

1.	Uvod	1
1.1.	Predmet i cilj rada.....	1
1.2.	Izvori podataka i metode prikupljanja	1
1.3.	Sadržaj i struktura rada	2
2.	Društveno odgovorno ulaganje.....	3
2.1.	Određenje, obilježje i povijesni razvoj	3
2.2.	Osnovne strategije	7
2.3.	Ulaganje s društvenim učinkom	10
2.3.1.	Povijesni razvoj.....	11
2.3.2.	Pojmovno određenje	11
2.3.3.	Subjekti i provedba ulaganja.....	12
2.3.4.	Kontinuirano praćenje napretka	13
3.	Primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja	15
3.1.	Određenje, obilježje i povijesni razvoj	15
3.1.1.	Načela društveno odgovornog ulaganja UN-a.....	18
3.1.2.	Ciljevi održivog razvoja UN-a.....	20
3.1.3.	Novi zakonski okvir u Europskoj Uniji	24
3.2.	Izazovi i prilike	25
3.3.	Zelene obveznice	28
4.	Analiza proizvoda na financijskom tržištu i globalna rasprostranjenost	35
4.1.	Razlike između društveno odgovornog ulaganja i primjene ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija	35
4.2.	Proizvodi na financijskom tržištu i globalna rasprostranjenost.....	39
4.3.	Analiza ETF-a koji primjenjuje strategiju društveno odgovornog ulaganja - iShares MSCI USA SRI UCITS ETF	45

4.4.	Analiza ETF-a koji primjenjuje ekološke, socijalne i upravljačke kriterije – iShares ESG MSCI USA ETF	49
4.5.	Usporedba uspješnosti primjenom različitih strategija.....	53
4.5.1.	Usporedba iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares ESG MSCI USA ETF-a s iShares MSCI USA UCITS ETF-om.....	54
4.5.2.	Usporedba iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares ESG MSCI USA ETF-a.....	58
5.	Zaključak.....	59
	Popis literature.....	62
	Popis grafova.....	73
	Popis slika.....	74
	Popis tablica.....	75
	Životopis studenta.....	76
	Prilozi.....	77

1. Uvod

1.1. Predmet i cilj rada

Predmet ovog rada su sve popularniji koncepti i strategije ulaganja pod nazivom društveno odgovorno ulaganje i primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja. Razvoj svijesti kod ljudi o društvenim nejednakostima, klimatskim promjenama, onečišćenju, štetnim posljedicama određenih aktivnosti i proizvoda po zdravlje, potrebi za odgovornim i održivim upravljanjem poduzećima, doveo je do promoviranja predmetnih strategija ulaganja. Glavni cilj ovog rada je pružiti bolji uvid u ovo relativno novo i brzorastuće područje ulaganja, koje zbog pojmovne nekonzistentnosti i dinamičnosti razvoja izaziva nejasnoće i nedovoljno razumijevanje njihovih karakteristika, sličnosti i razlika od strane šire javnosti.

Očekivani stručni doprinos ovog rada je pružiti uvid u predmetnu tematiku, sumarno i na jednom mjestu te na hrvatskom jeziku, primjećujući nedostatak istog analiziranjem stručne i akademske literature. Isto tako, pokazati da tradicionalni koncept društveno odgovornog ulaganja i moderna primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja nisu identični pristupi te s tim saznanjem istražiti koji je pristup profitabilniji za ulagatelja. Kako bi se došlo do zaključka o navedenome, u poglavljima ovog rada, opisane su glavne karakteristike oba pristupa ulaganju, istražene njihove razlike, globalna rasprostranjenost i dostupni proizvodi te primjer uspješnosti svake strategije na temelju odabranih financijskih instrumenata za određeno razdoblje. Istraživanje uspješnosti strategija na temelju odabranih primjera pokazat će kako se u trenutnoj fazi razvoja i danom zakonodavnom okviru ne može donijeti generalni zaključak o uspješnosti pojedine strategije. Ovim radom nastojat će se osvijestiti činjenica kako su navedeni pristupi uvelike rašireni unutar industrije te iz sporedne strategije i trenda prelaze u „mainstream“ koncept ulaganja i poslovanja, kako na institucionalnoj tako i na osobnoj razini.

1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja

Podaci za diplomski rad prikupljeni su iz akademske i stručne literature iz područja društveno odgovornog ulaganja i primjene ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja. Za istraživanje i usporedbu uspješnosti predmetnih strategija ulaganja na temelju

odabranog primjera, korišteni su podaci prikupljeni putem informacijsko-trgovinske platforme Bloomberg Terminal. Prilikom izrade rada korištene su različite metode, a najviše kompilacijska, deskriptivna metoda i induktivna metoda. Kompilacijska metoda upotrijebljena je kako bi se različiti izvori iz akademske i stručne literature mogli kombinirati, dok je deskriptivna metoda korištena u svrhu opisivanja stanja i karakteristika predmetnih strategija ulaganja i njihove primjene. Induktivna metoda korištena je radi zaključivanja.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Ovaj rad se sastoji od pet poglavlja od kojih se prvo poglavlje sastoji od uvodnog objašnjenja predmeta i cilja rada te izvora podataka i metoda prikupljanja korištenih u istraživanju. U drugom poglavlju objašnjen je koncept, odnosno strategija društveno odgovornog ulaganja, kroz opis glavnih karakteristika, specifičnosti i razvojnih smjerova. Treće poglavlje odnosi se na objašnjenje koncepta, odnosno strategije primjene ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja, također uz opis glavnih karakteristika, specifičnosti i razvojnih smjerova. U četvrtom poglavlju istražene su razlike između društveno odgovornog ulaganja i primjene ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja, zatim dostupni proizvodi i globalna rasprostranjenost te usporedba uspješnosti obje strategije na temelju primjera za dostupno razdoblje. Konačno na temelju navedenog iznesen je zaključak.

2. Društveno odgovorno ulaganje

2.1. Određenje, obilježje i povijesni razvoj

Društveno odgovorno ulaganje (engl. *Socially Responsible Investing* – SRI, dalje u tekstu: SRI) pojam je i koncept koji dobiva sve više prostora u suvremenoj financijskoj literaturi. Međutim, određenje pojma nije jednoznačno, kako među akademskom zajednicom tako i među profesionalcima unutar financijske industrije.

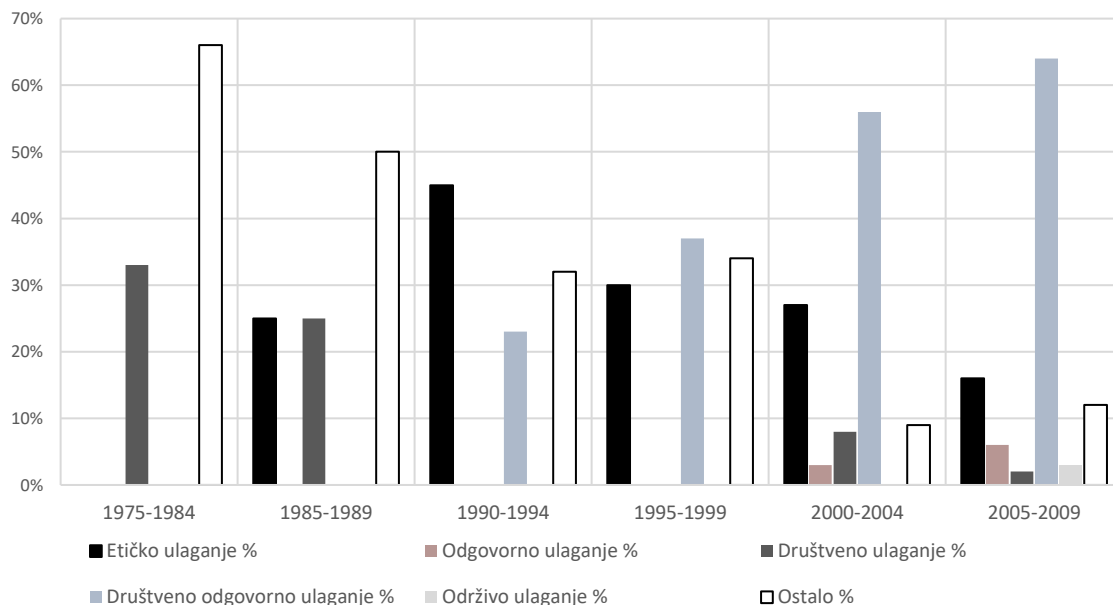
Wallis i Klein (2015) su u svom radu analizirali akademsku i stručnu literaturu na temu **pojmovnog određenja** društveno odgovornog ulaganja. Primjerice, Dorfleitner i Utz (2012) smatraju kako održivost ima različito značenje za svakog pojedinačnog ulagatelja te da pojam održivog ulaganja u dovoljnoj mjeri rezimira sve poželjne nefinancijske utjecaje koje ulaganje može imati. Stoga i ne vide potrebu za općom definicijom društveno odgovornog ulaganja. Europska komisija (2018) koristi pojam održivog financiranja i definira ga kao postupak integriranja ekoloških i društvenih faktora u donošenje odluka o ulaganju, što dovodi do većeg ulaganja u dugoročnije i održive djelatnosti. Pojmovno određivanje takvih vrsta ulaganja je „stvar ukusa“ prema Cowtonu (1999). Brojni drugi autori su također istraživali tematiku i nastojali odrediti odgovarajuću terminologiju i obilježja. Sandberg et al. (2009) prepoznaju tri pojma koja se upotrebljavaju za definiranje takvog tipa ulaganja, a to su društveno odgovorno ulaganje, etičko ulaganje i ulaganje temeljeno na vrijednosti. Vrlo često pojam etičko ulaganje se smatrao odgovarajućim sinonimom pojmu društveno odgovorno ulaganje, uključujući i posebne akademske časopise, u kojima bi se očekivalo da su koncepti jasno definirani (Capelle-Blancard & Monjon, 2012). S obzirom na rastuću važnost odgovornog ulaganja, može biti iznenađujuće da još uvijek nema konsenzusa o tome što termin društveno odgovorno ulaganje znači za ulagatelje (Sparkes i Cowton, 2004).

Vodeće europsko udruženje za promoviranje i napredak održivog i odgovornog ulaganja (engl. *European Sustainable Investment Forum* – EUROSIF, dalje u tekstu: EUROSIF), ističe kako ne postoji univerzalna definicija društveno odgovornog ulaganja. Pojmovi društveno, etičko, odgovorno, društveno odgovorno, održivo i ostali, često se koriste na mnoštvo preklapajućih i nadopunjujućih načina pristupanja području društveno odgovornog ulaganja. Upravo bogatstvo različitih pogleda predstavlja izazov ulagatelju da precizno definira i kategorizira društveno odgovorno ulaganje kao pojam (EUROSIF, 2010).

Američka inačica udruženja za promoviranje i napredak održivog i odgovornog ulaganja (engl. *The Forum for Sustainable and Responsible Investment – USSIF*) ističe kako je to skup vrijednosti koje ulagatelji primjenjuju u svoje strategije, uzimajući u obzir zaštitu okoliša, društvene faktore i korporativno upravljanje za generiranje dugoročnih konkurentskih financijskih prinosa i pozitivnih društvenih učinaka. Također dodaju da iako raznolikost pojmova ponekad može biti zbunjujuća, srž poruke je jasna. Sve veći broj investitora, institucija i financijskih profesionalaca raspoređuje i upravlja kapitalom za izgradnju održivije i pravedne ekonomije (USSIF, 2014).

U novije vrijeme počinje se koristiti i **pojam održivo ulaganje** za područje društveno odgovornog ulaganja, no ostaje za vidjeti hoće li on u potpunosti i zamijeniti trenutno prevladavajući pojam društveno odgovornog ulaganja. Publikacija *Journal of Sustainable Finance & Investment*, koja izlazi od 2010. godine, u svom nazivu primjerice ne koristi pojam društveno odgovorno ulaganje već održivo ulaganje, označavajući isto područje i principe ulaganja. Na grafu u nastavku vidljivo je kako pojam društveno odgovorno ulaganje od devedesetih godina preuzima primat, dok istovremeno pojam etičko ulaganje gubi na značaju.

Graf 1 Pojavnost i frekvencija korištenja pojmova koji se odnose na društveno odgovorno ulaganje u akademskim istraživačkim radovima (1975. – 2009.)



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Viviers i Eccles. (2012).

Iako su pojmovi nekonzistentni u akademskoj literaturi, **definicija** društveno odgovornog ulaganja je konzistentna utoliko da označava integraciju određenih nefinancijskih faktora, poput etičkih, socijalnih i ekoloških u proces donošenja odluka o ulaganju (Sandberg, et al., 2009). Također se može reći kako je društveno odgovorno ulaganje zajednički pojam za ulagačke strategije koje uzimaju u obzir pokušaj kreiranja pozitivne društvene promjene, minimiziranja ekološke štete i ugrađuju religiozna ili etička uvjerenja (Fung, Law i Yau, 2010).

Brojni drugi akademski stručnjaci također su izrazili svoje viđenje društveno odgovornog ulaganja. Društveno odgovorno ulaganje je praksa uključivanja socijalnih i ekoloških ciljeva u odluke o ulaganju (Sparkes i Cowton, 2004; Schueth, 2003). U svom radu Camilleri (2017) je istažao i naveo različite definicije društveno odgovornog ulaganja iz akademske i stručne literature. Društveno odgovorno ulaganje tako je strategija koja potiče korporativne prakse koje promiču društvenu odgovornost i hvalevrijedne inicijative, poput ulaganja s društvenim učinkom, zalaganja dioničara i ulaganja u zajednicu. Pojam društveno odgovorno ulaganje odnosi se na ulaganja koja nastoje izbjeći negativne vanjske efekte. Mnoge ulagatelje privlače tvrtke koje će donijeti financijski povrat na ulaganja. Pa ipak, može se činiti da veliki i rastući dio stanovništva posjeduje duhovnu čežnju za integracijom osobnih vrijednosti u sve aspekte života, uključujući financije i ulaganja. Kao rezultat toga, mnogi savjesni ulagatelji mogu izbjeći poduzeća koja su uključena u alkohol, duhan, brzu hranu, igre na sreću, pornografiju, oružje, kontracepciju i pobačaj, proizvodnju fosilnih goriva i / ili vojnu industriju, između ostalog (Camilleri, 2017).

Iz prethodno navedenih zaključaka o pojmovnoj neujednačenosti, a zatim i definiranju pojma od dijela akademskih autora i predstavnika financijske struke, razvidno je kako društveno odgovorno ulaganje kao sve prisutniji koncept ulaganja izaziva veliki interes i potiče akademsku struku na promišljanje i integraciju koncepta u osnovne ekonomske teme.

Razmatrajući **povijesni razvoj** društveno odgovornog ulaganja, različiti autori njegove početke vide još u vremenu prije Krista, kada je židovski Zakon postavio prva specifična pravila etičkog ulaganja (Wallis i Klein, 2015). Zatim u 18. stoljeću, točnije 1758. godine kvekeri, kršćanski vjerski pokret, zabranjuje svojim članovima sudjelovanje u trgovini robljem. U isto vrijeme, jedan od osnivača metodizma, John Wesley iznio je svoje osnovne principe socijalnog ulaganja. Propovijedao je o odgovornoj poslovnoj praksi i izbjegavanju određenih industrija koje mogu naštetiti zdravlju i sigurnosti radnika (Camilleri, 2017).

Pokazalo se kako su najpoznatije primjene društveno odgovornog ulaganja u početku bile motivirane religijom (Sparkes, 2003). Prvi investitori koji su postavili etičke parametre na portfelje ulaganja bili su crkveni ulagatelji u Ujedinjenom Kraljevstvu, Sjedinjenim Američkim Državama i Australiji (Sparkes i Cowton, 2004; Camilleri, 2017).

Začeci modernog kocepta društvenog ulaganja mogu se pratiti od 60-ih godina prošlog stoljeća. Društveno zabrinuti investitori sve više su se bavili ravnopravnošću žena i manjinskih skupina (Schueth, 2003). Ovo vrijeme karakterizirao je aktivizam bojkotom i izravnim djelovanjem ciljajući određene korporacije (Rojas et al., 2009; Camilleri, 2017).

Poznati američki ekonomist Milton Friedman je 1970. u intervjuu za novine New York Times Magazine izjavio da je društvena odgovornost poslovanja povećati zarade (Townsend, 2017). Unatoč skepsi i negativnom stavu dijela ekonomista prema konceptu društveno odgovornog ulaganja, 70-e godine obilježile su teme poput anti-vijetnamskog ratnog pokreta, građanskih prava i pitanja vezanih uz prava žena na jednakost. To je poslužilo da se potakne osjetljivost na neka pitanja društvene odgovornosti i od društvene važnosti. Ti su se pokreti proširili na upravljanje, radne odnose i anti-nuklearne stavove. Sindikati su također pokušali iskoristiti dionice mirovinskih fondova za dioničarski aktivizam (Guay, Doh i Sinclair, 2004; Camilleri, 2017). 1971. godine u SAD-u kreiran je fond Pax World Funds koji se smatra prvim fondom koji je primjenjivao principe društveno odgovornog ulaganja, a iz ulaganja je isključivao poduzeća uključena u Vijetnamski rat.¹

1971. godine nastala su Sullivanova načela, koja je velečasni Leon Sullivan, ujedno i tadašnji član Uprave američkog poduzeća General Motors, napisao u obliku kodeksa ponašanja. Ona su regulirala poslovanje američkih poduzeća u Južnoj Africi i postupanje prema domorodačkom afričkom stanovništvu, a bila su usmjerena na društvenu odgovornost, poštivanje ljudskih prava i tretiranje zaposlenika jednakima, bez obzira na boju kože. Međutim, u praksi se pokazalo da brojna američka poduzeća ne poštuju ta načela, zbog čega su američki ulagatelji povlačili svoja ulaganja iz tih poduzeća. Taj pritisak je kulminirao 80-ih godina, kada su zbog znatnog smanjenja investicija u zemlju, južnoafrički poslodavci zatražili ukidanje aparthejda. Iako društveno odgovorno ulaganje samo nije uspjelo ukinuti diskriminaciju, pridonijelo je stvaranju velikog međunarodnog pritiska na Južnu Afriku.

¹ Goff, S. (2006). Ethical Funds. *Financial Times* [online]. Dostupno na: <https://www.ft.com/content/d603b526-131e-11db-9d6e-0000779e2340> [29.srpnja.2020.]

Tijekom 80-ih godina američki mirovinski fondovi polako su uvodili društveno odgovorno ulaganje u svoje strategije, a 90-ih godina ulagatelji se usmjeravaju prema zdravlju i okolišu. Černobilska nuklearna katastrofa 1986. godine i Exxon Valdez ekološka katastrofa 1989. godine, probudili su svijest kod brojnih ulagatelja za potrebom očuvanja okoliša i zdravlja. Povećava se pritisak i na proizvođače duhana te je primjerice kalifornijski mirovinski fond koji je ulagao novčana sredstva nastavnika, povukao više od 237 milijuna dolara iz dionica proizvođača duhana nakon šest mjeseci financijske analize i razmišljanja (Reynolds, Goldberg i Hurley, 2004). Širenje ozonske rupe i globalno zagrijavanje također su privukli pažnju društveno odgovornih ulagatelja. Godine 1996. osnovana je i Moskowitz-ova nagrada za najbolja akademska istraživanja u području društveno odgovornog ulaganja. Nagradu svake godine dodjeljuje Poslovna škola Haas, Sveučilišta u Kaliforniji, Berkley Centar za odgovorno poslovanje.

U današnje vrijeme društveno odgovorno ulaganje predstavlja jedan od glavnih trendova na financijskim tržištima, pokriva brojna područja i obuhvaća značajan broj financijskih proizvoda. Samo u Europi, društveno odgovorno ulaganje raslo je dvoznamenkastim stopama između 2011. i 2013. Stope rasta kretale su se od + 22,6% za tematske proizvode održivosti do + 132% za ulaganja s društvenim učinkom. (EUROSIF, 2014; Camilleri, 2017). Ulaganje s društvenim učinkom, kao svojevrsna podvrsta i dio društveno odgovornog ulaganja, dobiva sve više na značaju, uz 6-godišnju prosječnu složenu godišnju stopu rasta (CAGR) od 52% i dosegnutih 108 milijardi eura imovine u 2018. godini, s 20 milijardi eura u 2013. godini. Primjetan je i rast udjela malih ulagatelja u ukupnoj imovini fondova, a kretao se od 3,4% prema podacima u 2014. na 30% u 2018. (EUROSIF, 2018)

2.2. Osnovne strategije

Istraživanje provedeno 2000. godine pokazalo je da društveno odgovorni ulagatelji glavnu motivaciju za ulaganje imaju u nastojanju da izbjegnu štetna poduzeća (84%), zatim 73% njih želi pružiti podršku poduzećima s pozitivnim učinkom na društvo, dok ih je 69% izjavilo da jednostavno žele da njihova ulaganja budu etički čista (Lewis i Mackenzie, 2000; Wallis i Klein, 2015). Iz navedenih motiva proizlaze i osnovne strategije društveno odgovornog ulaganja, iako poput heterogenosti pojmovnog određenja, određenje osnovnih tipova strategija također obilježava heterogenost. Wallis i Klein (2015) u svom radu sumiraju različite strategije u tri osnovna tipa:

- 1) ulaganje prema smjernicama
- 2) dioničarski aktivizam
- 3) ulaganje u razvoj zajednice.

Podvrste navedena tri osnovna tipa prepoznate su i od strane ostalih autora te primjenjivane u praksi.

1) Ulaganje prema smjernicama

Strategija screeninga, odnosno procjene i odabira odnosi se na kriterij primijenjen u spektru potencijalnih ulaganja koji pomaže prepoznati kandidate (Kinder i Domini, 1997; Wallis i Klein, 2015). U literaturi i praksi spominju se dvije varijante spomenute strategije, a to su pozitivni screening i negativni screening. **Primjer negativnog screeninga** je isključivanje poduzeća koja proizvode alkoholna pića, cigarete ili oružje, zatim kockarnice, nuklearne elektrane, poduzeća čiju radnu snagu čine i djeca, poduzeća koja se bave kreiranjem pornografskog sadržaja, poduzeća s lošim odnosom prema životinjama i slično. Započelo je tako što je dio ulagatelja iz religioznih uvjerenja počeo izbjegavati ulaganje u „dionice grijeha“ (engl. sin stocks), odnosno dionice poduzeća uključenih u industriju kockanja, proizvodnju alkohola i duhana (Morningstar, 2020). Često se ova strategija naziva i strategijom isključivanja. **Pozitivan pristup ili pozitivni screening** znači da se ulaže samo u tvrtke koje ispunjavaju određene kriterije (Camey, 1994; Wallis i Klein, 2015). Primjenom ove strategije zapravo se potiče tvrtke na društvenu odgovornost. Poduzeća koja proizvode školske udžbenike, osnovne životne potrepštine poput hrane, odjeće, vode, električne energije te na primjer tehnologiju koja se primjenjuje u ekologiji, bile bi dobar primjer poduzeća koja bi mogla ući u izbor na temelju strategije pozitivne evaluacije i odabira.

Pored klasičnih pristupa pozitivnog i negativnog screeninga, raspravlja se i o **mješovitim strategijama** - poput dvostupanjskog pristupa, koji započinje negativnim screeningom praćenim pozitivnim kriterijima, i kompromisni pristup koji izračunava ukupni rezultat ili ocjenu za poduzeća (Cowton, 1999; Wallis i Klein, 2015).

Strategija najbolji u klasi (engl. *best in class strategy*) nastavlja se na strategije pozitivnog i negativnog screeninga te se također često spominje u literaturi i ima široku primjenu u praksi. Primjenjuje se na način da se za ulaganje razmatraju samo ona poduzeća, koja su unutar svoje industrije, među onima koja djeluju društveno i / ili ekološki najodgovornije. Nijedna industrija nije isključena na početku (Wallis i Klein, 2015). Na ovaj način

postavljaju se poduzeća kao uzor i svojevrsno mjerilo uspješnosti ostalim poduzećima u svojoj industriji.

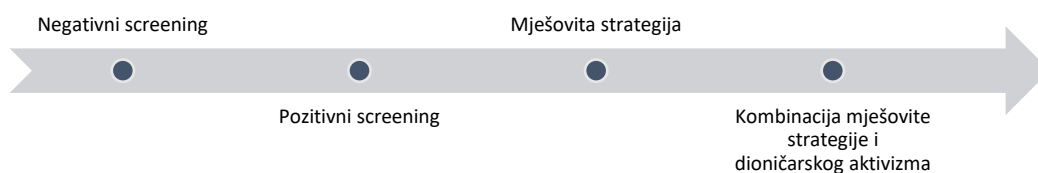
2) Dioničarski aktivizam

Pojam dioničarski aktivizam, koji se naziva i aktivističkim pristupom, znači da ulagatelji koriste svoje glasove preko opunomoćenika da podrže etički razvoj poduzeća (Camey, 1994; Wallis i Klein, 2015). Strategija se bazira na ideji da dioničari kao vlasnici poduzeća mogu značajno utjecati na donošenje odluka, a samim time i na društvenu odgovornost poduzeća. Primjerice u prošlosti ima brojnih primjera aktivizma usmjerenih prema naftnim poduzećima ili proizvođačima duhana, a s ciljem povećanja društvene odgovornosti.

3) Ulaganje u razvoj zajednice

Ulaganje u razvoj zajednice znači da bi se ulagatelji mogli odreći dijela prihoda kako bi omogućili kapital ljudima koji mu inače nemaju pristup putem konvencionalnih kanala (Schueth, 2003; Wallis i Klein, 2015). Ulagati u zajednicu može se putem donacija, volonterstva ili javno privatnog partnerstva. Ova strategija je kreirala cijelu novu podvrstu društveno odgovornog ulaganja, ulaganje s društvenim učinkom, o kojem će biti više riječi u poglavlju 2.3. Unatoč sve većoj važnosti i primjeni u praksi, ulaganje u razvoj zajednice još uvijek nije zastupljeno u akademskoj literaturi kao ulaganje prema smjernicama i dioničarski aktivizam.

Slika 1 Četiri generacije osnovnih strategija



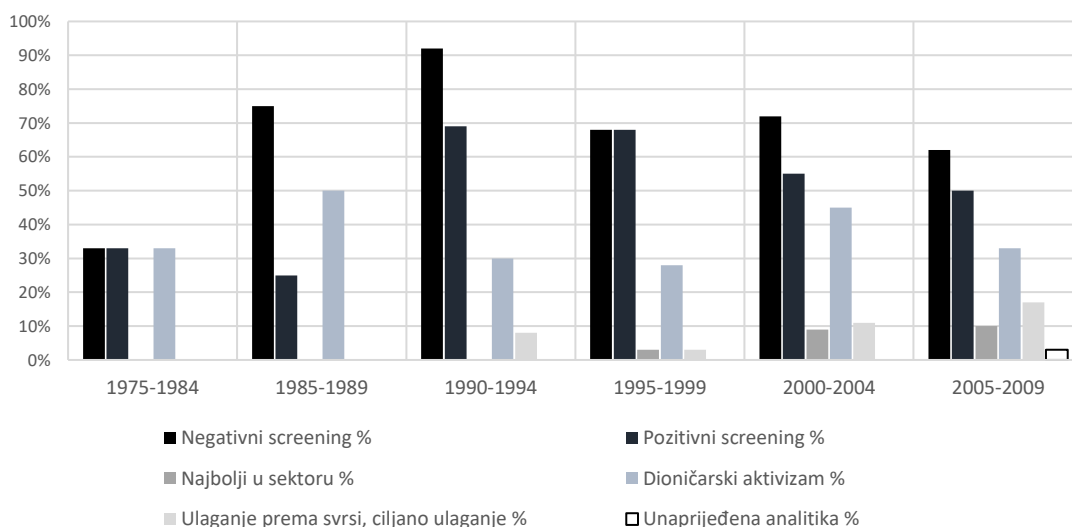
Izvor: Izrada autora

Negativni screening smatra se kronološki prvom strategijom društveno odgovornog ulaganja, iz koje se zatim razvio pozitivni screening kao druga generacija, pa kombinacija obje strategije kao treća. Kao četvrtom generacijom smatra se kombinacija treće generacije i dioničarskog aktivizma (Renneboog et al., 2008).

Viviers i Eccles (2012) analizirali su pojavnost i frekvenciju spominjanja različitih strategija društveno odgovornog ulaganja u akademskim istraživačkim radovima. Na grafu u nastavku

vidljivo je kako su negativni i pozitivni screening svoj vrhunac dosegli devedesetih godina prošlog stoljeća, dok rast bilježi Best in Sector (najbolji u sektoru) strategija i Cause-based (targeted) investing (ulaganje prema svrsi, ciljano ulaganje). U periodu od 2005. do 2009. godine javljaju se strategije pod nazivom Enhanced analytics, odnosno unaprijeđena analitika. Nema dokaza u današnjoj literaturi da je pojam zaživio, odnosno da su strategije pod spomenutim opisom stekle popularnost.

Graf 2 Pojavnost i frekvencija spominjanja različitih strategija društveno odgovorno ulaganje u akademskim istraživačkim radovima (1975. – 2009.)



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Viviers S. i Eccles N. S. (2012).

Prikazana analiza pokazuje kako unatoč prethodno opisanoj heterogenosti pojmova u akademskoj i stručnoj literaturi vezanoj uz društveno odgovorno ulaganje, **određeni konsenzus je postignut oko osnovnih tipova strategija**. Neznatna razlika u nazivu najbolji u klasi (engl. *best in class*) i najbolji u sektoru (engl. *best in sector*) upućuje na istu strategiju, kao i ulaganje prema svrsi, ciljano ulaganje (engl. *cause-based, targeted investing*) u razvoj zajednice, odnosno ulaganje s društvenim učinkom.

2.3. Ulaganje s društvenim učinkom

Ulaganje s društvenim učinkom novija je strategija i podvrsta društveno odgovornog ulaganja. Vraćajući se korijenima strategije, pojavio se pojam socijalnih financija jer vlade, dobrotvorne organizacije i sami filantropi više nisu bili sposobni nositi se sa socijalnim i

ekološkim izazovima 21. stoljeća. Usredotočenost na čin dobrotvornog davanja radije nego na postizanje socijalnih rezultata i ovisnost o nepredvidivom financiranju, spriječili su gotovo sve dobrotvorne organizacije u realizaciji svoje potencijalne učinkovitost i razmjera (Brandstetter. i Lehner, 2014).

2.3.1. Povijesni razvoj

U akademskoj literaturi za prvo spominjanje pojma ulaganje s društvenim učinkom spominje se 2007. godina, kada je skupina suradnika u Zakladi Rockefeller, oblikovala pojam kako bi uniformirala i promovirala principe koji su se već koristili u praksi ali pod različitim nazivima. U komunikaciji s američkim institucionalnim ulagateljima, pionirima ulaganja u zelenu tehnologiju, građevinska poduzeća i developere koji grade stambene objekte za obitelji s nižim dohotkom te fondove koji se bave mikrokreditiranjem, spoznali su da ti ulagatelji žele snažniji naziv i smjer, a koji postojeća terminologija nije pružala. Smatrali su kako pojmovi društveno odgovorno ulaganje i etičko ulaganje nose teret moralnog obvezivanja i osobnog prosuđivanja te povijest negativnog screeninga koji je bio fokusiran na izbjegavanje određenog tipa poduzeća. Pojam održivo financiranje ocijenjen je usko usmjerenim na okolišna pitanja umjesto na široko područje društvene pravednosti i problema razvoja. Iako je pojam financiranje razvoja zajednice odgovorao dijelu ulagatelja u SAD-u, nije obuhvaćao globalni aspekt ulaganja, niti je odgovarao lokalno usmjerenim ulagateljima izvan SAD-a te nije održavao važnost koju mnogi ulagatelji pridaju ekološkim pitanjima i prilikama za ulaganje. Pojam ulaganje s društvenim učinkom s druge strane je odražavao optimizam i orijentiranost prema djelovanju, koji je karakterizirao ulagatelje koji su slijedili te principe ulaganja (Bugg-Levine i Emerson, 2011).

Zaklada Rockefeller potaknula je i osnivanje neprofitne udruge Svjetska mreža ulaganja s društvenim učinkom (engl. *Global Impact Investing Network* – GIIN, dalje u tekstu: GIIN) 2009. godine, koja je iste godine ponudila i prvu definiciju ulaganja s društvenim učinkom. Ulaganje s društvenim učinkom je ulaganje u tvrtke, organizacije i fondove s namjerom stvaranja mjerljivog društvenog i okolišnog učinka uz financijski povrat (Trelstad, 2016).

2.3.2. Pojmovno određenje

Ulaganje s društvenim učinkom (engl. *Impact investing*) kao relativno novi tip ulaganja, još uvijek ima skromnu zastupljenost u znanstvenoj i stručnoj literaturi, no bilježi se porast

interesa i sve više je radova koji se bave predmetnom tematikom. Prema Wendt (2018) ulaganjem s društvenim učinkom eksplicitno se nastoji postići mjerljiv društveni i financijski prinos na ulaganja. Održivo ulaganje uključeno je u akademsku definiciju ulaganja s društvenim učinkom, ali ulagatelji koji slijede principe ulaganja s društvenim učinkom jasno razlikuju ta dva koncepta (Brandstetter i Lehner, 2015). Svjetski ekonomski forum (2013) definira ulaganje s društvenim učinkom kao proaktivnu namjeru ulagatelja za kreiranjem mjerljivog pozitivnog društvenog i / ili okolišnog učinka kroz ulaganje ili financiranje i s ciljem postizanja društvenog i financijskog prinosa od ulaganja (Wendt, 2018).

Dakle, ulaganje s društvenim učinkom je tip ulaganja kojemu je cilj ostvariti trostruki pozitivni učinak, a to je društveni, ekološki i financijski. Saltuk, Bouri, i Leung (2011) su u istraživanju provedenom intervjuirajući institucionalne ulagatelje i pojedince s visokim raspoloživim kapitalom, došli do saznanja kako je 62% njih spremno odreći se financijskog povrata za veći društveni učinak te 60% njih smatra da nije nužno žrtvovati financijski povrat prilikom ulaganja s društvenim učinkom. Također, istraživanje je pokazalo kako pojedinci s visokim raspoloživim kapitalom očekuju da bi 5% - 10% njihovog kapitala moglo biti uloženo s ciljem postizanja društvenog učinka, u periodu od narednih 10 godina.

2.3.3. Subjekti i provedba ulaganja

Za ulaganja s društvenim učinkom najčešće se koriste fondovi rizičnog kapitala (engl. *private equity i venture capital*), direktne investicijske strategije i u manjoj mjeri društvene i zelene obveznice (Wendt, 2018). Istraživanje J.P. Morgana i GIIN-a pokazalo je kako su fondovi rizičnog kapitala, podvrste *private equity*, najčešće korišteni subjekti ulaganja. Ulagatelji kojima je cilj postići društveni učinak uglavnom primjenjuju teoriju promjene: misija je utjecati na financijsko tržište kroz stvaranje nove održive imovine, povećanjem mreže održivih poduzetnika, mreže financijskih posrednika aktivnih na tom polju te mreže ulagatelja koji ulažu s ciljem postizanja pozitivnog društvenog učinka (Wendt, 2018). Ulagatelji koji ulažu s ciljem postizanja društvenog učinka vjeruju da ulaganjem u poslovne modele koji se bave socijalnim i ekološkim izazovima, poput epidemije dijabetesa ili klimatskih promjena, mogu proizvesti tržišne financijske prinose, istovremeno pružajući mjerljiv učinak na ciljani problem (Trelstad, 2016).

Ulaganja se provode kroz financiranje dugom ili kapitalom, a ulaže se u različite sektore ovisno o potrebama društvenih zajednica, primjerice u stambene objekte, energetske sektor

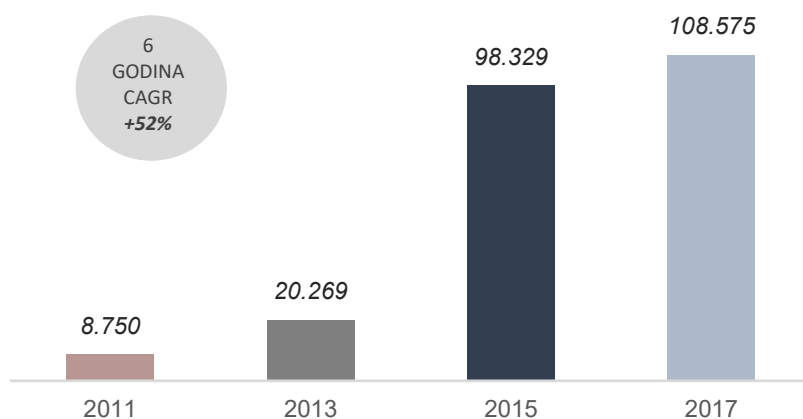
(pristup električnoj energiji), mikrofinanciranje, financijske usluge, prehrambeni sektor i poljoprivredu, zdravstvo, šume, edukaciju, informacijske tehnologije, itd. Filantropi i vizionari su glavni pokretači ove strategije, a institucionalni ulagatelji s vremenom su postali vodeći ulagatelji.

Kao glavni problemi ovog novog koncepta ulaganja ističu se nedostatak kapitala za ulaganja s prihvatljivim omjerom rizika i očekivane zarade te relativni nedostatak praćenih uspješnih visokokvalitetnih prilika za ulaganje. Nadalje, poteškoće u vezi s izlaznim strategijama, problemi u definiranju zajedničkog jezika za razgovor o ulaganju s društvenim učinkom i nedostatak inovativnih struktura za portfelje svrstavaju se među najvažnije izazove s kojima se suočava industrija ulaganja s društvenim učinkom (Saltuk, Bouri i Leung, 2011).

2.3.4. Kontinuirano praćenje napretka

EUROSIF je počeo 2012. godine pratiti ulaganja s društvenim učinkom kroz svoje redovne dvogodišnje publikacije. Ističu kako **ulaganje s društvenim učinkom i dalje igra ključnu ulogu na tržištu društveno odgovornog ulaganja**, osobito nakon 21. UN-ove konferencije o klimatskim promjenama (COP21) u Parizu 2015., koja je zaključena značajnim sporazumom, koji je postavio okvir za daljnja ulaganja u tehnologije i infrastrukturu s niskim udjelom ugljika. (EUROSIF, 2016). Značajka studije EUROSIF-a je da ne uključuje ulaganja filantropa i ulaganja javnim novcem, već samo ulaganja privatnih profesionalnih ulagatelja, zbog čega su objavljene brojke o visini ulaganja i imovine pod upravljanjem vjerojatno niže od ukupnih.

Graf 3 Rast ulaganja s društvenim učinkom u Europi

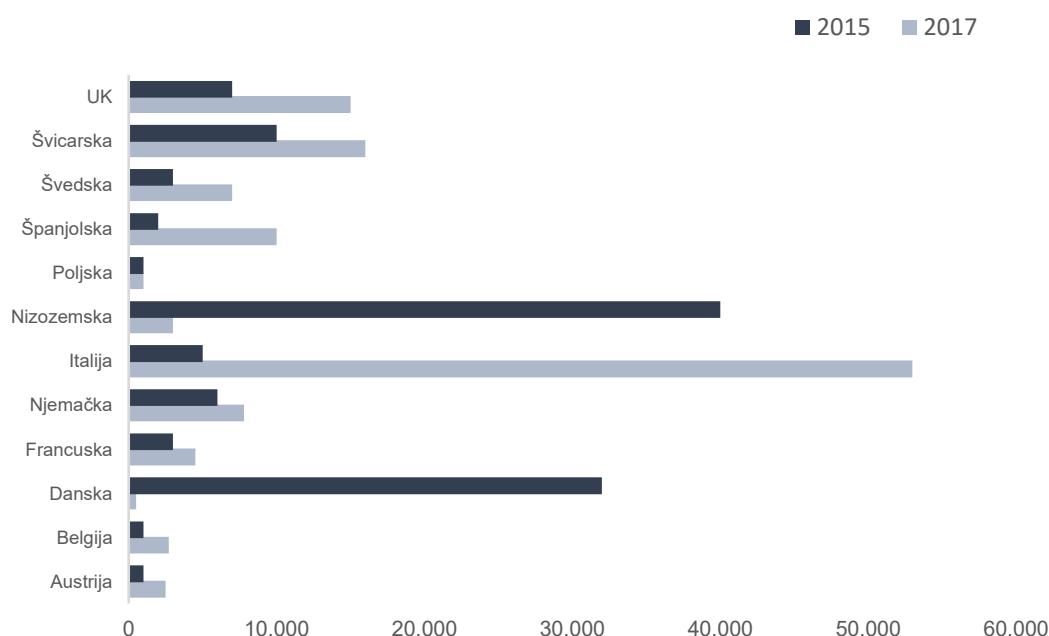


Izvor: Izrada autora, prelagodeno prema EUROSIF, *European SRI Study 2018* [online].

U posljednjoj dvogodišnjoj studiji EUROSIF je objavio rezultate istraživanja prema kojima je ulaganje s društvenim učinkom raslo po impresivnoj prosječnoj složenoj godišnjoj stopi rasta (CAGR) od 52% u periodu od 2011. do 2017. godine. Ta stopa je za 10% viša u odnosu na zadnju studiju iz 2016. godine. Imovina pod upravljanjem posvećena ulaganju s društvenim učinkom dosegla je 108,6 milijardu eura u Europi 2017. godine, što je 10,5% više u odnosu na 2015. godinu.

Gledajući po zemljama, najveći rast relativno bilježe Italija i Španjolska u usporedbi s prethodnim istraživanjem za 2015. godinu, a najveći pad Nizozemska i Danska. Ohrabrujući su trendovi i u Velikoj Britaniji, Švicarskoj i Švedskoj.

Graf 4 Ulaganje s društvenim učinkom po zemljama



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema EUROSIF (2018), *European SRI Study 2018* [online].

GIIN je 2017. godine objavio istraživanje koje obuhvaća aktivnosti 209 vodećih svjetskih organizacija za ulaganje s društvenim učinkom, uključujući upravitelje fondova, zaklade, banke, institucije za financiranje razvoja, obiteljske urede za upravljanje imovinom (eng. family offices), mirovinske fondove i osiguravajuća društva. Izvještaj je utvrdio da postoji ukupno gotovo 114 milijardi dolara posvećenih ovoj strategiji.²

² GIIN (2017) *Annual Impact Investor Survey* [online]. Dostupno na: https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf [1.kolovoza.2020.]

3. Primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja

3.1. Određenje, obilježje i povijesni razvoj

Pojmovno određenje primjene ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja (engl. *Environmental, Social and Governance criteria*, dalje u tekstu: ESG ili ESG kriteriji ulaganja) razvidno je iz samog naziva kratice ESG, zbog čega ne postoji velika zastupljenost pojmovnog definiranja kriterija u akademskoj literaturi. Definiranje pojma znatno je zastupljenije u stručnoj literaturi, zbog poslovnih i pravnih potreba, dok se u akademskoj literaturi pojam spominje i veže uz noviji razvoj društveno odgovornog ulaganja. Svim definicijama zajednički je nazivnik upotreba ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u procesu donošenja odluka o ulaganju, a u nastavku su dani primjeri nekih od defincija:

- Primjena ESG kriterija znači uključivanje ekoloških, socijalnih i upravljačkih pitanja u odluke investitora o portfelju (Matos, 2020).
- ESG ulaganje je razmatranje ekoloških, socijalnih i upravljačkih čimbenika zajedno s financijskim čimbenicima u procesu odlučivanja o ulaganju (Briand, 2019).
- ESG ulaganje uključuje ekološka, socijalna i upravljačka pitanja u analizu, odabir i upravljanje ulaganjima. Ključna pitanja za razmatranje obično uključuju:
 - **E:** klimatske promjene, emisiju ugljika, zagađenje, učinkovitost resursa, biološku raznolikost;
 - **S:** ljudska prava, radne standarde, zdravlje i sigurnost, politike raznolikosti, odnose u zajednici, razvoj ljudskog kapitala (zdravstvo i obrazovanje);
 - **G:** korporativno upravljanje, korupciju, vladavinu zakona, institucionalnu snagu, transparentnost.

(Inderst. i Stuart, 2018).

Vezano uz obilježje ESG kriterija, ne postoji konsenzus o točnom popisu pitanja ESG-a i njihovoj materijalnosti. Tablica u nastavku prikazuje ključna područja koja novodi CFA Institute.

Tablica 1 Glavna ESG područja

Ekološka dimenzija	Socijalna dimenzija	Upravljačka dimenzija
<ul style="list-style-type: none"> • Klimatske promjene i emisija ugljika • Upotreba prirodnih resursa, energije i očuvanje vode • Zagađenje i otpad • Eko-dizajn i inovacije 	<ul style="list-style-type: none"> • Zdravlje i sigurnost zaposlenika, diverzifikacija i obrazovanje • Odgovornost prema kupcima i proizvodima • Povezanost sa zajednicom uz dobrotvorne aktivnosti 	<ul style="list-style-type: none"> • Prava dioničara • Funkcionalan nadzorni odbor (neovisan i diverzificiran) • Politike kompozicije menadžmenta • Mito i korupcija

Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Matos, P. (2020) ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. *The CFA Institute Research Foundation* [online].

Ekološka (E) dimenzija mjeri utjecaj poduzeća na prirodni ekosustav, koji uključuje njene emisije (npr. staklenički plinovi), učinkovitu upotrebu prirodnih resursa u procesu proizvodnje (npr. u smislu: energije, vode ili materijala), zagađenje i otpad (npr. izlivanje) i napore usmjerene prema inovaciji i eko-dizajniranju proizvoda. **Socijalna (S) dimenzija** obuhvaća odnose poduzeća s radnom snagom, kupcima i društvom. To uključuje napore za održavanjem odanih radnika (npr. kvaliteta zaposlenja, zdravlje i sigurnost, osposobljavanje i razvoj), udovoljavanje kupcima (npr. proizvode kvalitetne robe i usluge koji drže kupce sigurnima) i biti dobar građanin u zajednicama u kojima poduzeće djeluje. **Dimenzija upravljanja (G)** obuhvaća postojeće sustave za upravljanje i koliko menadžment djeluje u najboljem interesu svojih dugoročnih dioničara, što uključuje zaštitu prava dioničara (npr. ograničavanje obrane protiv preuzimanja), postojanje funkcionalnog nadzornog odbora (npr. s iskusnim, raznolikim i neovisnim članovima), koji održava dobro osmišljenu politiku kompenzacije menadžmentu i izbjegava nezakonite prakse, poput prijevara i primanja mita. Pitanje ESG-a na koje najveću pozornost obraćaju institucionalni ulagatelji su klimatske promjene, posebno izloženost njihovih portfelja riziku emisije stakleničkih plinova i „nasukane imovine“, odnosno imovine koja više nije produktivna ili je za otpis zbog vanjskog utjecaja (Matos, 2020).

Povijesni razvoj primjene ESG kriterija ulaganja usko je povezan s konceptom društveno odgovornog ulaganja te se stoga i korijeni ESG-a vežu uz 60-te i 70-te godine prošlog stoljeća, kada su se pitanja ravnopravnosti žena i manjinskih skupina, a zatim i razvoj anti-

vijetnamskog ratnog pokreta, proširili na pitanja građanskih prava, korporativnog upravljanja, radne odnose i anti-nuklearne stavove.

Standardi nefinancijskog izvještavanja Globalne inicijative za izvještavanje (engl. *Global Reporting Initiative* – GRI) su prvi i najšire korišteni standardi nefinancijskog izvještavanja. Predstavljaju najbolju svjetsku praksu izvještavanja o širokom spektru ekonomskih, okolišnih i društvenih pitanja koja se od 1997. godine do danas redovito ažurira i unapređuje. Standardi obuhvaćaju zahtjeve, preporuke i smjernice organizacijama za nefinancijsko izvještavanje, koji bi trebali pružiti informacije o pozitivnom ili negativnom utjecaju organizacije na održivi razvoj. Takve informacije trebale bi omogućiti interesno-utjecajnim skupinama unutar i izvan organizacije oblikovanje mišljenja i informirano odlučivanje o doprinosu organizacije ciljevima održivog razvoja (Basić i Ivanišević Hernaus, 2019).

Do sredine 2000-ih u Europi su postojala tri glavna katalizatora koja su stvorila potražnju velikih investitora za analizom ekoloških, socijalnih i upravljačkih (ESG) pitanja. Prva je bila snažna intelektualna i pravna rasprava o odnosu fiducijarne dužnosti i pitanja održivosti. Drugo su bile klimatske promjene. Treća je bila kapitulacija prema tezi da je loše korporativno upravljanje štetno za tržišta (Townsend, 2017).

U siječnju 2004. godine glavni tajnik UN-a Koffi Annan kroz pismo se obratio i zamolio 55 predsjednika uprava vodećih svjetskih financijskih institucija da njihova poduzeća sudjeluju u izradi smjernica i preporuka o uključivanju ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u upravljanje imovinom, brokerske poslove i vezane poslove analize. Rezultat toga su smjernice financijske industrije oblikovane u publikaciju pod nazivom *Who Cares Wins*, objavljenu u lipnju 2004. godine. Upravo ta publikacija *Who Cares Wins* se smatra dokumentom gdje se po prvi put spominje skovani pojam ESG (Kell, 2018), čije su smjernice vidljive u grafički sažetom prikazu.

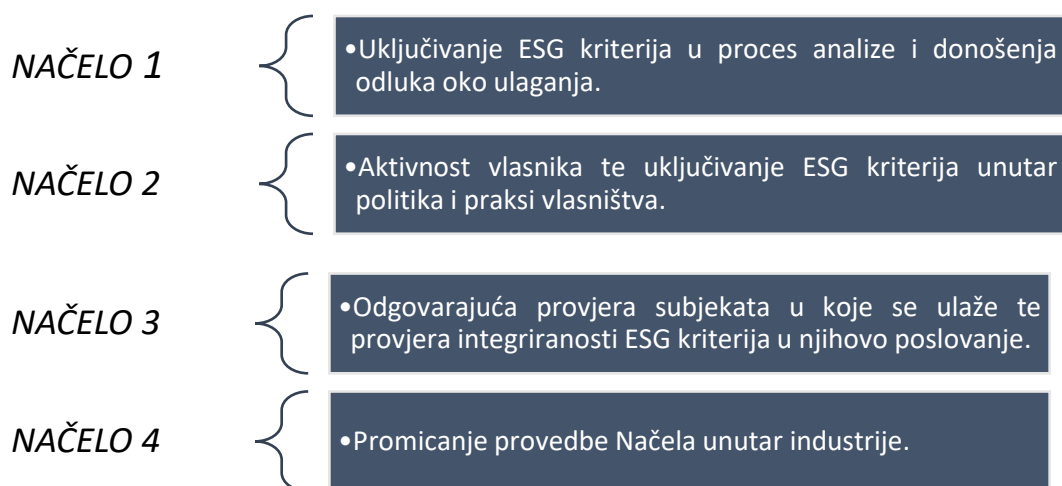
Otprilike u isto vrijeme Program za zaštitu okoliša Ujedinjenih naroda - Financijska inicijativa (UNEP FI) - izradili su dokument pod nazivom *Freshfields Report* u kojem su pokazali da su mjerenja ESG-a relevantna za financijsko vrednovanje. Dokument je nastao tako da je 2005. godine UNEP naručio izvještaj od londonske odvjetničke tvrtke *Freshfields Bruckhaus Deringer* da odgovori na konkretno pitanje: „Je li integracija ekoloških, socijalnih i upravljačkih pitanja u politiku ulaganja dobrovoljno dopuštena, zakonski propisana ili ometana zakonom i propisima; prvenstveno što se tiče javnih i privatnih mirovinskih fondova, drugo što se tiče osiguravajućih društava i investicijskih fondova?“ U izvješću su

pregledani jedinstveni zakoni o fiducijarnoj dužnosti na sedam glavnih svjetskih razvijenih tržišta: američkom, britanskom, njemačkom, japanskom, francuskom, talijanskom i španjolskom. (Townsend, 2017). Viši autor dokumenta Freshfields Report kaže da daleko od sprječavanja integracije ESG kriterija, zakon jasno dopušta i u određenim okolnostima zahtijeva da se to učini (Caplan, Griswold i Jarvis, 2013).

3.1.1. Načela društveno odgovornog ulaganja UN-a

Desetak godina nakon Globalne inicijative za izvještavanje, u 2006. godini, definirana su UN-ova Načela odgovornog ulaganja (engl. The United Nations' Principles for Responsible Investment – PRI). Na poticaj glavnog tajnika Ujedinjenih naroda, grupa od 20 najvećih svjetskih institucionalnih ulagača i 70 investicijskih stručnjaka te stručnjaka iz međuvladinih organizacija i predstavnika civilnog društva postavila je temelj za danas još uvijek najvažniju globalnu inicijativu odgovornog ulaganja (Woods i Urwin, 2010; Sandberg, 2013). U 2019. godini inicijativa je prikupila više od 2.500 potpisnika (70 % su upravitelji ulaganjima, 18 % vlasnici imovine, a 12 % pružatelji usluga). Šest dobrovoljnih načela ulaganja nudi izbor mogućih aktivnosti za uključivanje nefinancijskih pitanja u investicijsku analizu (PRI, 2019; Basić i Ivanišević Hernaus, 2019).

Slika 2 Prikaz Načela odgovornog ulaganja



NAČELO 5	<ul style="list-style-type: none"> • Konstantni napori usmjereni prema povećanju učinkovitosti u provođenju Načela.
NAČELO 6	<ul style="list-style-type: none"> • Izvještavanje o aktivnostima i napretku u provedbi Načela.

Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema PRI (2019) *What are the Principles for Responsible Investment?* [online].

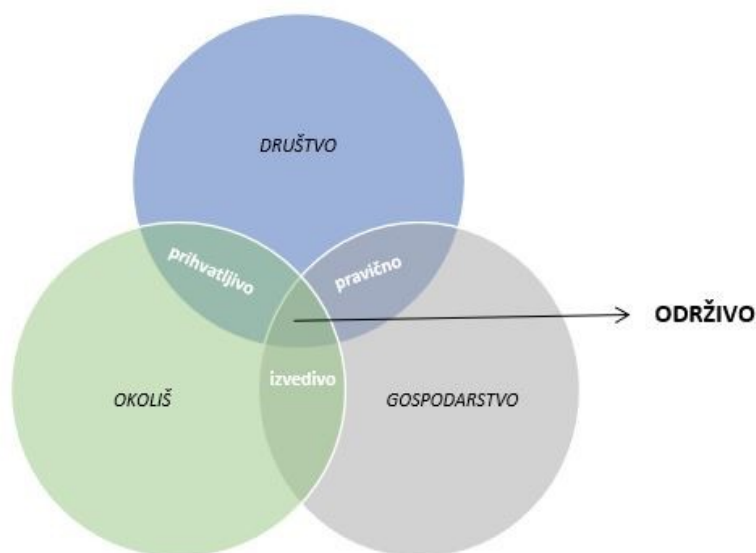
Kao što je već i navedeno načela su dobrovoljna, ali nude određene akcije djelovanja prema inkorporaciji ESG kriterija kroz poslovanje i proces ulaganja. Najvažniji su edukacija, obuka menadženta, poticanje akademskih istraživanja na ovu temu, uvođenje ESG kriterija u prospekte o investicijskoj politici, sudjelovanje u razvoju politika, regulacije i postavljanje standarda (poput promicanja i zaštite prava dioničara), formiranje informacijskih platformi i razmjena alata, kontinuirano izvještavanje o angažmanu i integriranje tema vezanih za ESG u godišnja financijska izvješća. Također, bitno je kolektivno rješavati relevantna nova pitanja i razviti ili podržati odgovarajuće inicijative za suradnju.

Održivo i odgovorno financijsko ulaganje postalo je važno obilježje financijske djelatnosti (European Fund and Asset Management Association, 2016) te predstavlja relevantno pitanje na institucionalnoj, nacionalnoj i supranacionalnoj razini (Ivanišević Hernaus, 2019). Održivim i odgovornim financijskim ulaganjima na tržištu kapitala ulagatelji nastoje poticati društveno odgovorno poslovanje poduzeća, usmjeravajući financijska sredstva u ona poduzeća (ili organizacije) koja se ističu dobrom praksom društveno odgovornog poslovanja. Takva ulaganja omogućuju korištenje tradicionalnih tržišnih mehanizama radi doprinosa stvaranju održivog i zdravog društva (Ivanišević Hernaus, 2013). Financijski sektor pruža infrastrukturu i smjernice za održiva i odgovorna financijska ulaganja kroz, primjerice, ponudu održivih i odgovornih investicijskih fondova, djelovanje rejting organizacija specijaliziranih za društveno odgovorno poslovanje i raspoloživost tržišnih indeksa održivosti (Wagemans, van Koppen i Mol, 2013; Basić i Ivanišević Hernaus, 2019). Smatra se da primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja dobiva značaj upravo s pokretanjem Načela odgovornog ulaganja. Danas je primjena ESG kriterija ulaganja jedan od vodećih trendova u upravljanju imovinom.

3.1.2. Ciljevi održivog razvoja UN-a

Koncept održivog razvoja podrazumijeva proces postizanja ravnoteže između gospodarskih, socijalnih i okolišnih zahtjeva, kako bi se osiguralo „zadovoljavanje potreba sadašnje generacije, bez ugrožavanja mogućnosti budućih generacija da zadovolje svoje potrebe“. Od 1987. godine, kada je na ovaj način definiran u Izvještaju Svjetske komisije za okoliš i razvoj pod predsjedanjem Gro Harlem Brundtland, pa do današnjeg dana, održivi razvoj je postao jedan od ključnih elemenata u formuliranju i provođenju razvojnih politika u svijetu (Pavić-Rogošić, Jelić Mück i Jagnjić, 2015).

Slika 3 Tri sastavnice održivog razvoja



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema: Pavić-Rogošić, L., Jelić Mück, V. i Jagnjić, M. (2015) *Novi izazov: Globalni ciljevi održivog razvoja do 2030.* [online].

Opet jedna od najznačajnijih svjetskih inicijativa na području održivog razvoja dolazi od strane Ujedinjenih Naroda. U rujnu 2015.g., Glavna skupština UN-a usvojila je 17 ciljeva održivog razvoja (engl. *Sustainable Development Goals* – SDG, dalje u tekstu: SDG) kao sastavni dio svog Programa za održivi razvoj do 2030. godine (engl. *Agenda 2030*). Ovih 17 ciljeva su nadopuna i proširenje na već uspostavljene Milenijske razvojne ciljeve (engl. *Millennium Development Goals* – MDGs) koji su istekli krajem 2015.godine. Novi ciljevi održivog razvoja dogovoreni su u javnom procesu koji je uključivao doprinose najmanje 70 država kao i brojnih predstavnika civilnog društva. Za razliku od Milenijskih razvojnih

ciljeva, ciljevi održivog razvoja odnose se na industrijske i zemlje u razvoju. Konceptualno ovaj pristup ne identificira nijednu zemlju kao „razvijenu“ u smislu održivosti i pretvara sve zemlje Sjeverne Amerike, Europe, Istočne Azije i Oceanije u „zemlje u razvoju“ koje moraju iznijeti planove za preobrazbu svojih društava prema više održivim razvojnim putevima.

Misao vodilja milenijskih ciljeva bila je zajednička borba protiv siromaštva. Novi razvojni ciljevi proširuju djelokrug na područje promjene klime i održive potrošnje, naglašavaju vrijednost inovativnosti te važnost mira i pravde za sve (Pavić-Rogošić, Jelić Mück i Jagnjić, 2015). Tako su zadnji ciljevi fokusirani na globalne izazove, uključujući i one povezane sa siromaštvom, nejednakošću, klimatskim promjenama, degradacijom okoliša, mirom i pravdom.

Slika 4 Prikaz 17 ciljeva održivog razvoja



Za svijet bez siromaštva svima bi trebale biti dostupno osnovne zdravstvene usluge, osiguranje i obrazovanje.



Globalno jedna od devet osoba je pothranjena. Ovaj cilj usmjeren je prema sprječavanju gladi.



Osiguravanje zdravog života može smanjiti smrtnost djece i povećati očekivani životni vijek.



UN se zalaže da svi imaju pristup inkluzivnom i jednako kvalitetnom obrazovanju.



Ravnopravnost spolova je ljudsko pravo te je ključno za miran, prosperitetni svijet.



Čista voda štiti ljude od bolesti, ali tri od deset osoba nema pristup čistoj vodi.



Ciljevi za 2030. godinu uključuju korištenje obnovljive, pristupačne energije.



Cilj je održivi gospodarski rast i adekvatno zapošljavanje za sve.



Ovaj cilj uključuje izgradnju otporne infrastrukture i poticanje inovacija.



Najsiromašnijih 40% stanovništva trebalo bi moći povećavati svoje prihode brže od prosjeka.



UN želi povećati pristupačno stanovanje te naselja učiniti uključivim, sigurnim i održivim.



Ovaj cilj ima zadaću potaknuti ekološku proizvodnju, smanjiti otpad i povećati recikliranje.



Potrebne su hitne akcije reguliranjem emisija i promicanjem obnovljivih izvora energije.



Cilj je očuvanje i održivo korištenje oceana, mora i morskih resursa.



Da bismo zaustavili degradaciju, moramo čuvati šumske, pustinjske i planinske ekosustave.



Cilj su inkluzivna društva s jakim institucijama koje pružaju pravdu za sve.



Ako sve zemlje žele postići ciljeve, od međunarodne je važnosti međunarodna suradnja.

Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema: UN Sustainable Development Goals (2015) *About the Sustainable Development Goals* [online].

Nakon duge povijesti pokušaja integracije gospodarskog i društvenog razvoja u održivost okoliša, SDG označavaju povijesni pomak za UN prema održivom razvoju. Označavaju

najambiciozniji napor postavljanja ciljeva u središte globalnih politika i politika upravljanja (Biermann, Kanie i Kim 2017).

Jedno od važnijih pitanja koja se pojavljuju vezano uz ciljeve su: „kako će se **mjeriti** postizanje ciljeva?“ te „kako će biti **financirano** postizanje ciljeva održivog razvoja?“.

Iako su ciljevi SDG-a utemeljeni na međunarodnoj zakonskoj razini, nisu pravno obvezujući. Prema tome, države nisu pod zakonskom obvezom da formalno implementiraju ciljeve u svoje pravne sustave. To najviše razlikuje SDG od drugih globalnih ciljeva zaštite okoliša i ciljeva održivog razvoja koji su sadržani u pravno obvezujućim ugovorima, kao na primjer, ciljevi za zaštitu stratosfere i ozonskog omotača. Također, institucionalni nadzor nad provedbom SDG-a na globalnoj razini ostavljen je prilično nejasan (Biermann, Kanie i Kim, 2017). Slabi globalni institucionalni aranžmani, međutim, ne moraju nužno podrazumijevati neuspješnu provedbu ciljeva. Dobiva se bottom up pristup, nekonfliktni pristup orijentiran prema državama, ali i prema dionicima (Hajer et al., 2015). Upravo se takva implementacija i koncept partnerstva predviđa kao inovativna značajka SDG-a.

Tako će fokus u praćenju postizanja ciljeva biti na nacionalnoj razini. Komplementarno praćenje će se vršiti na regionalnoj i globalnoj razini. Štoviše, svaka glavna tematska zajednica, kao što su zdravstvo, obrazovanje, poljoprivreda, itd., mobilizirat će, analizirati i komunicirati podatke o napretku prema postizanju svojih ciljeva. Takav tematski nadzor i pregled bit će važna dopuna službenom praćenju i pregledu na nacionalnoj, regionalnoj i globalnoj razini. Svaka zemlja treba odabrati određen broj i raspon komplementarnih nacionalnih pokazatelja koji najbolje odgovaraju njenim potrebama i sposobnosti za prikupljanje i analizu podataka (Pavić-Rogošić, Mück i Jagnjić, 2015).

Kada se govori o financiranju, UN-ova komisija stručnjaka za financiranje održivog razvoja napravila je grube izračune 2015. godine sredstava potrebnih za stvaranje sigurnosne socijalne mreže za iskorjenjivanje ekstremnog siromaštva. Potrebno je oko 66 milijardi USD godišnje, a godišnja ulaganja u poboljšanje infrastrukture (voda, poljoprivreda, promet, energija) mogu iznositi i do ukupno 7 bilijuna USD na globalnoj razini. Javne financije i razvojna pomoć bit će najvažniji za provedbu ciljeva održivog razvoja. No bitna su i sredstva generirana iz poslovnog sektora kroz porezne reforme i prekid nezakonitih financijskih tokova i korupcije (Pavić-Rogošić, Mück, Jagnjić i 2015).

Dok SDG imaju veliki potencijal, njihov kolektivni uspjeh ovisit će o nizu institucionalnih čimbenika poput stupnja do kojeg države formaliziraju svoje obveze, ojačavanja povezanog

globalnog upravljanja, pretočenje globalne ambicije u nacionalne kontekste, integriranju sektorske politike i održavanju fleksibilnosti u mehanizmu upravljanja. Također, istraživačke zajednice imaju važnu ulogu, posebno u pogledu mjerenja istinskog napredak, usklađujući ciljeve s postojećim upravljanjem i integriranje ekonomskih, socijalnih i ekoloških kriterija (Biermann, Kanie i Kim, 2017).

3.1.3. Novi zakonski okvir u Europskoj Uniji

Iako su ESG proizvodi sve popularniji u Europi, do sada nije postojala regulativa koja bi bila obvezujuća i koja bi ulagateljima jasno naznačila koja društva primjenjuju ESG kriterije i na koji način. 10. ožujka 2021. stupa na snagu novi zakonski okvir na razini Europske Unije, Regulation (EU) 2019/2088³, koja uvodi novinu na financijsko tržište u obliku obveze javnog objavljivanja za sudionike tržišta i financijske savjetnike, primjenjuju li i u kojoj mjeri ESG kriterije u postupku odlučivanja o ulaganjima. To se odnosi na upravitelje investicijskim i mirovinskim fondovima, osiguravajuća društva i sve ostale sudionike tržišta i financijske savjetnike, kako ih spomenuta Uredba definira.

Objave krajnjim ulagateljima podrazumijevaju uključivanje rizika održivosti, uzimanje u obzir štetnih učinaka na održivost, objavu ciljeva održivog ulaganja ili promicanja ekoloških ili socijalnih faktora, u postupku odlučivanja o ulaganjima i u savjetodavnim procesima (Eur – lex, 2019). Sudionici na financijskim tržištima i financijski savjetnici primjerice će na svojim internetskim stranicama objavljivati informacije o svojim politikama u vezi s uključivanjem rizika održivosti u proces odlučivanja o ulaganjima. Također će u svoje politike o isplaćivanju primitaka uključiti informacije o tome kako su te politike usklađene s uključivanjem rizika održivosti i objaviti te informacije na svojim internetskim stranicama. Objavljivat će i informacije o metodologijama upotrijebljenima za procjenu, mjerenje i praćenje ekoloških ili socijalnih faktora ili učinka održivih ulaganja odabranih za financijski proizvod, uključujući izvore podataka, kriterije za analizu temeljne imovine te relevantne pokazatelje održivosti koji se upotrebljavaju za mjerenje ekoloških ili socijalnih faktora ili ukupnog učinka financijskog proizvoda na održivost (Eur – lex, 2019).

³ Eur -lex (2019) *Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector* [online]. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj> [7.kolovoza.2020.]

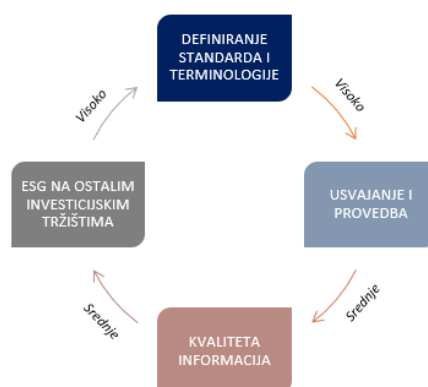
Internetska stranica morat će sadržavati i izjavu o politici dubinske analize u vezi s negativnim utjecajem odluka o ulaganju na čimbenike održivosti u odnosu na: klimu i okoliš, štetne utjecaje u području socijalnih pitanja i pitanja zaposlenika, poštivanje ljudskih prava, borbu protiv korupcije i mita (ESMA, 2020).

Novi zakonski okvir predstavlja značajan iskorak za primjenu ESG kriterija, politike održivosti i same ulagatelje, jer je većina dosadašnjih pravila i kodeksa bila dobrovoljne naravi i nije bila usklađena. Europa bi mogla poslužiti kao primjer drugim zemljama i zakonodavstvima u reguliranju i promicanju ESG kriterija i politika održivosti.

3.2. Izazovi i prilike

Sve veće usvajanje i primjena ESG kriterija i strategija za ulaganje skriva neke temeljne izazove. Nakon brojnih istraživanja i konsenzusa raznih stručnjaka unutar industrije izazovi se prema Merkeru (2018) mogu sažeti u četiri kategorije koje su vidljive niže u prikazu. Najveći i temeljni izazov predstavlja definiranje standarda i terminologije, što je ključno za daljnji napredak. Zatim, slijedi usvajanje tih standarda i provedba istih na operativnoj razini, no ovdje postoji i mjesta za prilike ako su prepoznate na vrijeme. Bitna je i kvaliteta dostupnih informacija, a sukladno tome i prilagodba ESG-a ostalim investicijskim tržištima. U svim navedenim kategorijama postoji i prostora za prilike, a čije implikacije bi bile vidljive u svim sferama društvenog prostora.

Slika 5 Izazovi i prilike



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Merker, C. (2018) *Four Challenges in the ESG Market: What's Next?* [online]. CFA Institute.

a) Definiranje standarda i terminologije

Definiranje standarda i tehnologije je ključni korak prema napretku te je važnost rasprave i formiranja ovog koraka vrlo visoka. Istraživanje koje su 2017. godini proveli State Street Global Advisors⁴ pokazalo je da se više od polovice institucionalnih ulagatelja koji već primjenjuju neki oblik strategije ESG u svojim portfeljima bori s jasnoćom oko standarda i terminologije. Razne nedoumice oko korištenja strategija ulaganja i isključivanja poduzeća stvaraju pravu zagonetku za ulagatelje, a postoje, naravno i mnogo manje ekstremnih primjera i pitanja koja također predstavljaju nedoumice.

Još jedna velika kritika odnosi se na same rejting agencije koje se bave ocjenjivanjem ESG-a. Njihove ocjene nisu konzistentne zbog značajnih razlika u prikupljanju, analizi i izvještavanju podataka. Empirijski argument da primjena ESG-a daje bolje performanse prilagođene riziku je neodrživ ako se ne može ukazati na konzistentne standarde, a trenutno postoji jednostavno prevelika disperzija.

Treba težiti većoj dosljednosti, kao što je vidljivo kod obvezničkih rejtinga, a razlike u rejtingu između agencija za ocjenjivanje postaju više izuzetak nego norma. Tu dosljednost treba voditi nečim drugim, a ne ljudskim prosuđivanjem. Umjesto toga, treba ga povezati i s financijskim i implementacijskim učincima. Ipak, standardi i izvještavanje nadolaze kroz dobar rad organizacija kao što je Odbor za održive računovodstvene standarde (engl. *Sustainable Accounting Standards Board* – SASB, dalje u tekstu: SASB). Kompletan set kodificiranih standarda SASB-a⁵ izašao je u trećem kvartalu 2018. Pokretanje proizvoda kao što je Morningstar Rating Sustainability⁶ krajem 2016. i ISS-Ethix⁷ također su bili pozitivni pomaci za analizu fondova (Merker, 2018).

b) Usvajanje i provedba na operativnoj razini

Svijest, razumijevanje ESG-a i njegove uloge treba uvelike poboljšati. Isto tako, bitno je pojasniti u čemu se ESG kriteriji razlikuju od SRI-a, ali i od njegove podvrste ulaganje s

⁴ State Street Global Advisors (2017) Performing for the future. *ESG Institutional Investor Survey* [online]. Dostupno na: <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/04/esg-institutional-investor-survey.pdf> [4. kolovoza 2020.]

⁵ Sustainable Accounting Standards Board. *Standard-Setting Archive* [online]. Dostupno na: <https://www.sasb.org/standard-setting-archive/> [30. srpanja 2020.]

⁶ Morningstar (2016) *SPECIAL REPORT: Morningstar Sustainability Rating* [online]. Dostupno na: <https://www.morningstar.com/articles/745467/morningstar-sustainability-rating> [30. srpanja 2020.]

⁷ Institutional Shareholder Services group of companies. *ISS ESG* [online]. Dostupno na: <https://www.issgovernance.com/esg/> [30. srpanja 2020.]

društvenim učinkom. Među institucionalnim investitorima potiču se rasprave o ovim pitanjima, ali stope usvajanja ubrzano kasne.

Strateški važnima istaknuti su kreiranje upravljačkog tijela za održivo poslovanje, inicijative razvoja održivog financiranja i pokretanje platforme za zelene obveznice. Na operativnoj razini to su kreiranje operativnih grupa za održivi razvoj, suradnja s pružateljima ne financijske analitike, poticanje transparentnosti, razvoj usluga održivog financiranja te provođenje interne ankete među interesno-utjecajnim skupinama (Basić i Ivanišević HERNANDEZ 2019).

Kako upravitelji imovine povećavaju razumijevanje ESG-a kao temeljnog investicijskog procesa, pojam ESG proizvoda kao različitog od ostalih aktivnih ili indeksiranih proizvoda počinje se smanjivati. ESG će tek postati način ulaganja i teoretski će se primijeniti na sve načine ulaganja (Merker, 2018).

c) Kvaliteta informacija

Vrijeme je da ESG postane više znanost, a manje umjetnost. To bi trebalo pomoći i rješavanju problema dosljednosti (Merker, 2018). Većina dostupnih podataka o ESG-u je lošije kvalitete. Potrebne su bolje objave izdavatelja, kao i širi uvid u podatke. Na ovom problemu radi puno ljudskog kapitala i organizacija poput Globalne inicijative za izvještavanje (engl. *Global Reporting Initiative* – GRI), Institut za upravljanje i odgovornost (engl. *Governance and Accountability Institute* – GAI) i SASB.

No, preopterećenje informacija velik je problem zbog kojih su potrebne bolje kvantitativne metode. Prema raznim istraživanjima zaključak je isti, a to je potreba formiranja jedne konzistentne indeksne mjere. Institucionalni ulagatelji, menadžeri, ali i klijenti bili bi više zainteresirani ukoliko bi postojala jedna mjera, ali ta mjera mora biti dobro istraжена i čvrsta da bi bila učinkovita.

d) ESG na ostalim investicijskim tržištima

U 2018. godini Wall Street Journal je objavio kako su u SAD-u privatna tržišta posljednjih šest godina zaredom nadjačala javna tržišta po pitanju novih izdanja.⁸ U razvijenijim europskim državama vidljiv je sličan trend. Unutar dva zadnja desetljeća, također, broj

⁸ The Wall Street Journal (2018) *The Fuel Powering Corporate America: \$2.4 Trillion in Private Fundraising* [online]. Dostupno na: <https://www.wsj.com/articles/stock-and-bond-markets-dethroned-private-fundraising-is-now-dominant-1522683249> [30. srpanja 2020.]

dionica kojima se trguje na javnoj burzi upola je manji. Prilika i izazov za ESG će biti njegovo prilagođavanje području ulaganja koje počinje nadilaziti tradicionalne oblike.

ESG ima prirodni dom na javnim tržištima, koja su već standardizirana i regulirana. Upravo ti zahtjevi regulative prema poduzećima razlog su njihova bijega s javnih tržišta. Ovakvoj ulagačkoj klimi ESG će se trebati prilagoditi, što predstavlja izazov, ali i priliku. Isto tako, problem je i s drugim područjima, recimo, municipalnim obveznicama. Jedno od ograničenja rasta fondova koji primjenjuju ESG kriterije ulaganja je nedostatak dostupnih podataka koje je potrebno objaviti burzama, što smanjuje njihov broj. Također, države ne poštuju standarde kakvi su nametnuti i kakvi se očekuju od javnih poduzeća, posebice u svjetlu naglog rasta zelenih obveznica, poreznog zakonodavstva oko područja posebne državne skrbi i pojave obveznica socijalnog utjecaja.

Rješenja ovih svih nedoumica trebaju biti usmjerena od izdavača, ulagatelja, posrednika i organizacija za postavljanje standarda, baš kao i od javne strane ESG-a. Ovo će, bez sumnje, biti dug proces (Merker, 2018).

3.3. Zelene obveznice

Zelene obveznice su instrumenti s fiksnim prinosom koji imaju za cilj financiranje projekata zaštite okoliša i održivog razvoja. Dobivena sredstva koriste se isključivo za financiranje ili refinanciranje, djelomično ili u cijelosti, novih i tekućih zelenih projekata, posebno infrastrukturnih ulaganja (Deschryver i Mariz, 2020). Zelene obveznice razlikuju se od tradicionalnih obveznica zbog potreba detaljnijeg izvještavanja, prinosa i „zelenoj“ prirodi projekata. Mogu ih izdati države, poslovne banke, financijske institucije, kao i korporacije.

Definicije onoga što obveznicu čini „zelenom“ variraju. Razvili su se različiti mehanizmi certificiranja kako bi se omogućila detaljnija i kontinuirana procjena. Dosljedniji standardi zelenih obveznica u svim nadležnostima mogli bi pomoći daljnjem razvoju tržišta (Ehlers i Packer, 2017). Zelena oznaka nije samo etiketa, nego neverbalno jamstvo opredjeljenja i obveza je da će se sredstva prikupljena tim obveznicama upotrijebiti za ponovno financiranje zelenih projekata ili poslovnih aktivnosti korisnih za očuvanje okoliša (Humphreys, Electric i Roswell, 2015).

Postoje **četiri vrste** zelenih obveznica čije su kategorije i kratka definicija navedeni u tablici niže.

Tablica 2 Vrste zelenih obveznica

Kategorije	Definicija
Primici od obveznica uloženi u zelene projekte - Obveznice	Obveznice slične kao tradicionalne obveznice, nudeći puni transfer sredstava izdavatelju te dijeleći kreditni rejting izdavatelja.
Primici od obveznica uloženi u zelene projekte - Obveznice zajamčene prihodom	Obveznice slične kao tradicionalne obveznice, uz razliku da se izdavatelj isplaćuje od prihoda projekta na temelju carina, naknada i poreza.
Obveznice specifične za zelene projekte	Obveznice mogu ili ne moraju imati puni povrat sredstava izdavatelju, o dospijeću.
Zelene sekuritizirane obveznice	Obveznice kolateralizirane s jednim ili više zelenih projekata. Primarni izvor povrata sredstava izdavatelju je novčani tok od imovine.

Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Deschryver, P., Mariz, F. (2020) What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?. *Journal of Risk and Financial Management* [online].

Zelene obveznice bile su ideja dviju međunarodnih financijskih institucija Europske Investicijske Banke (engl. *European Investment Bank* – EIB; dalje u tekstu: EIB) i Svjetske Banke (engl. *World Bank* – WB), a prve službeno međunarodno priznate obveznice kao zelene obveznice izdane su u 2007. i 2008. godini. U 2007. godini Europska Unija počela je realizirati strategiju usmjerenu prema ublažavanju i rješavanju problema vezanih uz klimatske promjene. EIB se, također, fokusirala na poticanje sudionika na tržištu kapitala za financiranje „zelenih“ projekata. U ovom kontekstu pojavile su se zelene obveznice kao logičan slijed prema održivom ulaganju i financiranju. U 2007. godini EIB je izdala prve svjetske obveznice u području zaštite okoliša pod nazivom „Obveznice o klimatskoj svijesti“ (engl. *Climate Awareness Bonds*). Nedugo nakon, u 2008. godini Svjetska Banka izdala je svoje prve instrumente zelenog duga. Aktivnost EIB-a i Svjetske banke kao zelenih izdavatelja nastavila je s rastom svake godine (Trompeter, 2017).

Nekoliko neobvezujućih zakonskih okvira definira zelene obveznice. Načela zelenih obveznica (engl. *Green Bond Principles* – GBP, dalje u tekstu: GBP) su dobrovoljne smjernice za izdavanje koje je razvila Međunarodno udruženje za tržište kapitala (engl. *International Capital Markets Association* – ICMA). Četiri glavna načela su u osnovi GBP-a:

1. **Upotreba sredstava**
2. **Odabir i procjena projekata**
3. **Upravljanje fondovima**
4. **Izvještavanje.**

GBP određuje da svi zeleni projekti moraju imati jasnu korist za okoliš, koju će procijeniti i kada je to moguće, mjeriti izdavatelj. Većina izdanih zelenih obveznica u skladu je s kategorijama prihvatljivih projekata utvrđenih u GBP-u. Takve kategorije uključuju čistu energiju, energetska učinkovitost, transport s niskim udjelom ugljika, pametnu mrežu, te poljoprivredu i šumarstvo. Međutim, postoji i veliki udio zelenih dužničkih instrumenata koji nisu označeni kao zelene obveznice u GBP-u - iako su možda ispunili kriterije. Ova kategorija spada pod oznaku klimatskih obveznica, za koje se procjenjuje da su dvostruko veće od označenog tržišta zelenih obveznica (CBI 2018). Europska Tehnička stručna skupina (engl. *Technical Expert Group* – TEG) kao dio Akcijskog plana o financiranju održivog rasta objavila je EU standard za zelene obveznice (TEG 2019), u kojem su restriktivnije zelene obveznice definirane kao „bilo koja vrsta kotiranih ili ne kotiranih obveznica ili bilo koji drugi instrument duga na tržištu kapitala koji je izdao europski ili međunarodni izdavatelj, pod uvjetom da su zadovoljena tri zahtjeva: „Zeleni okvir obveznica“ izdavatelja mora izričito potvrditi usklađivanje s EU-standardima zelenih obveznica; sredstva će financirati ili ponovno financirati „Zelene projekte“; a usklađivanje standarda EU-zelena obveznica potvrđuje „akreditirani vanjski verifikator“ (Packer i Ehlers 2017).

Pojam zelene obveznice dobio je na popularnosti između 2007. i 2012. godine kada je nekoliko država počelo izdavati vlastite zelene obveznice u suradnji s međunarodnim organizacijama. U posljednjih nekoliko godina zelene obveznice dobivaju sve veću pozornost kao ključni instrumenti za financiranje tranzicije prema ekonomiji s niskim udjelom ugljika. Od svog stvaranja u 2007. godini, **tržište je značajno naraslo**, a u njegovom širenju sudjelovali su novi tipovi ulagatelja i izdavatelja. Nekoliko faktora je utjecalo na eksponencijalni rast, uključujući povećanu potražnju klijenata, osiguravatelja i banaka, povećanu potražnju zajmoprimaca za izdavanjem zelenog duga, unutarnji pritisak poduzeća, smanjenje troškova povezanih s izdavanjima vezanim uz ESG te zrelost tržišta gdje se zeleni dug više ne smatra neobičnim.

Međutim, opipljivi doprinos zelenih obveznica za usmjeravanje ulaganja u projekte ublažavanja i prilagodbe klimatskim promjenama do sada je bio neznan (Noor, 2019). Postoji ozbiljna sumnjičavost prema stvarnom utjecaju ovakvog instrumenta ulaganja na okoliš jer su kroz povijest ulagatelji posezali za nerelevantnim projektima, a mnoga su ulaganja izvršena zbog postizanja profita, a ne radi istinskog učinka na okoliš. Postoji kritična potreba da se ojača povjerenje u tržište zelenih obveznica i stekne bolje

razumijevanje financijskih karakteristika i izazova povezanih s ovom vrstom imovine. Akademska literatura usredotočena je na makroekonomske uvjete koji utječu na tržište zelenih obveznica (Cochu et al., 2016) i njezine odrednice rasta, posebno ističući vezu između doprinosa nacionalnom razvoju i količine izdavanja zelenih obveznica (Tolliver, Keeley i Mangi, 2020).

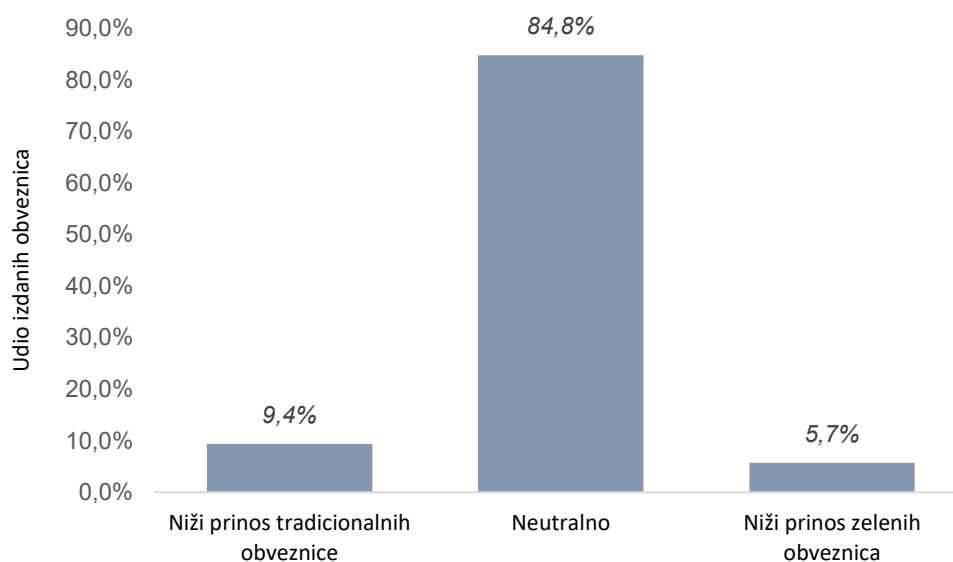
Izdavanje zelenih obveznica rezultira s više napora i troškova za izdavatelja. Već na samom početku potrebno je napraviti dubinsko snimanje (engl. *due diligence*) zelenih akreditiva, također kroz proces potrebni su i dublji slojevi provjera. U nekim slučajevima prikupljena sredstva moraju biti odvojena od općeg financiranja za korporacijske namjene, a to zahtijeva dodatno izvještavanje i nadzor. Pretpostavka da bi zelene obveznice mogle privući jeftinije financiranje nije uvijek bila slučaj, a mnoge korporacije povijesno su otkrile da je ukupni učinak izdavanja zelenih obveznica u najboljem slučaju neutralan. Štoviše, nekoliko empirijskih radova ispitalo je cijene zelenih obveznica (Flammer, 2018; Karpf i Mandel, 2017; Packer i Ehlers, 2017; Reboredo, 2018; Zerbib, 2018), s glavnim naglaskom na premiju na zelenu obveznicu. Prethodna su istraživanja također razmatrala rizike koje izdavatelji pokušavaju otkloniti (Tripathy 2017) i ekološki integritet zelenih obveznica (Shishlov i Morel 2016). Ostaje potreba detaljno ispitati kritične prepreke mjerenja i standardiziranja tržišta zelenih obveznica (Deschryver i Mariz, 2020).

Budući da ulaganje u ESG integrira netradicionalne izvore rizika, dolazi do bitnog pitanja te velike diskusije oko premije u odnosu na tradicionalne obveznice. Mnogi izdavatelji izdaju tradicionalne i certificirane zelene obveznice koje izričito doprinose ciljevima vezanim za ESG. Općine, države, vlade i razvojne banke, između ostalih međunarodnih organizacija, izdaju obveznice koje su povezane s konkretnim projektima. Ako isti izdavatelj izdaje tradicionalne i zelene obveznice, obje vrste obveznica imaju identičan kreditni rizik iz kuta izdavatelja. Ali tradicionalne obveznice mogu imati veći (niži) prinos od zelenih obveznica te možda investitori na ESG rizike gledaju drugačije. Zelene obveznice istog izdavatelja trguju se s nižim prinosima ili višim cijenama u usporedbi s njihovim ne zelenim kolegama, pokazuje istraživanje⁹ Banke za međunarodna poravnanja (engl. *Bank for International Settlements* – BIS). No, iako su prinosi zelenih obveznica pri izdavanju bili između 10 bps (izdavatelji s AAA ocjenom) do 45 bps (izdavatelji s ocjenom A i BBB) niži od

⁹ Ehlers, T., Packer, F. (2017) Green Bond Finance and Certification. *BIS Quarterly Review September 2017* [online]. Dostupno na: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm [30. srpanja 2020.]

tradicionalnih obveznica istog izdavatelja, varijanca ove premije bila je vrlo velika. Sa standardnom devijacijom od 27 bps između izdavatelja, promatrana premija na zelene obveznice nije bila statistički značajna. S druge strane, dvojica istraživača iz Sorbone¹⁰ otkrili su prosječnu premiju od 8 bps za zelene u odnosu na ne zelene obveznice istog izdavatelja. Analiza sa Sveučilišta Paris-Dauphine¹¹ ispitala je obveznice francuskih poduzeća koje su, zbog regulatornih promjena, morale pružiti veću transparentnost u svojim ESG rizicima. Autori nisu pronašli premiju prinosa za zelene obveznice ili obveznice poduzeća s nižim ESG rizikom na tržištu. Također, taj rezultat odjekuje u novom istraživanju američkih općinskih obveznica Davida F. Larckera i Edwarda M. Watta sa Sveučilišta Stanford. Prednost ove studije je u tome što je ispitivala municipalne obveznice koje je izdavao isti izdavatelj gotovo u isto vrijeme. Neke tranše bile su certificirano zelene, dok druge nisu. Larcker i Watts nisu pronašli gotovo nikakvu razliku između prinosa zelenih i ne-zelenih obveznica nakon što su istraživani parovi obveznica u usporedbenom uzorku, pravilno prilagođeni za takve fiksne značajke kao što su uvjeti naplate i druge posebne porezne razlike (Fung i Klement, 2019).

Graf 5 Istraživanje Larcker i Watts



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Lacker, F. D. I Watts, E. M. (2019). Where's the Greenium?. *Journal of Accounting and Economics* [online], 69 (2–3).

¹⁰ Karpf, A. i Mandel, A. (2017) *Does It Pay to Be Green?* [online]. Dostupno na: SSRN [11. kolovoza 2020.]

¹¹ Ginglinger, E. i Moreau Q. (2019) Climate Risk and Capital Structure. *Université Paris-Dauphine Research Paper No. 3327185* [online], Dostupno na: ResearchGate [11. kolovoza 2020.]

Ovi su rezultati iznimno zanimljivi te je upitno zašto zelene obveznice nemaju zapaženu premiju ili popust na rizik. Problem ovakvih studija je da mjere uspješnosti temelje na radikalno različitim pretpostavkama o preferencijama ulagatelja na tržištu zelenih obveznica.

Zelene obveznice nude nekoliko **pogodnosti** za izdavatelje, investitore i donositelje politika. Za izdavatelje, zelene obveznice usklađuju se s dugoročnim rokovima dospjeća projekata, smanjuju financijske troškove duga i poboljšavaju tragove okoliša i financijsku uspješnost na razini tvrtke. Ulagatelji mogu bolje podržati svoje ulagačke strategije dodatnim informacijama o planovima održivosti izdavatelja i povećati izloženost manje nepostojanim instrumentima, što je privlačno i tradicionalnim investitorima koji traže profit i društveno odgovornim investitorima (Deschryver i Mariz, 2020).

Slika 6 Izdvojene prednosti i izazovi

	Prednost #1	Prednost #2	Prednost #3
Izdavatelji	Pozitivna reputacija prema klijentima / javnosti	Usklađenost misije s procesom izdavanja zelenih obveznica	Pristup prema većoj i / ili diverzificiranijoj bazi ulagatelja
Ulagatelji	Pozitivna reputacija prema klijentima / javnosti	Razvoj i usklađenost standarda objavljivanja	Dugoročno održiv financijski povrat
Financijske institucije	Pozitivna reputacija prema klijentima / javnosti	Pristup prema većoj i / ili diverzificiranijoj bazi ulagatelja	Dugoročno održiv financijski povrat

	Izazov #1	Izazov #2	Izazov #3
Izdavatelji	Skup proces	Manjak unutarnjeg kapaciteta za nadziranje samog procesa	Zahtjevna regulacija i pravila
Ulagatelji	Manjak projekata	Strah od loše reputacije/ greenwashing	Skup proces
Financijske institucije	Strah od loše reputacije/ greenwashing	Manjak projekata	Manjak standardiziranosti

Izvor: Izrada autora prema Deschryver, P. i Mariz, F. (2020) What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?, *Journal of Risk and Financial Management* [online].

Ulagatelji, izdavatelji i financijske institucije suočavaju se s nekoliko izazova tijekom svojih praksi ulaganja, preuzimanja ugovora i upravljanja rizikom u vezi sa zelenim obveznicama. Te prepreke sprječavaju korištenje zelenih obveznica kao ključnog instrumenta za rješavanje problema klimatskih promjena. Prepreke za veće širenje tržišta zelenih obveznica uključuju nejasne percepcije oko financijske koristi izdavatelja, ograničene referentne vrijednosti, nedostatak raznolikosti opskrbe i likvidnosti, manjak standardnih pristupa upravljanju prihodima i poteškoće u izvještavanju o utjecaju koji povećavaju rizike forsiranja ili zlouporabe zelenog imidža (engl. greenwashing).

Kao što je i vidljivo kroz sve navedeno osim koncepta i definicije, zelene obveznice postaju prilično nejasne ulagateljima. Najbitnije je nastojanje standardizacije i razvijanja zajedničkog okvira zelenih obveznica koji će privući veći broj izdavatelja i ulagatelja. Također, bitno je poboljšati transparentnost, razmjenu znanja i postupaka mjerenja i izvještavanja. Ključno je i razlikovanje tržišta zelenih obveznica od ostalih instrumenata, poput tranzicijskih obveznica i instrumenata koji se odnose na održivost, čime se smanjuje rizik marketinškog poteza zlouporabe zelenog imidža.

Konačno, mjerenje i standardizacija tržišta zelenih obveznica ovisi o promjeni paradigme. Dionici danas percipiraju tržište zelenih obveznica uglavnom kao komunikacijski alat, s relativno ograničenom ili nejasnom ekonomskom dobiti. Tržište zelenih obveznica može steći legitimitet u broju ukupnih transakcija obveznicama i financijskom povratu.

4. Analiza proizvoda na financijskom tržištu i globalna rasprostranjenost

4.1. Razlike između društveno odgovornog ulaganja i primjene ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija

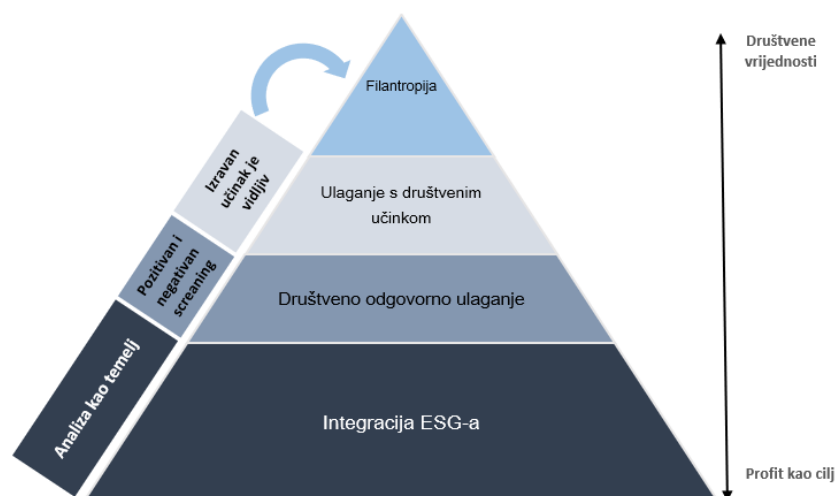
Zbog ispreplitanja i neujednačenosti prilikom korištenja pojmova društveno odgovornog ulaganja i primjene ESG kriterija ulaganja, potrebno je reći nešto više o razlikama između ta dva koncepta. Kao što je prethodno u radu opisano, društveno odgovorno ulaganje je koncept i strategija ulaganja koja svoje korijene vuče daleko u ljudsku povijest i povezana je s uključivanjem različitih nefinancijskih faktora, u počecima religiozno, a kasnije i etički motiviranih, u proces donošenja odluka o ulaganju. Primjena ESG kriterija ulaganja je pak strategija proizašla iz tradicionalnog koncepta društveno odgovornog ulaganja, pri čemu je se pojam ESG počeo koristiti 2004. godine, a podrazumijeva uključivanje ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u postupak donošenja odluka o ulaganju. Iako na prvi pogled djeluju gotovo identično, razlike ipak postoje.

Prema Caplan, Griswold i Jarvis (2013) društveno odgovorno ulaganje koristi financiranje i ulagačke aktivnosti za izražavanje institucionalne vrijednosti ili unaprjeđivanje misije institucije, dok suprotno tome, primjena ESG kriterija ulaganja ima za cilj poboljšati prinose ulaganja, čime su dodatni resursi dostupni za potporu misiji. Društveno odgovorno ulaganje se najčešće veže uz negativni screening, kronološki prvonastalu i najzastupljeniju strategiju, ali koju mnogi ulagatelji smatraju prerestriktivnom i dovode u pitanje njenu učinkovitost i ispravnost te smatraju da umanjuje financijski povrat na ulaganja. Prema Louche i Hebb (2014), dio autora smatra kako uključivanje osobne etike u postupak ulaganja predstavlja prijetnju promoviranju društveno odgovornog ulaganja među standardne ulagačke strategije. Također, dio autora smatra kako uvođenje osobne etike donosi mnoge kontradiktornosti i konflikte te dovode u pitanje opravdanost isključivanja industrija poput proizvodnje duhana i alkohola iz ulaganja, a promoviranja nekih drugih.

U svakom slučaju može se zaključiti kako većina autora razlike između društvenog odgovornog ulaganja i primjene ESG kriterija vidi u orijentiranosti društveno odgovornog ulaganja na određene etičke norme i načela, koja dovode do dominacije negativnog screeninga, odnosno isključivanja određenih poduzeća, pa čak i cijelih sektora iz spektra dozvoljenih ulaganja.

S druge strane, primjena ESG kriterija promatra se kako moderniji i napredniji pristup ulaganju, čiji cilj nije isključiti određena poduzeća iz ulaganja, već procijeniti kako se ona nose s odabranim ekološkim, socijalnim i upravljačkim kriterijima, jesu li spremna na izazove koje nosi neizvjesna budućnost po pitanju klimatskih promjena, rasta broja ukupnog stanovništva, povećanog zagađenja, pooštrene regulative i kako promatrani ESG kriteriji utječu ili bi mogli utjecati na njihovu profitabilnost. Primjena ESG kriterija podrazumijeva inkorporiranje različitih ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u tradicionalne analitičke alate, koji služe procjeni vrijednosti poduzeća. Vjeruje se kako ESG faktori utječu na profitabilnost i vrijednost poduzeća te ih se stoga ne smije ignorirati, a ujedno pomažu ostvarenju ciljeva politika održivosti, kojima je svijet sve više posvećen i kojima ulagatelji sve više teže. Kada se analizira poduzeće, promatra se primjerice kako poduzeće upravlja svojim utjecajem na okoliš (npr. zbrinjavanje otpada, emisije ugljika i druge prakse koje utječu na kvalitetu zraka i vode) i kako to može utjecati na njenu profitabilnost. Zatim, kako poduzeće upravlja svojim odnosima sa zaposlenicima, dobavljačima, kupcima i zajednicama u kojima posluje te kako je primjerice strukturiran nadzorni odbor tvrtke, ima li potrebnu raznolikost, zastupljenost spolova i izbjegava li se sukob interesa (Pai, 2019). Procjena uspješnosti poduzeća u odnosu na navedene kriterije se dodaje ostalim tradicionalnim financijskim kriterijima kako bi se dobila procijenjena vrijednost poduzeća. Analitičari i upravitelji imovinom često koriste specijalizirane agencije koje ocjenjuju i rangiraju poduzeća prema setu ESG kriterija.

Slika 7 Integriranje društvenih vrijednosti u ulaganja



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Pai, C. L. (2019) Investing with Purpose: Making Sense of ESG, SRI and Impact Investing. *Fiduciary Trust International* [online].

Dakle, primjena ESG kriterija ulaganja postaje dio temeljnog procesa analize u postupku donošenja odluka o ulaganju. Društveno odgovorno ulaganja s druge strane, ugrađuje određena etička, religiozna ili osobna uvjerenja i ciljeve u donošenje odluka o ulaganju i svakako nastoji postići pozitivnu društvenu promjenu, koristeći najčešće strategije screeninga (pozitivni i negativni) ali sve više i strategiju najboljeg u klasi ili sektoru, strategiju dioničarskog aktivizma i cijelu novu podvrstu ulaganje s društvenim učinkom. Primjena odabranih etičkih i / ili religioznih načela može umanjiti profitabilnost ulaganja, posebice u slučaju strategije negativnog screeninga ili isključivanja, prema mišljenju dijela akademske i stručne javnosti. Ulaganje s društvenim učinkom kao najpoznatija podvrsta društveno odgovornog ulaganja stavlja još veći naglasak na pozitivni društveni učinak ulaganja uz istovremeno postizanje financijskog povrata, financirajući i potičući subjekte čija djelatnost to omogućuje. Pri tome se za ostvarenje ulaganja najčešće koriste fondovi rizičnog kapitala, zbog velikih potreba za kapitalom ovakvog tipa ulaganja te većim rizikom povezanim s ostvarivanjem zahtijevanog financijskog povrata na ulaganje.

Tablica 3 Neke od razlika između SRI-a i ESG-a

Društveno odgovorno ulaganje (SRI)	Primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja (ESG)
<ul style="list-style-type: none"> • Ulagatelji koriste negativni i pozitivni screening, najbolji u klasi, odnosno razredu, dezinvestiranje, ponovno ulaganje, aktivno dioničarstvo i ulaganje u razvoj zajednice za postizanje pozitivnih socijalnih i/ili ekoloških rezultata. • Najčešće se koristi na javnim tržištima, odnosno burzama i lako mu pristupaju svi ulagatelji, izuzev u slučaju ulaganja s društvenim učinkom gdje je ograničen pristup malim ulagateljima i gdje dominiraju privatna tržišta. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ekološki, socijalni i upravljački kriteriji za mjerenje rizika i prilika tvrtke izvan okvira financijskog računovodstva. • Uglavnom je riječ o fondovima na javnom tržištu, iako također ESG kriterije počinju primjenjivati i sudionici na privatnom tržištu.

Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Pitch Book (2020) *What are the differences between SRI, ESG and impact investing?* [online].

Tradicionalni pojam društveno odgovornog ulaganja podrazumijeva, dakle, najčešće strategiju negativnog screeninga ili isključivanja, ovisno o tome što ulagatelj smatra nepoželjnom aktivnošću, dok se primjena ESG kriterija ulaganja veže uz davanje smjernica

za uključivanje poduzeća u portfelj unutar sveobuhvatnog portolio pristupa ulaganju (Hill, 2020). Strategije screeninga u slučaju društveno odgovornog ulaganja i integriranost ESG kriterija u tradicionalnu analizu s ciljem mjerenja i utjecaja na profitabilnost ulaganja, najčešće su isticane razlike između društveno odgovornog ulaganja i primjene ESG kriterija ulaganja.

Treba reći kako je razvoj društveno odgovornog ulaganja i želja ulagatelja da primjena određenih društvenih i ekoloških vrijednosti uđe među „mainstream“ strategije, dovela do razvoja ESG kriterija ulaganja. Oni nisu bili opterećeni različitim etičkim ili religioznim normama, nisu bili fokusirani na isključivanje nepoželjnih poduzeća ili djelatnosti već na povećanje profitabilnosti ulaganja kroz sveobuhvatniju analizu poduzeća i sektora, izvan isključivo financijskih kriterija, uzimajući u obzir promjene, izazove i prilike s kojima se suočava čovječanstvo u 21. stoljeću.

Novi obvezujući zakonski okvir u Europskoj Uniji, koji stupa na snagu u ožujku 2021. godine, dodatno će promovirati ESG kriterije ulaganja i približiti ih širokom spektru ulagatelja. Dvogodišnje publikacije koje objavljuju EUROSIF i USSIF analiziraju različite strategije društveno odgovornog ulaganja, ali već sada gotovo sve se odnose na primjenu ESG kriterija ulaganja. Spomenuti novi zakonski okvir u Europskoj Uniji, spominje održivost ali u tehničkim uputama i detaljnijim objašnjenjima referira se na primjenu ESG kriterija ulaganja.

Dakle, moglo bi se reći da je tradicionalno društveno odgovorno ulaganje, primjenom ESG kriterija ulaganja doseglo novu modernu inačicu, koja nije više fokusirana na screening, pogotovo negativni, već postaje relevantna i standardna strategija ulaganja, koja uzima u obzir utjecaj na društvo i okoliš prilikom donošenja odluka o ulaganju i nastoji ostvariti veći povrat na ulaganja primjenom tih kriterija.

Primjena ESG kriterija dobiva sve veći primat u literaturi i zakonodavstvu te ne bi trebalo iznenaditi, prema mišljenju autora ovog rada, ako pojam društveno odgovornog ulaganja ostane kao dio prošlosti iz kojeg su se razvili ESG kriteriji ili jednostavno postane sinonim primjene ESG kriterija ulaganja, dok će ulaganje s društvenim učinkom opstati kao zasebna strategija i koncept. Pojam održivog ulaganja ili neke slične izvedenice mogao bi pokriti širi spektar ulaganja, kakav je pokrивao tradicionalni pojam društveno odgovornog ulaganja.

4.2. Proizvodi na financijskom tržištu i globalna rasprostranjenost

U ovom poglavlju naglasak je stavljen na primjenu ESG kriterija ulaganja jer oni dominiraju u nastojanjima zakonodavaca, regulatora i upravitelja imovinom, da se standardizira i promovira održivost u donošenju odluka o ulaganju. Društva za upravljanje imovinom oduvijek su bila zainteresirana za ciljeve i učinke ESG-a, ali obično je to bio mali udio njihovog portfelja i udovoljavanje potrebama malog segmenta njihovog tržišta. Posljednjih godina došlo je do obnovljenog fokusa vođenog različitim inicijativama.

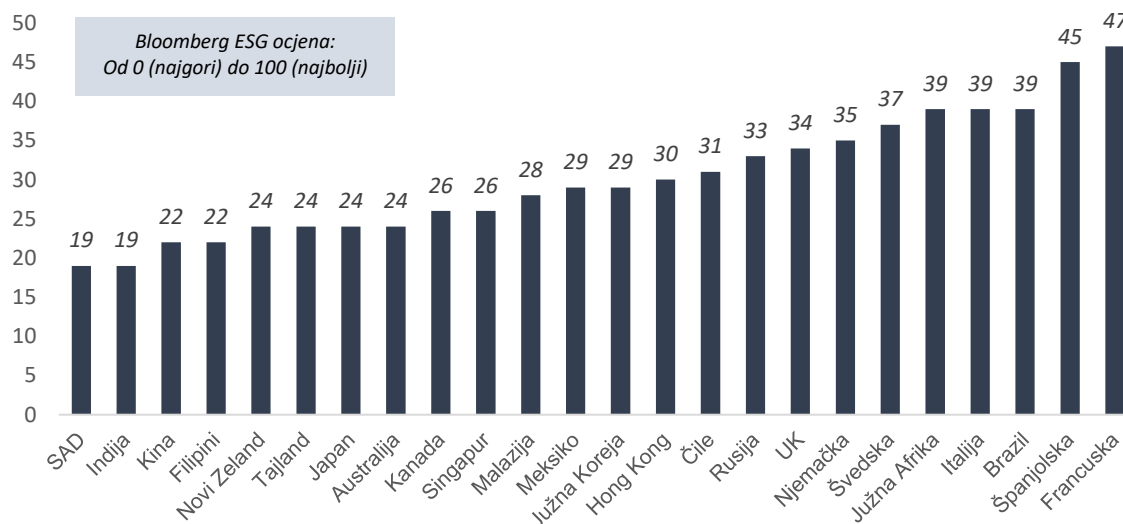
Europski ulagatelji sada provode znatno temeljitiju analizu prema ESG kriterijima. Iako je primjena ESG kriterija najveći zamah uzela u Europi, napredak se događa i drugdje u svijetu. Kada se govori o tržištima u razvoju, ona su prirodno zainteresirana za ESG pitanja, primjerice ekološka pitanja u slučaju Brazila, čiji je cilj očuvati amazonsku prašumu, zatim pitanje dječjeg rada u nekim azijskim, latinoameričkim i afričkim zemljama, pitanje prekomjernih menadžerskih primanja, korupcije, prekomjernog ispuštanja štetnih plinova u atmosferu i slično. Brojne zemlje u razvoju su izvoznici fosilnih goriva ili im se proizvodnja električne energije bazira primjerice na ugljenu. Pooštravanje regulative i razvoj novih tehnologija ugrožava takve ekonomije te su one sve zainteresiranije za ESG pitanja i standarde.

Inicijativa za održive burze vrijednosnih papira (*Sustainable Stock Exchanges Initiative*, dalje u tekstu: SSEI), još jedna od inicijativa pod pokroviteljstvom UN-a, pokrenuta 2009. godine s ciljem unaprijeđivanje korporativne transparentnosti prema ESG pitanjima i povećanja održivih ulaganja, doprinosi ukupnom porastu rasprostranjenosti primjene ESG kriterija ulaganja. Trenutno je 97 svjetskih burzi uključeno u inicijativu, s 51.944 listanih poduzeća, od kojih 24 burze kao uvjet listanja zahtijevaju od poduzeća izvještavanje po pitanju ESG kriterija (SSEI, 2020). Gotovo dvije trećine burzi uključenih u inicijativu pripadaju tržištima u razvoju. Među tržištima u razvoju najveći napredak u primjeni ESG kriterija bilježe azijske zemlje, prate ih južnoameričke zemlje predvođene Brazilom, dok se među afričkim i bliskoistočnim zemljama izdvaja nekolicina njih, Južna Afrika, Kenija, Maroko, Nigerija i Ujedinjeni Arapski Emirati (DWS Research Institute, 2019).

Kada se govori o javnim objavama u odnosu na ESG kriterije poduzeća listanih na burzama, primjetno je kako dominiraju europska poduzeća predvođena Francuskom, no među prvih

10 su i Brazil, Južna Afrika, Rusija i Čile. Istraživanje je provela informacijsko-trgovinska platforma Bloomberg i rangiranje je provedeno prema njihovoj metrici.

Graf 6 Ocjena javnih objava poduzeća u odnosu na ESG kriterije u 2019. godini



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema DWS Research Institute (2019) *Why emerging markets are defined by ESG* [online].

Prema primjenama ESG strategija prati se i globalna rasprostranjenost ESG kriterija ulaganja. U publikaciji koju je izdalo Globalno udruženje za održivo ulaganje (engl. *Global Sustainable Investment Alliance – GSIA*, dalje u tekstu: GSIA) za 2018. godinu, istaknuto je kako je imovina pod upravljanjem koja se odnosi na primjenu ESG kriterija iznosila **30,7 bilijuna dolara** na početku 2018. godine, što predstavlja rast od 34% u periodu od 2016. do 2018. godine (GSIA, 2018). Brojka se odnosi na pet glavnih tržišta a to su: Europa, SAD, Kanada, Japan te Australija i Novi Zeland. GSIA navodi kako se u izradi publikacije ne razlikuju definicije društveno odgovornog ulaganja i primjene ESG kriterija, već se koristi pojam održivih ulaganja kako bi se pokrio širok spektar segmenta, a pod pojmom održivih ulaganja podrazumijeva se primjena ESG kriterija ulaganja.

Prema zadnjem pregledu rasprostranjenosti ESG kriterija od strane Global Sustainable Investment Alliance (2018), vidljivom u tablici niže, najbrže rastuća regija je Japan, s dosegnutih 18,3% ukupne imovine pod upravljanjem s primjenom ESG kriterija ulaganja, dok najveći udio ESG imovine u ukupnoj imovini imaju Australija i Novi Zeland sa 63,2%. Pad bilježi Europa, što se može povezati sa sve striktnijom regulativom.

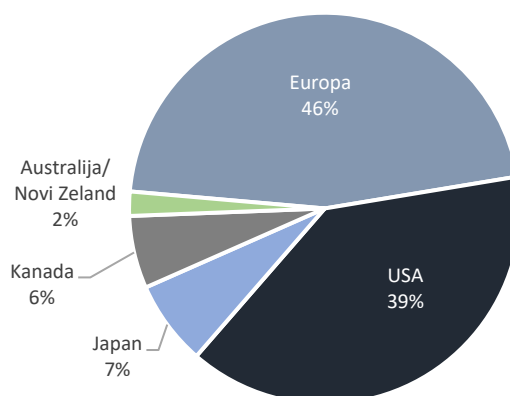
Tablica 4 Udio imovine pod upravljanjem s primjenom ESG kriterija ulaganja u ukupnoj imovini pod upravljanjem

	2014	2016	2018
Europa	58,8%	52,6%	48,8%
USA	17,9%	21,6%	25,7%
Kanda	31,3%	37,8%	50,6%
Australija/ Novi Zeland	16,6%	50,6%	63,2%
Japan		3,4%	18,3%

Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Global Sustainable Investment Alliance (2018) 2018 *Global Sustainable Investment Review* [online].

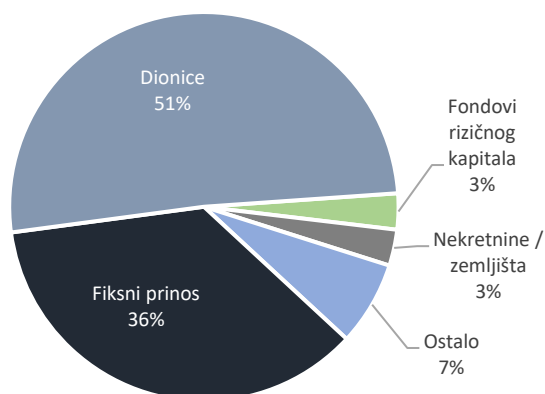
Gledajući pak udio pojedinog u ukupnom ESG tržištu, primjetna je dominacija Europe i SAD-a, koji zajedno čine 85% imovine posvećene ESG kriterijima ulaganja. Što se tiče alokacije imovine na koju se odnosi primjena ESG kriterija ulaganja, dominiraju dionice koje kotiraju na burzama vrijednosnica, slijede ih instrumenti s fiksnim prinostom, dok je mala zastupljenost ostalih vrsta imovine. Navedeno je viljivo na grafovima koji slijede u nastavku.

Graf 7 Raspodjela imovine kojom se upravlja primjenom ESG kriterija ulaganja prema tržištima



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Global Sustainable Investment Alliance (2018) 2018 *Global Sustainable Investment Review* [online].

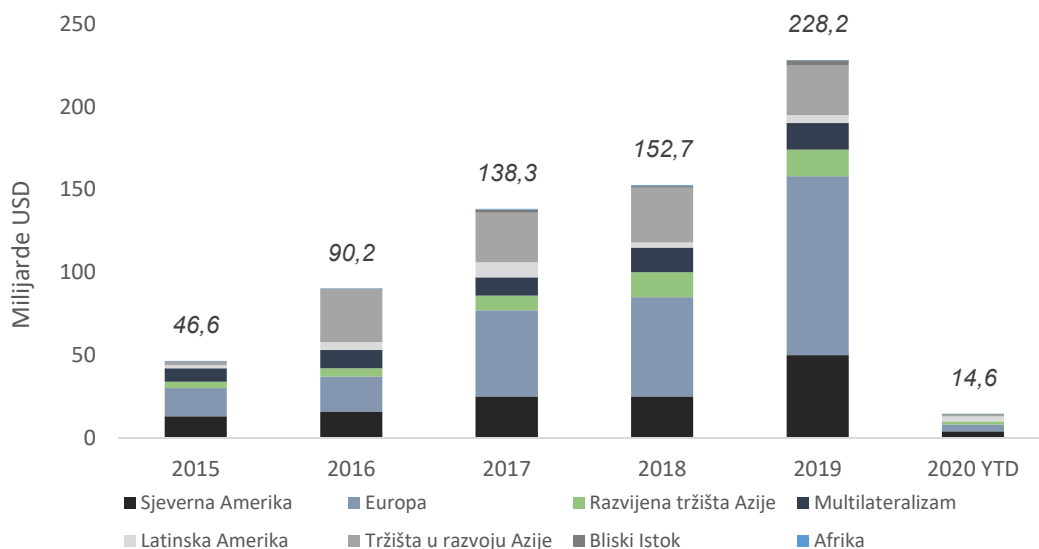
Graf 8 Alokacija imovine na koju se primjenjuju ESG kriteriji



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Global Sustainable Investment Alliance (2018), *2018 Global Sustainable Investment Review* [online].

U podsegmentu zelenih obveznica, koje su u 2019. godini izdane u ukupnoj vrijedosti od 228,2 milijarde dolara, dominiraju Europa i SAD. U 2018. godini zelene obveznice su imale zanemariv udio u ukupnom tržištu obveznica, od svega 0,39% (Deschryver i de Mariz, 2020).

Graf 9 Nova izdanja zelenih obveznica po regijama, zaključno s 20. siječnjom 2020.



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Deschryver, P. i Mariz, F. (2020) What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?. *Journal of Risk and Financial Management* [online], 13 (61).

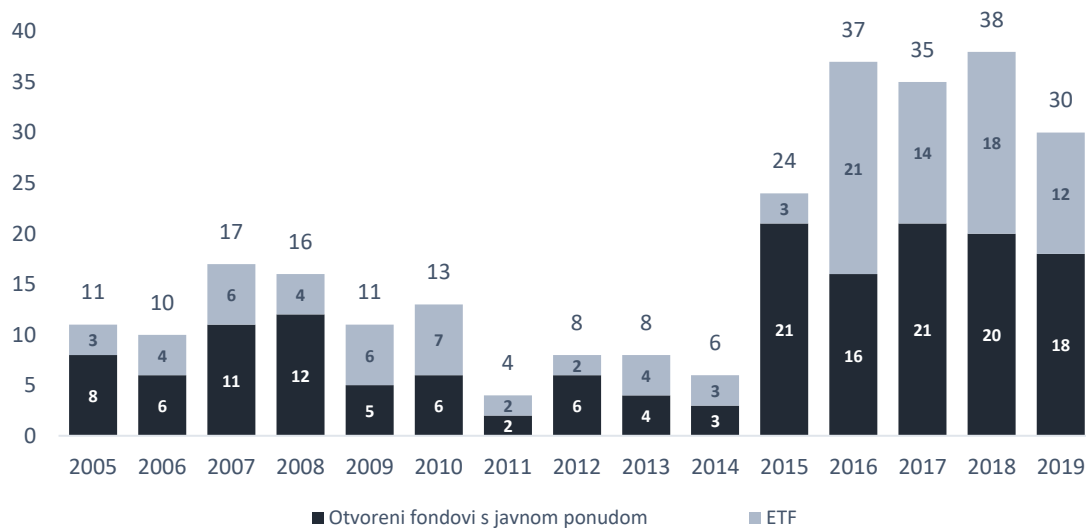
Što se tiče zemalja u razvoju, još uvijek ne postoji sistematično praćenje kretanja poput onog u razvijenim zemljama, no za očekivati je kako će se i ta tržišta integrirati, s obzirom na veliki interes ulagatelja za tržištima u razvoju, a i poduzeća i ulagatelja na tržištima u razvoju za održivim ulaganjem prema ESG kriterijima. U Južnoj Americi, primjerice, 2018. godine bilo je 65 potpisnika Načela odgovornog ulaganja UN-a, iz pet zemalja, Brazila, Čilea, Kolumbije, Meksika i Perua. Ukupna imovina pod upravljanjem uz primjenu ESG kriterija ulaganja, u tim zemljama iznosi 1,2 bilijuna dolara. U Africi je na 31. srpnja 2017. godine bilo ukupno 428,3 milijarde dolara imovine pod upravljanjem, na koju se odnosi primjena ESG kriterija ulaganja, od čega je 399,5 milijardi dolara koncentrirano u Južnoj Africi. Sljedeće najzastupljenije zemlje su Nigerija i Kenija.

Vežano uz domaće tržište kapitala, Zagrebačka burza nije jedna od 97 svjetskih burzi uključenih u SSEI, a ne može se pronaći niti statistika na razini regulatora (HANFA) koja obrađuje pitanje primjene ESG kriterija. Pretraživanjem mrežnih stranica domaćih društava za upravljanje pronalazi se kako je društvo InterCapital Asset Management od 2020. godine potpisnik Načela odgovornog ulaganja UN-a, dok se kod ostalih društava ne mogu pronaći slične objave. Sigurno je kako će novi europski zakonski okvir pokazati koliko je primjena ESG kriterija ulaganja zaživjela u Republici Hrvatskoj.

Kada se govori o **proizvodima** na tržištu vezanima uz društveno odgovorno ulaganje i primjenu ESG kriterija ulaganja, ne postoji precizna statistika na globalnoj razini, no istražujući različitu literaturu, mrežne stranice vodećih svjetskih burzi i publikacije vodećih udruženja, dolazi se do saznanja kako dominiraju aktivno upravljani investicijski fondovi te onda pasivni fondovi poput Exchange Traded Funds (dalje u tekstu: ETF). ETF-ovi najčešće prate različite ESG indekse. U primjeni strategije ulaganja s društvenim učinkom, kako je prethodno u radu navedeno, dominiraju fondovi rizičnog kapitala. Mirovinski fondovi su jedni od glavnih institucionalnih ulagatelja prema primjeni ESG kriterija ulaganja, a prisutne su i brojne zaklade i obiteljski uredi za upravljanje imovinom. Ipak postoje detaljniji podaci o najrazvijenijem i najinovativnijem svjetskom tržištu kapitala – američkom. Prema istraživanju i metrici neovisne analitičke kuće Morningstar (2020), u periodu od 2005. do 2019. godine pokrenut je 251 novi fond, koji je uključivao primjenu ESG kriterija ulaganja, od čega je 159 otvorenih fondova s javnom ponudom, a 92 ETF-a. U periodu od 1971. do 2004. godine ukupno je pak pokrenuto 38 fondova s tematikom održivog ulaganja. Što se

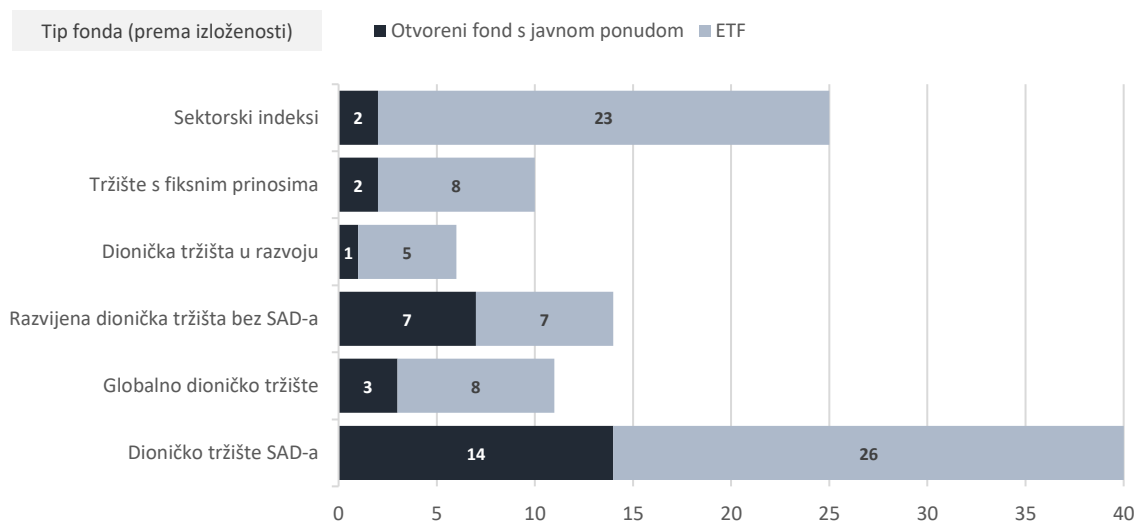
tiče pasivno upravljanih fondova, dominiraju oni koji prate indekse američkog dioničkog tržišta i različite sektore, pri čemu dominiraju ETF-ovi.

Graf 10 Broj pokrenutih novih fondova u SAD-u koji primjenjuju ESG kriterije ulaganja



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Morningstar Research (2020) *Sustainable Funds U.S. Landscape Report ? Record flows and strong fund performance in 2019* [online].

Graf 11 Pasivni fondovi koji primjenjuju ESG kriterije ulaganja u SAD-u (31.12.2019.)



Izvor: Izrada autora, prilagođeno prema Morningstar Research (2020) *Sustainable Funds U.S. Landscape Report ? Record flows and strong fund performance in 2019* [online].

Na kraju 2019. godine bila su ukupno 303 fonda u SAD-u, koja primjenjuju ESG kriterije ulaganja, među kojima je bilo 106 pasivnih i 77 ETF-ova. Treba naglasiti kako je prema metrici Morningstara riječ o fondovima kojima su ESG kriteriji ulaganja glavni dio strategije, odnosno kojima je održivo i odgovorno ulaganje misija. U SAD-u je na kraju

2019. godine postojalo 564 fondova koji integriraju ESG kriterije u analizu i donošenje odluka ali im oni nisu glavni dio strategije, kao niti misija održivost i odgovorno ulaganje.

Što se tiče Europe, prema podacima Bloomberg-a na kraju 2019. godine bilo je ukupno 2.405 fondova na temu održivih ulaganja, pri čemu je pokrenuto 105 novih fondova u posljednjem kvartalu iste godine. Većina fondova primjenjuje aktivnu strategiju upravljanja i ESG kriterije ulaganja (De Paoli, 2020).

4.3. Analiza ETF-a koji primjenjuje strategiju društveno odgovornog ulaganja - iShares MSCI USA SRI UCITS ETF

Na globalnim burzama postoji mnogo varijacija ETF-ova koji primjenjuju SRI pristup ulaganju, odnosno pristup društveno odgovornog ulaganja. Ovo je samo jedan primjer izabran na temelju izloženosti prema najaktivnijem tržištu kapitala, a to je američko. iShares MSCI USA SRI UCITS ETF je fond osnovan u Irskoj od strane financijske institucije Black Rock, s ciljem repliciranja indeksa MSCI USA SRI. Fond nastoji pratiti rezultate indeksa sastavljenog od američkih poduzeća koje su osvijestile važnost i implementaciju ESG kriterija. Glavne karakteristike ETF-a su vidljive u tablici niže.

Tablica 5 Glavne karakteristike iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a

GLAVNE KARAKTERISTIKE	
VALUTA	USD
TICKER NA BLOOMBERG TERMINALU	SUAS LN
DATUM OSNIVANJA	12.7.2016.
TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA (na dan 13.8.2020.)	3,3 milijarde
PRINOS U TEKUĆOJ GODINI (YTD na dan 13.8.2020.)	11,10%
USKLAĐENOST S UCITS REGULATIVOM	potvrđno
REPLIKACIJA INDEKSA	u potpunosti
UPRAVLJAČKA NAKNADA I UKUPNI TROŠKOVI (iskazani relativno)	0,2%
IMOVINA FONDA (na dan 13.8.2020.)	3,61 milijarda

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Ulaganjem u ovaj ETF ulagatelj dobiva pristup američkom tržištu kapitala preko poduzeća koja odlikuju iznimne ekološke, društvene i upravljačke ocjene te su minimalno kontroverzna. Kada gledamo alokaciju imovine većina se odnosi na dionice.

Tablica 6 Alokacije imovine iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a

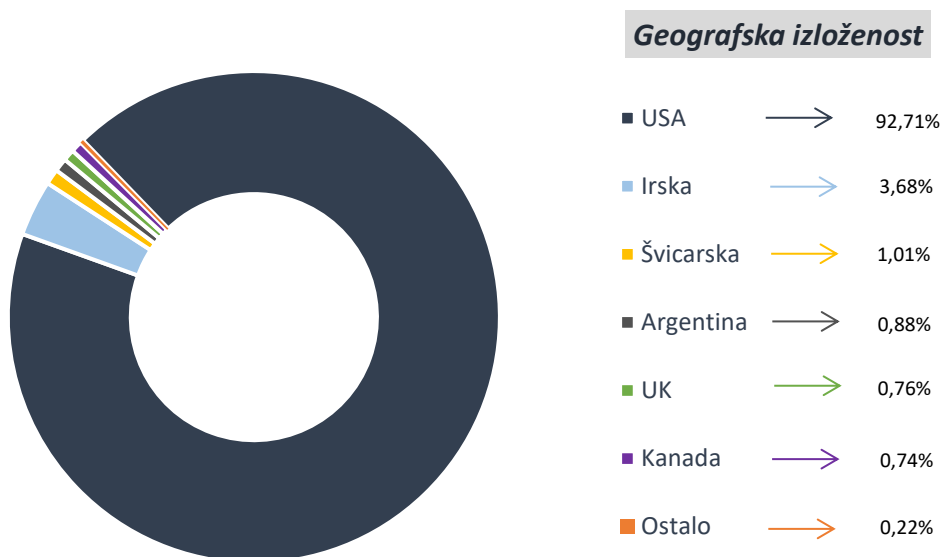
ALOKACIJA IMOVINE

Dionice	99,78%
Novac i novčani ekvivalenti	0,21%
Korporativne obveznice	0,01%

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Navedena alokacija imovine geografski je distribuirana kako je prikazano u grafu koji slijedi te je logična dominacija Amerike.

Graf 12 Geografska izloženost iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a



Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Ovaj ETF je svrstan u SRI kategoriju, iako je osvijestio i primjenu ESG kriterija, zbog glavne razlike. Kao što je odlika SRI pristupa, izloženost poduzećima je filtrirana pomoću korištenja screeninga, što znači da su u ovom konkretnom primjeru isključena poduzeća koja su integrirana u industrije poput kontroverznog oružja, nuklearnog oružja, duhana, civilnog vatrenog oružja, konvencionalnog oružja, alkohola, kockanja, zabave za odrasle, nuklearne energije i genetski modificiranih organizama. Na globalnoj razini preko poduzeća u koja se ulaže poboljšala se transparentnost podataka o zaštiti okoliša uz detaljniji screening poduzeća koja su uključena u industrije termalnog ugljena, naftnog pijeska, nafte i plina, proizvodnje električne energije i rezervi termalnog ugljena / rezervi pijeska.

Nakon primjene SRI pristupa u nastavku je prikazano top 10 izabranih poduzeća u koje se ulaže te ona čine 37% neto imovine fonda.

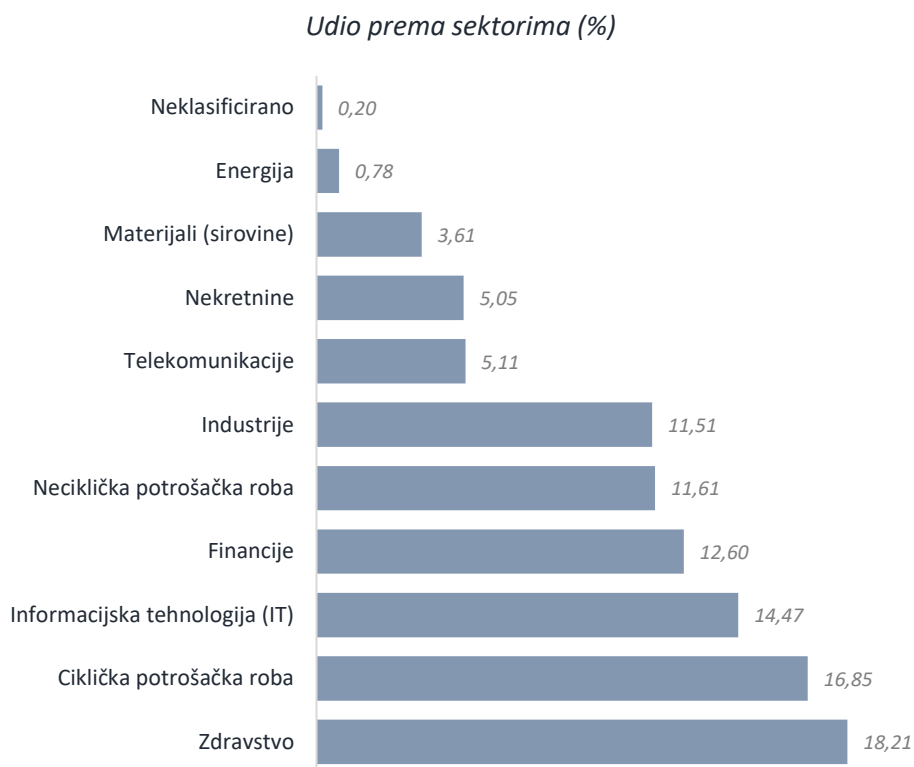
Tablica 7 Top 10 poduzeća prema udjelu u iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-u

TOP 10	UDIO (%)
NVIDIA Corp.	4,79
Procter & Gamble Co.	4,63
Home Depot Inc.	4,53
Microsoft Corp.	4,35
Tesla Inc.	4,09
Walt Disney Co.	4,04
PepsiCo Inc.	3,28
salesforce.com Inc.	2,81
Accenture PLC	2,52
Amgen Inc.	2,43

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Kada se spusti na samu sektorsku analizu ETF-a najveća izloženost pripada Zdravstvenom sektoru, nadalje Cikličkoj potrošačkoj robi te IT sektoru, dok je najmanja izloženost u poduzeća iz Energetskog sektora.

Graf 13 Udio prema sektorskoj izloženosti iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a



Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Dodatne karakteristike kao što su dividendni prinos, P/E omjer, D/E omjer i ROE pokazatelj prema sektorima dostupne su u Prilogu 1.

Kada je riječ o prinosu u nastavku se nalazi usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF s indeksom MSCI USA SRI kojeg replicira. Radi standardiziranosti i usporedivosti ETF-a i indeksa, vrijednosti su normalizirane prema periodu vidljivom na slici te prema faktoru s baznom vrijednosti 100. Bijela linija prikazuje ETF, dok zelena implicira kretanje indeksa.

Slika 8 Usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF s indeksom MSCI USA SRI kojeg replicira



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

Sa strane ulagatelja, da je uložio u iShares MSCI USA SRI UCITS ETF zaradio bi 86,79%, odnosno 16,63% anualizirano. Najnižu vrijednost ETF je dosegnoo 3.11.2016. ususret predsjedničkim izborima u Americi te pobjedi Donalda Trumpa. Prinos MSCI USA SRI indeksa bio je 77,56%. Vidljivo je da ETF ima veliki pozitivni „tracking error“ u odnosu na indeks.

4.4. Analiza ETF-a koji primjenjuje ekološke, socijalne i upravljačke kriterije – iShares ESG MSCI USA ETF

Također na globalnim burzama postoji mnogo varijacija ETF-ova koji primjenjuju ESG kriterije ulaganja. Ovo je samo jedan primjer izabran na temelju izloženosti prema američkom tržištu kapitala. iShares ESG MSCI USA ETF je fond registriran u Americi, osnovan od strane financijske institucije Black Rock, s ciljem repliciranja MSCI USA Extended ESG fokusiranog indeksa. Fond ulaže u američke korporacije koje imaju pozitivne karakteristike zaštite okoliša, društvene zajednice i upravljanja koje je identificirao pružatelj indeksa, a istovremeno pokazuju karakteristike rizika i povrata slične onima matičnog MSCI USA indeksa. Glavne karakteristike ETF-a su vidljive u tablici niže.

Tablica 8 Glavne karakteristike iShares ESG MSCI USA ETF-a

GLAVNE KARAKTERISTIKE	
VALUTA	USD
TICKER NA BLOOMBERG TERMINALU	ESGU US
DATUM OSNIVANJA	2.12.2016.
TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA (na dan 13.8.2020.)	8,38 milijarde
Prinos u tekućoj godini (YTD na dan 13.8.2020.)	8,19%
USKLAĐENOST S UCITS REGULATIVOM	negativno
REPLIKACIJA INDEKSA	u potpunosti
UPRAVLJAČKA NAKNADA I UKUPNI TROŠKOVI (iskazani relativno)	0,2%
IMOVINA FONDA (na dan 13.8.2020.)	8,37 milijarde

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Kada se promatra alokacija imovine većina se odnosi na dionice.

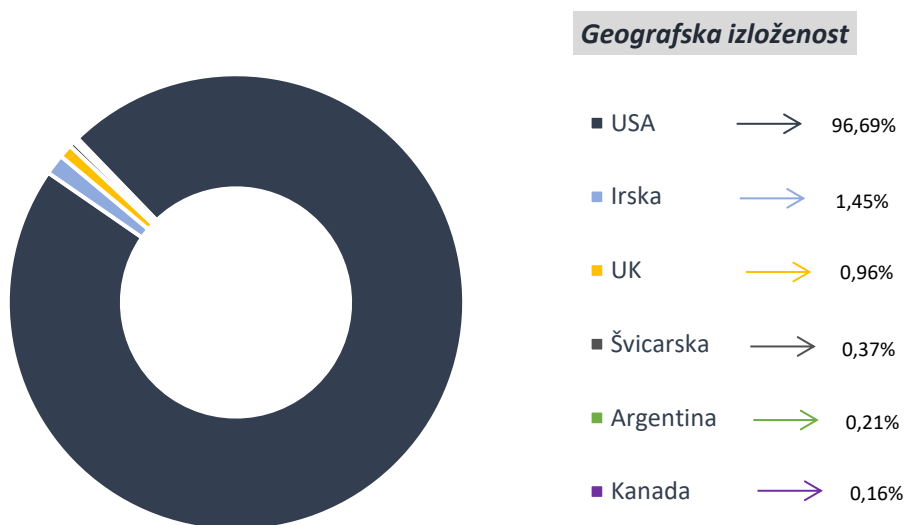
Tablica 9 Alokacije imovine iShares ESG MSCI USA ETF-a

ALOKACIJA IMOVINE	
Dionice	99,74%
Novac i novčani ekvivalenti	0,15%
Korporativne obveznice	0,10%

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Navedena alokacija imovine geografski je distribuirana kako je prikazano u grafu koji slijedi te je logična dominacija Amerike.

Graf 14 Geografska izloženost iShares ESG MSCI USA ETF-a



Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Ulaganjem u ovaj ETF ulagatelj dobiva pristup američkim dionicama velike i srednje-velike tržišne kapitalizacije koje odlikuju pozitivne prakse implementacije ESG kriterija u svoje poslovanje, što omogućuje izgradnju dugoročno održivog portfelja. U nastavku je vidljivo top 10 izabranih poduzeća u koja se ulaže te ona čine 26,44% neto imovine fonda.

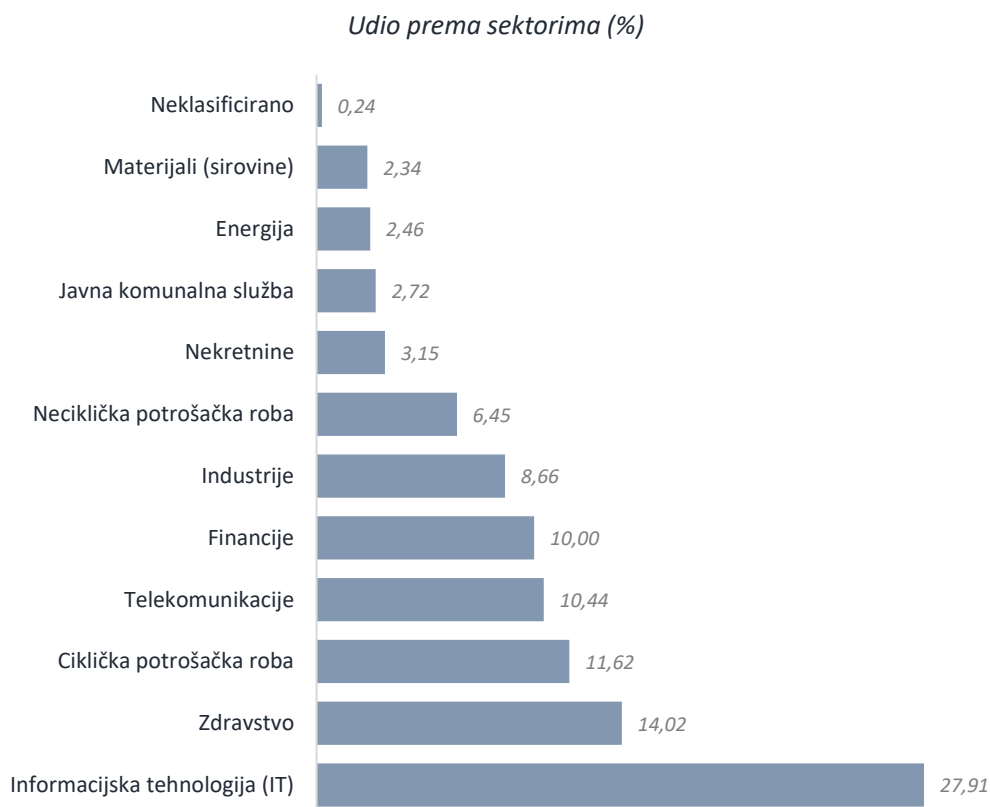
Tablica 10 Top 10 poduzeća prema udjelu u iShares ESG MSCI USA ETF-a

TOP 10	UDIO
Apple Inc.	6,75
Microsoft Corp.	5,22
Amazon.com Inc.	4,46
Facebook Inc.	2,05
Alphabet Inc.	1,79
Alphabet Inc.	1,38
Johnson & Johnson	1,32
Procter & Gamble Co.	1,18
Home Depot Inc.	1,17
Visa Inc.	1,12

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Kada se spusti na samu sektorsku analizu ETF-a najveća izloženost pripada IT sektoru, nadalje Zdravstvu te Cikličkoj potrošačkoj robi, dok je najmanja izloženost prema poduzećima iz sektora Materijala (sirovine).

Graf 15 Udio prema sektorskoj izloženosti iShares ESG MSCI USA ETF-a



Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Dodatne karakteristike kao što su dividendni prinos, P/E omjer, D/E omjer i ROE pokazatelj prema sektorima dostupne su u Prilogu 2.

Kada je riječ o prinosu, u nastavku je prikazana usporedba prinosa iShares ESG MSCI USA ETF-a s indeksom kojeg replicira. Radi standardiziranosti i usporedivosti ETF-a i indeksa vrijednosti su normalizirane prema periodu vidljivom na slici te prema faktoru s baznom vrijednosti 100. Bijela linija prikazuje ETF, dok zelena implicira kretanje indeksa.

Slika 9 Usporedba prinosa iShares ESG MSCI USA ETF-a s indeksom kojeg replicira



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

Sa strane ulagatelja, da je uložio u iShares ESG MSCI USA ETF zaradio bi 58,56%, odnosno 13,31% anualizirano. Najnižu vrijednost ETF je dosegnuo 23.3.2020. kada je i američka burza dotakla dno u promatranom razdoblju zbog utjecaja COVID-19 pandemije. Prinos indeksa bio je 71,04%. Vidljivo je da ETF ima veliki negativni tracking error u odnosu na indeks.

4.5. Usporedba uspješnosti primjenom različitih strategija

Uspješnost svakog ETF-a primarno ovisi o strategiji koju primjenjuje. Tako će se kroz usporedbu izabranih ETF-ova s ETF-om koji primjenjuje konvencionalnu strategiju ulaganja, ali i usporedbom oba ETF-a međusobno, dobiti uvid i opća slika specifičnosti svake od predmetnih strategija, njihovih razlika i benefita koje nose za ulagatelja.

4.5.1. Usporedba iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares ESG MSCI USA ETF-a s iShares MSCI USA UCITS ETF-om

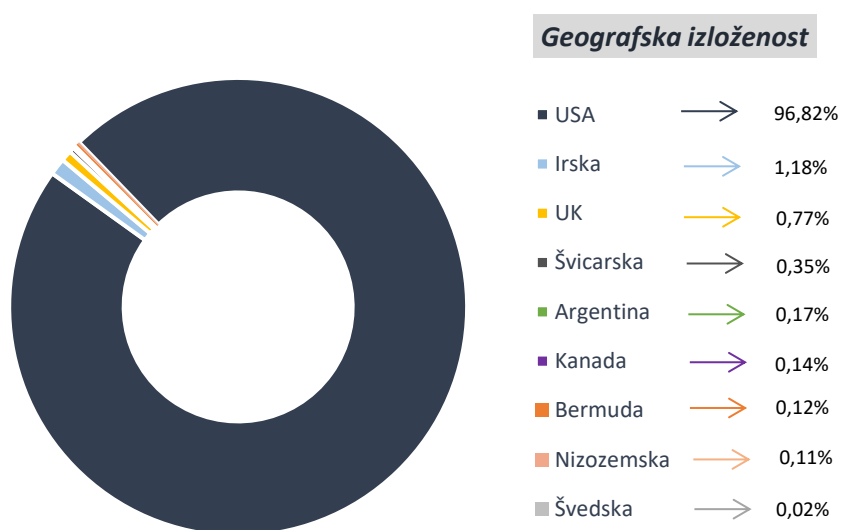
Radi usporedbe karakteristika i uspješnosti korištenja SRI i ESG strategija ulaganja, u nastavku predstavljene su glavne karakteristike iShares MSCI USA UCITS ETF-a koji primjenjuje konvencionalnu strategiju ulaganja. Sva tri ETF-a su izdana od iste institucije, ali postoje bitne razlike u primijenjenoj strategiji. Detaljnija analiza karakteristika samog iShares MSCI USA UCITS ETF-a, kao što su detaljnija alokacija imovine, dividendni prinos, P/E omjer, D/E omjer i ROE pokazatelj prema sektorima, također je dostupna u Prilogu 3.

Tablica 11 Glave karakteristike iShares MSCI USA UCITS ETF-a

GLAVNE KARAKTERISTIKE	
VALUTA	USD
TICKER NA BLOOMBERG TERMINALU	CSUS LN
DATUM OSNIVANJA	15.9.2010.
TRŽIŠNA KAPITALIZACIJA (na dan 13.8.2020.)	640,71 milijun
Prinos u tekućoj godini (YTD na dan 13.8.2020.)	6,93%
USKLAĐENOST S UCITS REGULATIVOM	potvrđno
REPLIKACIJA INDEKSA	u potpunosti
UPRAVLJAČKA NAKNADA I UKUPNI TROŠKOVI (iskazani relativno)	0,30%
IMOVINA FONDA (na dan 13.8.2020.)	640,25 milijuna

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Graf 16 Geografska izloženost iShares MSCI USA UCITS ETF-a



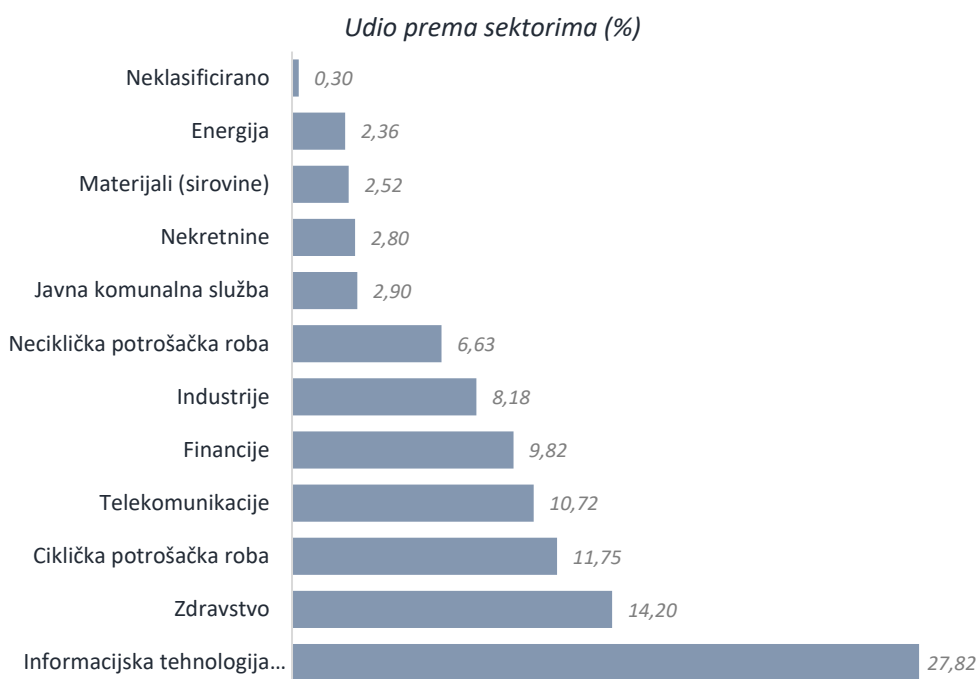
Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Tablica 12 Top 10 poduzeća prema udjelu u iShares MSCI USA UCITS ETF-u

TOP 10	UDIO (%)
Apple Inc.	6,72
Microsoft Corp.	5,03
Amazon.com Inc.	4,46
Facebook Inc.	2,10
Alphabet Inc.	1,56
Alphabet Inc.	1,52
Johnson & Johnson	1,30
Visa Inc.	1,12
Procter & Gamble Co.	1,12
JPMorgan Chase & Co.	1,05

Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

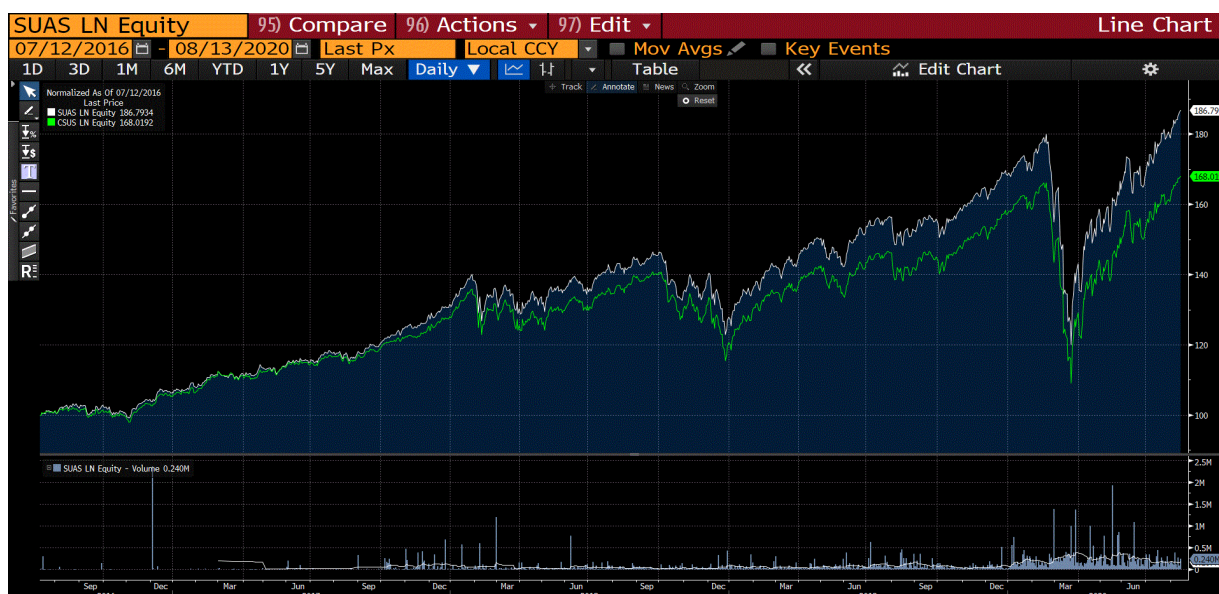
Graf 17 Udio prema sektorskoj izloženosti iShares MSCI USA UCITS ETF



Izvor: Izrada autora prema podacima s Bloomberg Terminala (pristupljeno 14.8.2020.)

Razvidno je da primjenom različitih strategija dolazi do razlika u sektorskoj izloženosti, a time i u poduzećima u koja fondovi ulažu. U nastavku će biti prikazani usporedni prinosi svih ETF-ova.

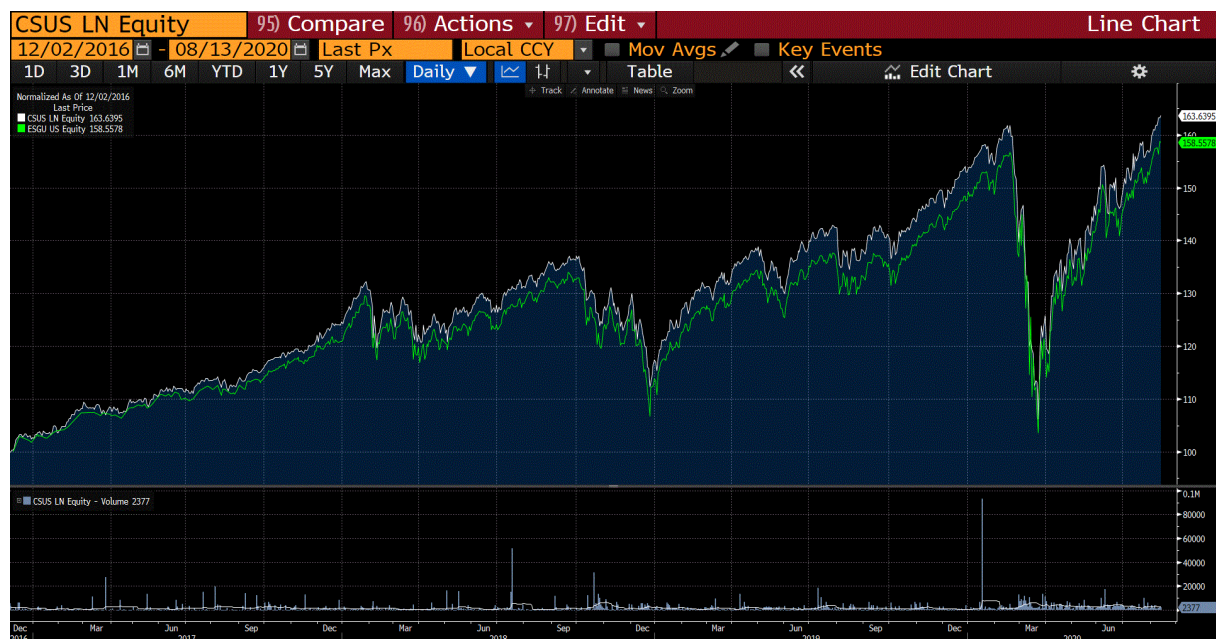
Slika 10 Usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares MSCI USA UCITS ETF-a



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

Kada se gleda usporedba s iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-om, sa strane ulagatelja, da je uložio u iShares MSCI USA UCITS ETF, koji primjenjuju konvencionalnu strategiju ulaganja, zaradio bi 68,02%, odnosno 13,53% anualizirano u promatranom razdoblju. ETF koji primjenjuje SRI strategiju imao je bolji prinos kumulativno za 19%. Bolji prinos je rezultat selekcije dionica temeljem SRI koncepta koji je donio benefite za ulagatelje jer su odabrana poduzeća ostvarila veće prinose na burzi od standardnih poduzeća u ETF-u vođenom konvencionalnom strategijom. To je vidljivo i iz sektorske raspoređenosti i naravno top 10 poduzeća. Također, od osnutka do zadnjeg datuma analize (13.8.2020.) prosječni dnevni volumen trgovanja iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a iznosio je 555.451 USD. Usporedno, iShares MSCI USA UCITS ETF imao je prosječni dnevni volumen trgovanja u iznosu od 488.909 USD. Na globalnoj razini, posebice američkom tržištu, iako solidna, likvidnost nije razmjerno visoka.

Slika 11 Usporedba prinosa iShares ESG MSCI USA ETF -a i iShares MSCI USA UCITS ETF-a



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

Kada se gleda usporedba s iShares ESG MSCI USA ETF-om, sa strane ulagatelja, da je uložio u iShares MSCI USA UCITS ETF, koji primjenjuju konvencionalnu strategiju ulaganja, zaradio bi 63,64%, odnosno 14,22% anualizirano, u promatranom razdoblju. ETF koji primjenjuje ESG kriterije ulaganja imao je niži prinos kumulativno za 5%. Može se zaključiti da je primjena ESG kriterija ulaganja na selekciju dionica uzrok negativne razlike u prinosu u promatranom razdoblju. Od osnutka do zadnjeg datuma analize (13.8.2020.)

prosječni dnevni volumen trgovanja iShares ESG MSCI USA ETF-a iznosio je 13.701.818 USD. Usporedno s iShares MSCI USA UCITS ETF-om, a i općenito na burzama, ovo je iznimno likvidan ETF.

4.5.2. Usporedba iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares ESG MSCI USA ETF-a

Primjena ESG kriterija ulaganja kao strategije koja se smatra modernijim i naprednijim pristupom od SRI koncepta, privukla je znatno više ulagatelja što dokazuje gotovo tri puta veća imovina iShares ESG MSCI USA ETF-a. Iako su oba ETF-a klasificirana uz određenje da u potpunosti repliciraju indekse, zanimljivo je za primijetiti da oba imaju značajan tracking error, što ne bi trebala biti poželjna karakteristika ulaganja u ETF-ove. Svejedno ESG koji ima negativni „tracking error“ privukao je veću imovinu od SRI koji ima pozitivan tracking error. Unatoč većoj popularnosti ESG pristupa, u ovom primjeru više se iskazao SRI koncept s više od 21% boljim kumulativnim prinosom u promatranom razdoblju, kao što je i vidljivo na slici u nastavku.

Slika 12 Usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares ESG MSCI USA ETF-a



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

Selekcija dionica i bolja diverzificiranost u težinski najzastupljenijim dionicama upućuje na potencijalni izvor razlike u prinosu između ova dva ETF-a. A sama selekcija posljedica je primijenjenih strategija gdje kod SRI koncepta dominira screening zbog čega je i primjetna razlika u top 10 i sektorskoj izloženosti.

5. Zaključak

Društveno odgovorno ulaganje koncept je ulaganja i strategija koja je nastala kao odgovor na brojne društvene i ekološke probleme, odnosno kao vizija i nastojanje dijela ulagatelja i pripadnika stručne i akademske zajednice, da se ulaganjem postigne i pozitivna društvena promjena, pored financijskog povrata. Unatoč pojmovnoj nekonzistentnosti, koja dovodi do nedovoljnog razumijevanja od strane šire javnosti, društveno odgovorno ulaganje može se shvatiti kao strategija koja uzima u obzir različite nefinancijske ciljeve prilikom ulaganja, pokušava kreirati pozitivnu društvenu promjenu, minimizirati ekološku štetu, ugrađujući različita religiozna ili etička uvjerenja i kriterije u proces donošenja odluka o ulaganju. Upravo iz tog razloga dominiraju strategije screeninga, posebice negativnog, odnosno strategija isključivanja poduzeća ili sektora iz portfelja ulaganja.

Klimatske promjene, onečišćenje, nove društvene nejednakosti proizašle iz globalizacije, poticale su daljnji razvoj društveno odgovornog ulaganja. Ulaganje s društvenim učinkom kao podvrsta društveno odgovornog ulaganja, poprima sve veći značaj. Cilj mu je postizanje i mjerljive društvene koristi pored financijske, a realizira se uglavnom putem fondova rizičnog kapitala, zbog potrebe za značajnijim kapitalom, rizičnosti projekata i problema izlazne strategije.

No, dio ulagatelja, vizionara te stručne i akademske javnosti, htio je da ovo područje iz sporedne uloge prijeđe u „mainstream“ strategiju ulaganja. Na inicijativu UN-a, predstavnici vodećih svjetskih institucija 2004. godine objavljuju smjernice o uključivanju ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u upravljanje imovinom, brokerske poslove i vezane poslove analize te je tada po prvi puta oblikovan pojam ESG (Environmental, Social and Governance), odnosno ekološki, socijalni i upravljački kriteriji ulaganja. U narednim godinama objavljena su Načela odgovornog ulaganja UN-a, Ciljevi održivog razvoja UN-a, počelo je izdavanje zelenih obveznica te se s pravom može reći kako ovo područje ulaganja prelazi iz sporedne u „mainstream“ strategiju.

Iako primjena ESG kriterija ulaganja svoje korijene ima u tradicionalnom konceptu društveno odgovornog ulaganja, ona se smatra modernijim i naprednijim pristupom ulaganju. Taj pristup nije baziran na uključivanju religioznih, etičkih ili osobnih ciljeva i načela u donošenje odluka, što se često zamjera društveno odgovornom ulaganju jer dovodi do isključivanja poduzeća i sektora iz portfelja, već na integraciji ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija u tradicionalne analitičke alate, s ciljem povećanja profitabilnosti

ulaganja. Dakle, primjena ESG kriterija ulaganja postaje dio temeljnog procesa analize u postupku donošenja odluka o ulaganju, čiji cilj nije isključiti određena poduzeća iz ulaganja, već procijeniti kako se ona nose s odabranim ekološkim, socijalnim i upravljačkim kriterijima i kako promatrani ESG kriteriji utječu ili bi mogli utjecati na njihovu profitabilnost. Strategije screeninga u slučaju društveno odgovornog ulaganja i integriranost ESG kriterija u tradicionalnu analizu s ciljem mjerenja i utjecaja na profitabilnost ulaganja, najčešće su isticane razlike između društveno odgovornog ulaganja i primjene ESG kriterija ulaganja.

Moglo bi se reći da je tradicionalno društveno odgovorno ulaganje, primjenom ESG kriterija ulaganja doseglo novu modernu inačicu, koja nije više fokusirana na screening, pogotovo negativni, već postaje relevantna i standardna strategija ulaganja, koja uzima u obzir utjecaj na društvo i okoliš prilikom donošenja odluka o ulaganju i nastoji ostvariti veći povrat na ulaganja primjenom tih kriterija. Primjena ESG kriterija dobiva sve veći primat u literaturi i zakonodavstvu te ne bi trebalo iznenaditi, ako pojam društveno odgovorno ulaganje ostane kao dio prošlosti iz kojeg su se razvili ESG kriteriji ili jednostavno postane sinonim primjene ESG kriterija ulaganja, dok će ulaganje s društvenim učinkom opstati kao zasebna strategija i koncept. Pojam održivog ulaganja ili neke slične izvedenice mogao bi pokriti širi spektar ulaganja, kakav je pokrivaio tradicionalni pojam društveno odgovornog ulaganja.

Iako se tradicionalni koncept društveno odgovornog ulaganja često smatra zastarjelom strategijom koja zbog negativnog screeninga može rezultirati umanjenim prinosom, usporedna analiza po jednog odabranog ETF-a u ovom radu, pokazala je kako je u promatranom razdoblju za analizu od 2.12.2016. do 13.8.2020. veći prinos ostvario upravo ETF koji primjenjuje strategiju društveno odgovornog ulaganja, u odnosu na ETF koji primjenjuje ESG kriterije ulaganja. ETF-ovi su izloženi dioničkom tržištu SAD-a kroz odabrani referentni indeks. Naravno, rezultati mogu biti različiti za različita tržišta i ETF-ove, zbog čega uz trenutni stupanj standardiziranosti i u danom zakonodavnom okviru ne postoje generalni zaključci o uspješnosti pojedine strategije. U primjeni društveno odgovornog ulaganja i ESG kriterija ulaganja dominiraju aktivno upravljani investicijski fondovi te onda pasivni fondovi poput ETF-ova, koji najčešće prate različite ESG indekse.

Novi zakonski okvir u Europskoj Uniji koji stupa na snagu u ožuku 2021. godine trebao bi biti značajan iskorak za primjenu ESG kriterija, politike održivosti i same ulagatelje, jer je većina dosadašnjih pravila i kodeksa bila dobrovoljne naravi i nije bila usklađena. Značit će to iskorak i za domaće tržište kapitala, još uvijek nerazvijeno u ovom području.

Ovaj rad pokazuje kako se se napretkom čovječanstva i posljedičnim utjecajem na planet i društvo u cjelini, mora promijeniti i napredovati svijest ulagatelja. Taj napredak bi trebao ići u smjeru održivih ulaganja, koji će se odraziti pozitivno na okoliš, društvo i poduzeća. Sumarno i na jednom mjestu te na hrvatskom jeziku, prikazano je da takvi oblici održivog ulaganja postoje te sve više uzimaju maha na tržištima kapitala. Isto tako, pokazano je kako tradicionalni koncept društveno odgovornog ulaganja i moderna primjena ekoloških, socijalnih i upravljačkih kriterija ulaganja nisu identični pristupi. Istraživanjem profitabilnosti oba pristupa za ulagatelja nije se mogao donijeti opći zaključak o unosnosti strategija. No, implementacija spomenutih vrijednosti u način poslovanja poduzeća te predmetnih strategija u proces donošenja odluka o ulaganju društava za upravljanje imovinom i malih ulagatelja bit će krucijalna za konkurentnost te dugoročan i održiv rast.

Popis literature

1. Basić, L. i Ivanišević Hernaus, A. (2019) Uloga burze vrijednosnica u sustavu održivih i odgovornih financijskih ulaganja: analiza poslovnog slučaja. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, ur. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Zagreb, Hrvatska. Zagreb: Ekonomski fakultet str. 75-100
2. Biermann, F., Kanie, N. i Kim E. R. (2017) Global governance by goal-setting: the novel approach of the UN Sustainable Development Goals. *Current Opinion in Environmental Sustainability* [online], str. 26–31. Dostupno na: ResearchGate [30. srpanja 2020.]
3. Brandstetter, L. i Lehner, O. M. (2014) *Impact Investment Portfolios: Including Social Risks and Returns*, Oxford: ACRN Oxford Publishing House
4. Brandstetter, L. i Lehner, O.M. (2015) Opening the market for impact investments: the need for adapted portfolio tools. *Entrepreneurship Research Journal* [online], Vol. 5 No. 2, str. 87-107. Dostupno na: <https://www.degruyter.com/view/journals/erj/5/2/article-p87.xml?language=en> [3. kolovoza 2020.]
5. Briand, R. (2019) *ESG 101: What is ESG?* [online]. MSCI Inc.. Dostupno na: <https://www.msci.com/what-is-esg> [4. kolovoza 2020.]
6. Brotto, L., Pettenella, D, Cerutti, P. O. i Pirard, R. (2016) Planted forests in emerging economies: Best practices for sustainable and responsible investments. *Center for International Forestry Research (CIFOR)* [online], Dostupno na: <http://www.cifor.org/knowledge/publication/6136/> [5. kolovoza 2020.]
7. Bugg-Levine, A. i Emerson, J. (2011) *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*. San Francisco SAD: Jossey-Bass, A Wiley Imprint
8. Camey, B.F. (1994) Socially responsible investing. *Health Progress* [online], 75, str. 20–23. Dostupno na: <https://www.chausa.org/docs/default-source/health-progress/socially-responsible-investing-pdf.pdf?sfvrsn=0> [1.kolovoza 2020.]
9. Camilleri, M. (2017) *Socially Responsible and Sustainable Investing: A Review and Appraisal. University of Malta, Department of Corporate Communication, Working Paper, 2017-01* [online], Dostupno na: ResearchGate [2. kolovoza 2020.]
10. Capelle-Blancard, G. i Monjon, S. (2012) Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A*

- European Review* [online], 21 (3), str. 239–250. Dostupno na: ResearchGate [25. srpnja 2020.]
11. Caplan, L., Griswold, J. S. i Jarvis, W. F. (2013) From SRI to ESG: the changing world of responsible investing. *Commonfund Institute* [online], Dostupno na: <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED559300.pdf> [3. kolovoza 2020.]
 12. CBI (2018) *Green Bond Market Summary* [online]. Dostupno na: https://www.climatebonds.net/files/reports/2018_green_bond_market_highlights.pdf [11. kolovoza 2020.]
 13. Cochu, A. et al. (2016) *Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments* [online]. European Commission, str. 1–174. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/environment/enveco/pdf/potential-green-bond.pdf> [11. kolovoza 2020.]
 14. Cowton, C. J. (1999) Accounting and financial ethics: from margin to mainstream?. *Business ethics: a european review* [online], 8 (2), str. 99–107. Dostupno na: <http://arikamayanti.lecture.ub.ac.id/files/2014/05/Accounting-and-Financial-Ethics-From-Margin-to-Mainstream.pdf> [24. srpnja 2020.]
 15. De Paoli, L. (2020) European ESG Funds Pulled in Record \$132 Billion in 2019. *Bloomberg L.P.* [online], Dostupno na: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-30/european-esg-funds-pulled-in-record-132-billion-in-2019> [13. kolovoza 2020.]
 16. Deschryver, P. i Mariz, F. (2020) What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?. *Journal of Risk and Financial Management* [online], 13 (61), Dostupno u: MDPI. [11. kolovoza 2020.]
 17. Dorfleitner, G. i Utz, S. (2012) Safety first portfolio choice based on financial and sustainability returns. *European Journal of Operational Research* [online], 221 (1), str. 155–164. Dostupno na: https://epub.uni-regensburg.de/19960/8/elsarticle-template-5-harv_FoundationsofPortfolioTheory_Revision2.pdf [24. srpnja 2020.]
 18. DWS Research Institute (2019) *Why emerging markets are defined by ESG* [online]. Dostupno na: <https://www.dws.com/insights/global-research-institute/why-emerging-markets-are-defined-by-esg/> [11. kolovoza 2020.]

19. Ehlers, T., Packer, F. (2017) Green Bond Finance and Certification. *BIS Quarterly Review September 2017* [online]. Dostupno na: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm [30. srpanja 2020.]
20. Eur-lex (2019) *Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector* [online]. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj> [7. kolovoza 2020.]
21. European Commission (2018) *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions: Action plan: financing sustainable growth* [online]. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/EN/COM-2018-97-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF> [24. srpnja 2020.]
22. European Fund and Asset Management Association – EFAMA (2016) *Report on Responsible Investment*. [online]. Dostupno na: https://www.efama.org/Publications/EFAMA_Responsible%20Investment%20Report_September%202016.pdf [30. srpanja 2020.]
23. European Securities and Markets Authority (2020) Joint Consultation Paper, ESG disclosures: Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088 [online]. Dostupno na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16__joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf [7. kolovoza 2020.]
24. EUROSIF (2010) *European SRI Study 2010* [online]. Dostupno na: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/04/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf [1.kolovoza 2020.]
25. EUROSIF (2014) *European SRI Study 2014* [online]. Dostupno na: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf> [1.kolovoza 2020.]
26. EUROSIF (2018) *European SRI Study 2018* [online]. Dostupno na: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf> [1.kolovoza 2020.]

27. Flammer, C. (2018) Green Bonds Benefit Companies, Investors, and the Planet. *Harvard Business Review* [online], Dostupno na: <https://hbr.org/2018/11/green-bonds-benefit-companies-investors-and-the-planet> [11. kolovoza 2020.]
28. Fung, B. i Klement, J. (2020) *Green Bonds vs. Traditional Bonds* [online]. CFA Institute. Dostupno na: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2019/10/08/green-bonds-vs-traditional-bonds/> [11. kolovoza 2020.]
29. Fung, H. G., Law, S. A. i Yau, J. (2010) *Socially Responsible Investment in a Global Environment*. Cheltenham UK, Northampton SAD: Edward Elgar Publishing
30. GIIN (2016) *Annual Impact Investor Survey* [online]. GIIN, J. P. Morgan Social Finance. Dostupno na: https://thegiin.org/assets/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_Web.pdf [2. kolovoza 2020.]
31. GIIN (2017) *Annual Impact Investor Survey* [online]. Dostupno na: https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf [1. kolovoza 2020.]
32. Ginglinger, E. i Moreau Q. (2019) Climate Risk and Capital Structure. *Université Paris-Dauphine Research Paper No. 3327185* [online]. Dostupno na: SSRN [11. kolovoza 2020.]
33. Global Sustainable Investment Alliance (2018) *2018 Global Sustainable Investment Review* [online]. Dostupno na: http://www.gsialliance.org/wpcontent/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf [12. kolovoza 2020.]
34. Goff, S. (2006). Ethical Funds. *Financial Times* [online]. Dostupno na: <https://www.ft.com/content/d603b526-131e-11db-9d6e-0000779e2340> [29. srpnja.2020.]
35. Guay, T., Doh, J. P. i Sinclair, P. (2004) Non-Governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investments: Ethical, Strategic, and Governance Implications. *Journal of Business Ethics* [online], 52, str. 125–139. Dostupno na: http://projects.mcrit.com/foresightlibrary/attachments/article/1249/2004_doh_guay_sinclair_ngos_and_sri_JBE.pdf [26. srpnja 2020.]

36. Hajer, M. et al. (2015) Beyond cockpit-ism: four insights to enhance the transformative potential of the Sustainable Development Goals. *Sustainability* [online], 7 (2), str. 1651- 1660. Dostupno u: MDPI. [30. srpnja 2020.]
37. Hill, J. (2020) Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio. London, UK: Elsevier Inc.
38. Humphreys, J., Electris, C. i Roswell, D. (2015) *FIXED-INCOME INVESTING IN Climatic solution* [online]. Dostupno na: https://croataninstitute.org/documents/Fixed_Income_Investing_in_Climate_Solutions_2015.pdf [11. kolovoza 2020.]
39. Inderst, G. i Stuart, F. (2018) *Incorporating ENVIRONMENTAL, SOCIAL and GOVERNANCE (ESG) Factors into FIXED INCOME INVESTMENT*. World Bank Group [online], Dostupno na: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/913961524150628959/pdf/125442-REPL-PUBLIC-Incorporating-ESG-Factors-into-Fixed-Income-Investment-Final-April26-LowRes.pdf> [3. kolovoza 2020.]
40. Institutional Shareholder Services group of companies. *ISS ESG* [online]. Dostupno na: <https://www.issgovernance.com/esg/> [30. srpanja 2020.]
41. International Finance Corporation i UN Global Compact (2004) *Who Cares Wins* [online]. Dostupno na: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainabilityatifc/publications/publications_report_whocareswins__wci__1319579355342 [4. kolovoza 2020.]
42. International Finance Corporation i UN Global Compact (2005) *Investing for Long-Term Value Integrating environmental, social and governance value drivers in asset management and financial research* [online]. Dostupno na: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/9d9bb80d-625d-49d5baad8e46a0445b12/WhoCaresWins_2005ConferenceReport.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9d9bb80d-625d-49d5-baad-8e46a0445b12-jkD172p [5. kolovoza 2020.]
43. International Finance Corporation i UN Global Compact (2005) “Who Cares Wins”: One Year On [online]. Dostupno na: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/d8d38cd8->

- 0279419a947572e0120979b5/Who%2BCares%2BWins_One%2BYear%2BOn.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d8d38cd8-0279-419a-9475-72e0120979b5-jkD16-Q [4. kolovoza 2020.]
44. Ivanišević Hernaus, A. (2013) Razvoj društveno odgovornih financijskih ulaganja primjenom različitih strategija ulaganja (doktorski rad). Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
45. Ivanišević Hernaus, A. (2019) Exploring the strategic variety of socially responsible investment: Financial performance insights about SRI strategy portfolios. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* [online], 10 (3), str. 545–569. Dostupno na: ResearchGate [30. srpanja 2020.]
46. Karpf, A. i Mandel, A. (2017) *Does It Pay to Be Green?* [online]. Dostupno na: SSRN [11. kolovoza 2020.]
47. Kell, G. (2018) *Remarkable Rise Of ESG Investing Environmental, Social and Governance Investing Basics* [online]. Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/georgkell/2018/07/11/the-remarkable-rise-of-esg/#2f412f601695> [5. kolovoza 2020.]
48. Kinder, P.D. i Domini L. A. (1997) Social screening: paradigms old and new. *The Journal of Investing* [online], 6 (4), str. 12–19. Dostupno na: <https://joi.pm-research.com/content/6/4/12> [1.kolovoza 2020.]
49. Lewis, A. i Mackenzie, C. (2000) Morals, money, ethical investing and economic psychology. *Human Relations* [online], 53 (2), str. 170–191. Dostupno na: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.992.1293&rep=rep1&type=pdf> [1. kolovoza 2020.]
50. Lacker, F. D. i Watts, E. M. (2019) Where's the Greenium?. *Journal of Accounting and Economics* [online], 69 (2–3). Dostupno na: SSRN [11. kolovoza 2020.]
51. Liu, J. (2020) *The history of sustainable investing* [online]. Morningstar. Dostupno na: <https://www.morningstar.in/posts/57694/history-sustainable-investing.aspx> [1. kolovoza 2020.]
52. Louche, C. i Hebb, T. (2014) *Socially Responsible Investment in the 21st Century: Does it Make a difference for society?*. Bingley, UK: Emerald Group Publishing Limited
53. Matos, P. (2020) ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. *The CFA Institute Research Foundation* [online]. Dostupno na:

- <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-lit-review/2020/rflr-esg-and-responsible-institutional-investing.ashx> [4. kolovoza 2020.]
54. Merker, C. (2018) *Four Challenges in the ESG Market: What's Next?* [online]. CFA Institute. Dostupno na: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2018/07/18/four-challenges-in-the-esg-market-whats-next/> [30. srpanja 2020.]
55. Morningstar (2016) SPECIAL REPORT: Morningstar Sustainability Rating [online]. Dostupno na: <https://www.morningstar.com/articles/745467/morningstar-sustainability-rating> [30. srpanja 2020.]
56. Morningstar Research (2020) *Sustainable Funds U.S. Landscape Report ? Record flows and strong fund performance in 2019* [online]. Dostupno na: https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Sustainable_Funds_US_Landscape_021920.pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=20871 [13. kolovoza 2020.]
57. Noor, R. (2019) Global Overview and Market Analysis of Green Bond. *MIT Climate* [online]. Dostupno na: <https://climate.mit.edu/posts/global-overview-and-market-analysis-green-bond> [11. kolovoza 2020.]
58. Pai, C. L. (2019) Investing with Purpose: Making Sense of ESG, SRI and Impact Investing. *Fiduciary Trust International* [online], Dostupno na: <https://www.fiduciarytrust.com/insights/commentary?commentaryPath=templatedata/gw-content/commentary/data/en-us/en-us-ftci/market-commentary/may-01-2018-investing-with-purpose&commentaryType=MARKET%20COMMENTARY> [8. kolovoza 2020.]
59. Pavić-Rogošić, L., Jelić Mück, V. i Jagnjić, M. (2015) *Novi izazov: Globalni ciljevi održivog razvoja do 2030.* [online]. Odraz. Dostupno na: http://odraz.hr/media/291518/globalni%20ciljevi%20odrzivog%20razvoja%20do%202030_web.pdf [28. srpanja 2020.]
60. Pitch Book (2020) *What are the differences between SRI, ESG and impact investing?* [online]. Dostupno na: <https://pitchbook.com/blog/what-are-the-differences-between-sri-esg-and-impact-investing> [8. kolovoza 2020.]
61. PRI (2019) *What are the Principles for Responsible Investment?* [online]. Dostupno na: <https://www.unpri.org/> [30. srpanja 2020.]

62. Reboredo, J. C. (2018) Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects. *Energy Economics* [online], vol. 74 str. 38–50. Dostupno na: ScienceDirect [11. kolovoza 2020.]
63. Renneboog, L., Ter Horst, J. i Zhang, C. (2008) Socially responsible investments: institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance* [online], 32 (9), str. 1723–1742. Dostupno na: ResearchGate [26. srpnja 2020.]
64. Reynolds, P., Goldberg, D. E. i Hurley, S. (2004) Prevalence and patterns of environmental tobacco smoke exposures among California teachers. *American Journal of Health Promotion* [online], 18 (5), str. 358-365. Dostupno na: <https://escholarship.org/content/qt1df298bn/qt1df298bn.pdf?t=psqcg> [2. kolovoza 2020.]
65. Rojas, M. Et al. (2009) Bringing About Changes to Corporate Social Policy through Shareholder Activism: Filers, Issues, Targets, and Success. *Business and Society Review* [online], 114 (2), str. 217-252. Dostupno na: ResearchGate [2. kolovoza 2020.]
66. Saltuk, Y., Bouri, A. i Leung, G. (2011) *Insight into the Impact Investment Market: An in-depth analysis of investor perspectives and over 2,200 transactions* [online]. J. P. Morgan Social Finance, GIIN. Dostupno na: <https://thegiin.org/assets/documents/Insight%20into%20Impact%20Investment%20Market2.pdf> [3. kolovoza 2020.]
67. Sandberg, J. (2013) (Re-)Interpreting fiduciary duty to justify socially responsible investment for pension funds? *Corporate Governance: An International Review* [online], 21 (5), str. 436–446. Dostupno na: Wiley Online Library [28. srpanja 2020.]
68. Sandberg, J. et al. (2009) The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics* [online], 87 (4), str. 519–533 Dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10551-008-9956-0> [7. kolovoza 2020.]
69. Schueth, S. (2003) Socially responsible investing in the United States. *Journal of Business Ethics* [online], 43 (3), str. 189–194. Dostupno na: ResearchGate [26. srpnja 2020.]
70. Shishlov, I. i Morel, R. (2016) *Beyond Transparency: Unlocking the Full Potential of Green Bonds* [online]. Dostupno na:

- <https://www.cbd.int/financial/greenbonds/i4ce-greenbond2016.pdf> [11. kolovoza 2020.]
71. Sparkes, R. (2003) *Socially responsible investment: A global revolution*. Chichester, UK: John Wiley and Sons
72. Sparkes, R. i Cowton, C. J. (2004) The maturing of socially responsible investment: a review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* [online], 52 (1), str. 45–57. Dostupno na: <https://www.deepdyve.com/lp/springer-journals/the-maturing-of-socially-responsible-investment-a-review-of-the-Ujbd70c05s> [26. srpnja 2020.]
73. State Street Global Advisors (2017) *Performing for the future. ESG Institutional Investor Survey* [online], Dostupno na: <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/04/esg-institutional-investor-survey.pdf> [4. kolovoza 2020.]
74. Sustainable Accounting Standards Board. *Standard-Setting Archive* [online]. Dostupno na: <https://www.sasb.org/standard-setting-archive/> [30. srpanja 2020.]
75. Sustainable Stock Exchanges Initiative (2020) *Stock Exchange Database* [online]. Dostupno na: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> [11. kolovoza 2020.]
76. TEG (2019) *Report on EU GREEN BOND STANDARD* [online]. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf [11. kolovoza 2020.]
77. Tolliver, C., Keeley, R. A. i Mangi, S. (2020) Drivers of green bond market growth: The importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability. *Journal of Cleaner Production* [online], vol. 244. Dostupno na: ScienceDirect [11. kolovoza 2020.]
78. Townsend, B. (2017) FROM SRI TO ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing. *Bailard Thought Series, Bailard Inc.* [online]. Dostupno na: <https://www.bailard.com/wp-content/uploads/2017/06/Socially-Responsible-Investing-History-Bailard-White-Paper-FNL.pdf?pdf=SRI-Investing-History-White-Paper> [2. kolovoza 2020.]
79. Trelstad, B. (2016) *Impact Investing: A Brief History*. *Capitalism and Society* [online], Vol. 11: Iss. 2, (4) Dostupno na: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=408124104112066016092071091120>

- 0721071230170090860860281210120180640040980140661131110300531200271
1810901111707502308409112002112303803907606806611300009507212511801
4032071101016105072070114114005109089031066079100112109102068117075
125067077102001017&EXT=pdf [5. kolovoza 2020.]
80. Tripathy, A. (2017) Translating to risk: The legibility of climate change and nature in the green bond market. *Economic Anthropology* [online], 4 (2), str. 239–50. Dostupno na: ResearchGate [11. kolovoza 2020.]
81. Trompeter, L. (2017) Green Is Good: How Green Bonds Cultivated into Wall Street's Environmental Paradox. *Sustainable Development Law & Policy* [online], 17 (2), str. 3–11; 40–43. Dostupno na: <https://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1590&context=sdlp> [11. kolovoza 2020.]
82. UN Sustainable Development Goals, *About the Sustainable Development Goals* [online]. Dostupno na: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/> [28. srpanja 2020.]
83. UNEP Financial Initiative (2005) *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* [online]. Freshfields Bruckhaus Derringer. Dostupno na: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf [3. kolovoza 2020.]
84. USSIF (2014) *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014* [online]. Dostupno na: https://www.ussif.org/files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf [1. kolovoza 2020.]
85. Viviers S. i Eccles N. S. (2012) 35 years of socially responsible investing (SRI) research – General trends over time. *South African Journal of Business Management* [online], 43 (4), str. 5. Dostupno na: https://pdfs.semanticscholar.org/3b71/c1efed7b054d3bb1e4831d0114b4be097d2c.pdf?_ga=2.9751797.135654084.1597778388-808831606.1597778388 [1.kolovoza 2020.]
86. von Wallis, M. i Klein, C. (2015) Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research* [online], 8, str. 61-98 Dostupno na:

- <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/156272/1/861681010.pdf> [23. srpnja 2020.]
87. Wagemans, F. A. J., van Koppen, C. i Mol, A. P. J. (2013) The effectiveness of socially responsible investment: a review. *Journal of Integrative Environmental Sciences* [online], 10 (3-4), str. 235–252. Dostupno na: ResearchGate [30. srpanja 2020.]
88. Wendt, K. (2018) *Positive Impact Investing: A Sustainable Bridge Between Strategy, Innovation, Change and Learning*. Cham, Švicarska: Springer International Publishing AG
89. The Wall Street Journal (2018) *The Fuel Powering Corporate America: \$2.4 Trillion in Private Fundraising* [online]. Dostupno na: <https://www.wsj.com/articles/stock-and-bond-markets-dethroned-private-fundraising-is-now-dominant-1522683249> [30. srpanja 2020.]
90. Woods, C. i Urwin, R. (2010) Putting sustainable investing into practice: A governance framework for pension funds. *Journal of Business Ethics* [online], 92 (1), str. 1–19. Dostupno na: ResearchGate [28. srpanja 2020.]
91. World Economic Forum (2013) *From Ideas to Practice, Pilots to Strategy: Practical Solutions and Actionable Insights on How to Do Impact Investing* [online]. Dostupno na: http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_SolutionsInsights_ImpactInvesting_Report_2013.pdf [2. kolovoza 2020.]
92. Zerbib, O. D. (2018) Is There a Green Bond Premium? The Yield Differential between Green and Conventional Bonds. *CEP Working Paper* [online], Dostupno na: <https://www.cepweb.org/> [11. kolovoza 2020.]

Popis grafova

<i>Graf 1 Pojavnost i frekvencija korištenja pojmova koji se odnose na društveno odgovorno ulaganje u akademskim istraživačkim radovima (1975. – 2009.)</i>	4
<i>Graf 2 Pojavnost i frekvencija spominjanja različitih strategija društveno odgovorno ulaganje u akademskim istraživačkim radovima (1975. – 2009.)</i>	10
<i>Graf 3 Rast ulaganja s društvenim učinkom u Europi</i>	13
<i>Graf 4 Ulaganje s društvenim učinkom po zemljama</i>	14
<i>Graf 5 Istraživanje Larcker i Watts</i>	32
<i>Graf 6 Ocjena javnih objava poduzeća u odnosu na ESG kriterije u 2019. godini</i>	40
<i>Graf 7 Raspodjela imovine kojom se upravlja primjenom ESG kriterija ulaganja prema tržištima</i>	41
<i>Graf 8 Alokacija imovine na koju se primjenjuju ESG kriteriji</i>	42
<i>Graf 9 Nova izdanja zelenih obveznica po regijama, zaključno s 20. siječnjom 2020.</i> ..	42
<i>Graf 10 Broj pokrenutih novih fondova u SAD-u koji primjenjuju ESG kriterije ulaganja</i>	44
<i>Graf 11 Pasivni fondovi koji primjenjuju ESG kriterije ulaganja u SAD-u (31.12.2019.)</i>	44
<i>Graf 12 Geografska izloženost iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a</i>	46
<i>Graf 13 Udio prema sektorskoj izloženosti iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a</i>	48
<i>Graf 14 Geografska izloženost iShares ESG MSCI USA ETF-a</i>	51
<i>Graf 15 Udio prema sektorskoj izloženosti iShares ESG MSCI USA ETF-a</i>	52
<i>Graf 16 Geografska izloženost iShares MSCI USA UCITS ETF-a</i>	55
<i>Graf 17 Udio prema sektorskoj izloženosti iShares MSCI USA UCITS ETF</i>	56

Popis slika

<i>Slika 1 Četiri generacije osnovnih strategija</i>	<i>9</i>
<i>Slika 2 Prikaz Načela odgovornog ulaganja</i>	<i>18</i>
<i>Slika 3 Tri sastavnice održivog razvoja</i>	<i>20</i>
<i>Slika 4 Prikaz 17 ciljeva održivog razvoja</i>	<i>21</i>
<i>Slika 5 Izazovi i prilike.....</i>	<i>25</i>
<i>Slika 6 Izdvojene prednosti i izazovi.....</i>	<i>33</i>
<i>Slika 7 Integriranje društvenih vrijednosti u ulaganja</i>	<i>36</i>
<i>Slika 8 Usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF s indeksom MSCI USA SRI kojeg replicira</i>	<i>49</i>
<i>Slika 9 Usporedba prinosa iShares ESG MSCI USA ETF-a s indeksom kojeg replicira</i>	<i>53</i>
<i>Slika 10 Usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares MSCI USA UCITS ETF-a.....</i>	<i>56</i>
<i>Slika 11 Usporedba prinosa iShares ESG MSCI USA ETF -a i iShares MSCI USA UCITS ETF-a.....</i>	<i>57</i>
<i>Slika 12 Usporedba prinosa iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a i iShares ESG MSCI USA ETF-a</i>	<i>58</i>

Popis tablica

<i>Tablica 1 Glavna ESG područja</i>	16
<i>Tablica 2 Vrste zelenih obveznica</i>	29
<i>Tablica 3 Neke od razlika između SRI-a i ESG-a</i>	37
<i>Tablica 4 Udio imovine pod upravljanjem s primjenom ESG kriterija ulaganja u ukupnoj imovini pod upravljanjem</i>	41
<i>Tablica 5 Glavne karakteristike iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a</i>	45
<i>Tablica 6 Alokacije imovine iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a</i>	46
<i>Tablica 7 Top 10 poduzeća prema udjelu u iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-u</i>	47
<i>Tablica 8 Glavne karakteristike iShares ESG MSCI USA ETF-a</i>	50
<i>Tablica 9 Alokacije imovine iShares ESG MSCI USA ETF-a</i>	50
<i>Tablica 10 Top 10 poduzeća prema udjelu u iShares ESG MSCI USA ETF-a</i>	51
<i>Tablica 11 Glave karakteristike iShares MSCI USA UCITS ETF-a</i>	54
<i>Tablica 12 Top 10 poduzeća prema udjelu u iShares MSCI USA UCITS ETF-u</i>	55

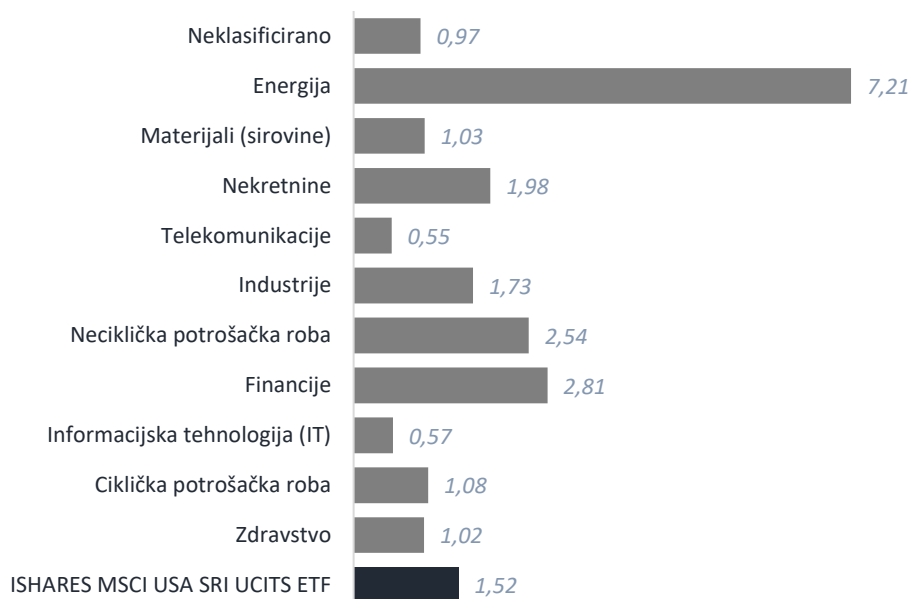
Životopis studenta

Tihana Nađ rođena je 5. veljače 1996. godine. Ekonomski fakultet u Zargebu upisala je 2014. godine nakon završene opće I. gimnazije. Tijekom studiranja aktivno je bila uključena u izvannastavne aktivnosti kroz studensku udruhu Financijski Klub. Kao član predsjedništva i vođa tima uspješno je surađivala u provedbi različitih projekata, organizirajući brojne konferencije te moderirajući panele u području poslovne ekonomije i financijske analize. Pored toga, svoje teorijsko znanje upotrijebila je u pisanju niza članaka koji pokrivaju različita područja ekonomije. U 2017. godini dobitnica je Rektorove nagrade za projekt „European Money Week“. Student je smjera Analiza i poslovno planiranje, sa stručnim interesima iz predmetnog područja.

Prilozi

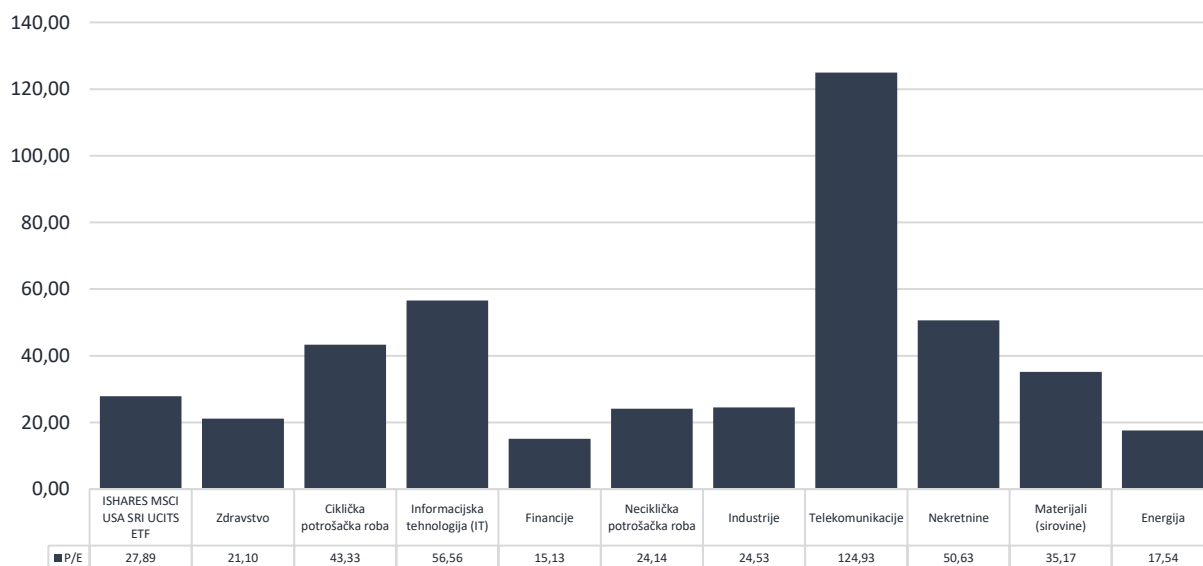
Prilog 1 – iShares MSCI USA SRI UCITS ETF

1.1. Dividendni prinos iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a prema sektorima



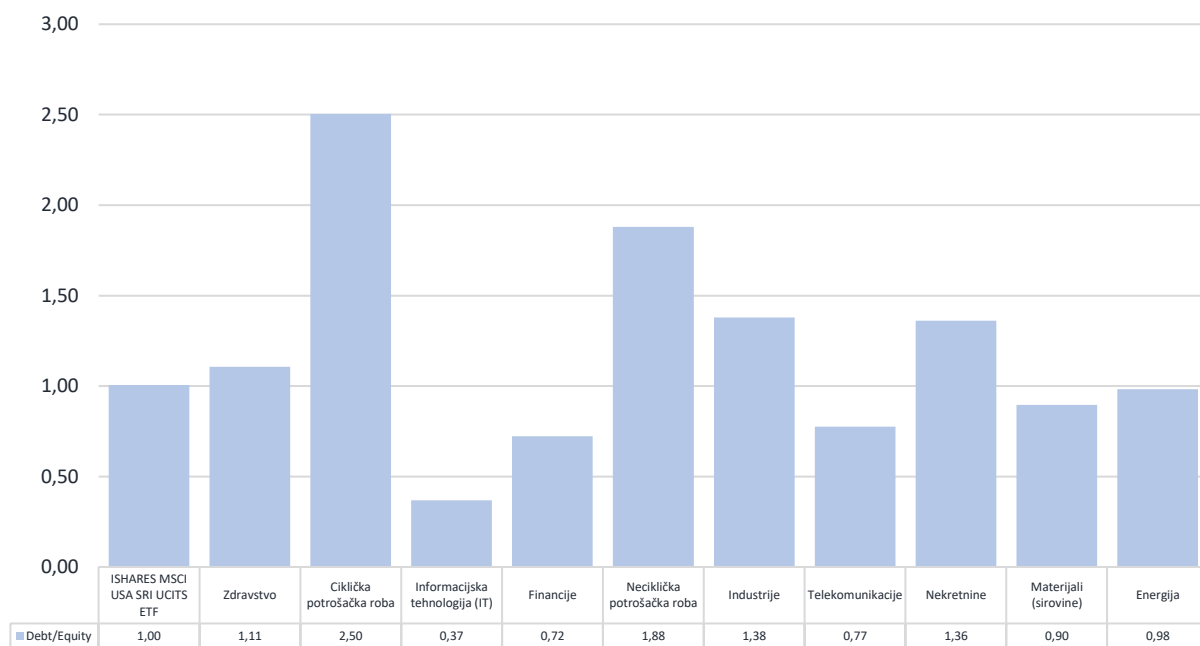
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

1.2. P/E omjer iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a prema sektorima



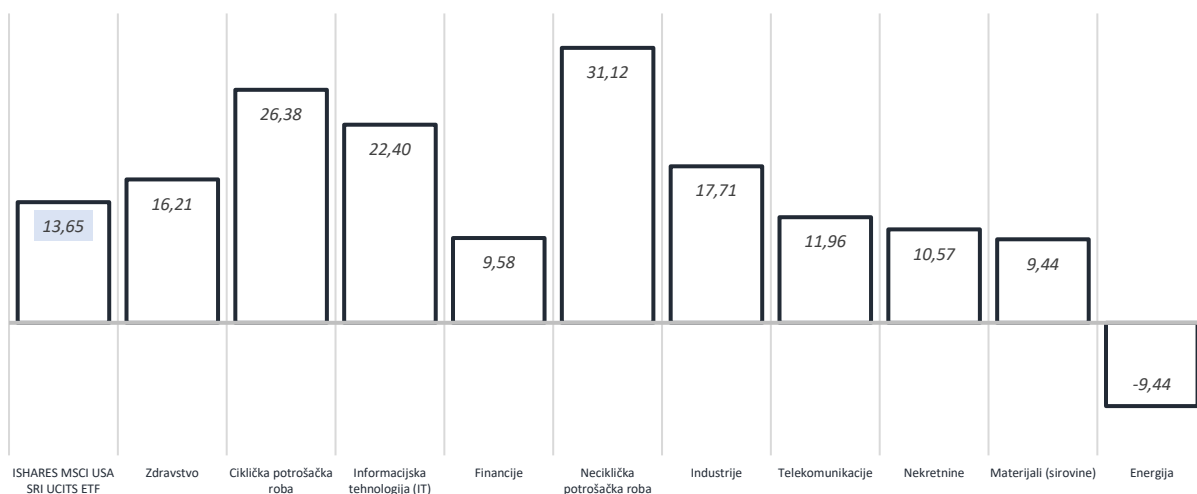
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

1.3. D/E omjer iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a prema sektorima



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

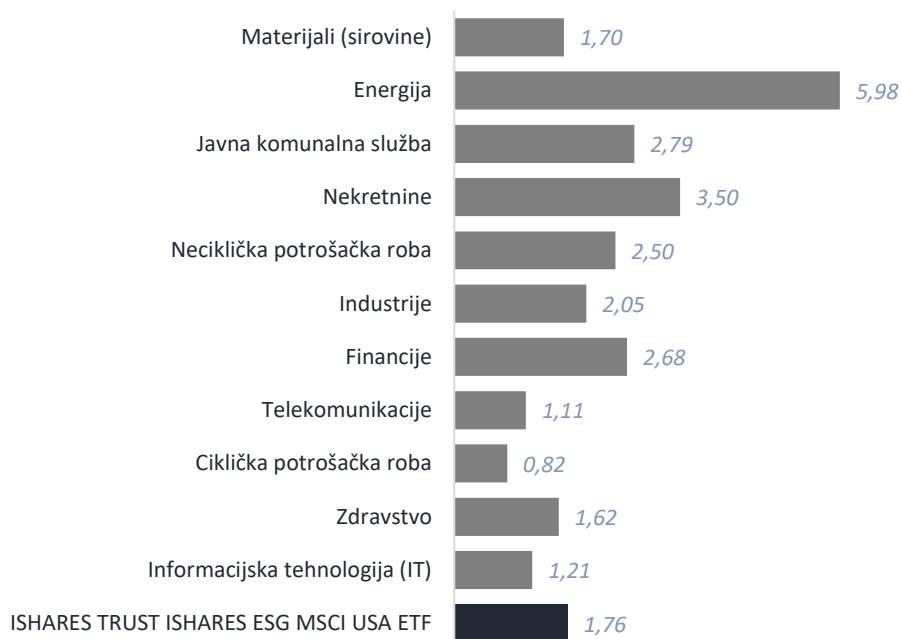
1.4. ROE pokazatelj iShares MSCI USA SRI UCITS ETF-a prema sektorima



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

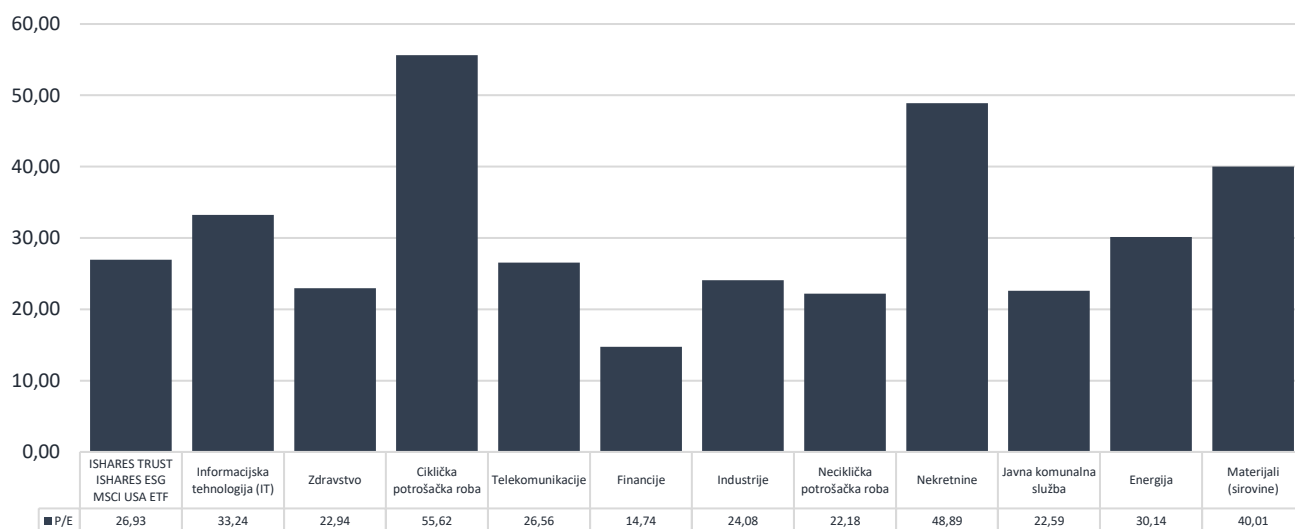
Prilog 2 – iShares ESG MSCI USA ETF

2.1. Dividendni prinos iShares ESG MSCI USA ETF-a prema sektorima



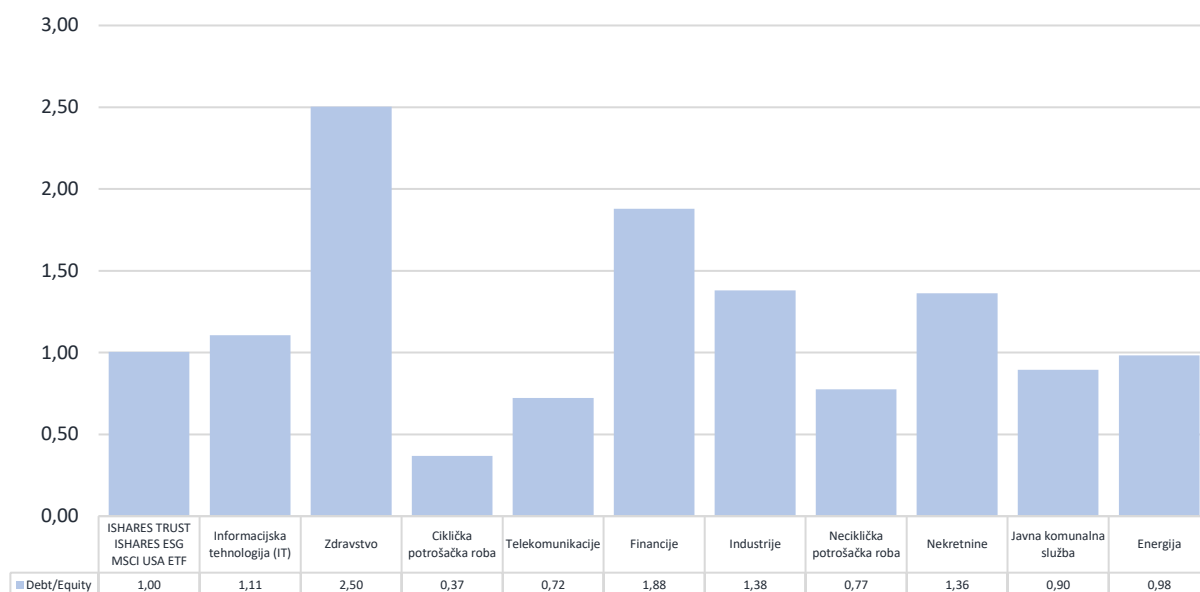
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

2.2. P/E omjer iShares ESG MSCI USA ETF-a prema sektorima



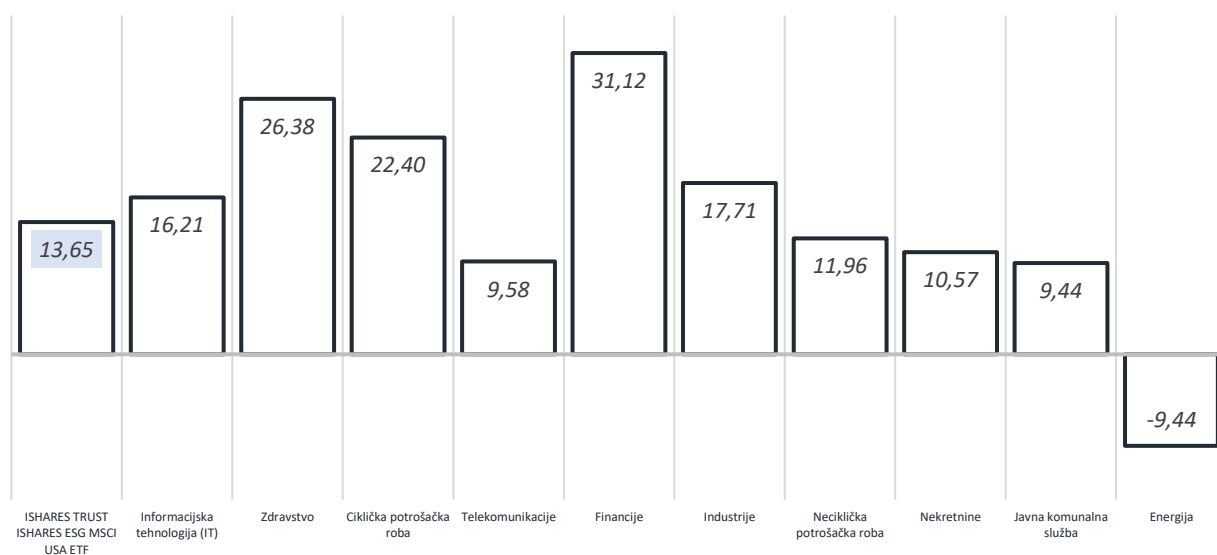
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

2.3. D/E omjer iShares ESG MSCI USA ETF-a prema sektorima



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

2.4. ROE pokazatelj iShares ESG MSCI USA ETF-a prema sektorima



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

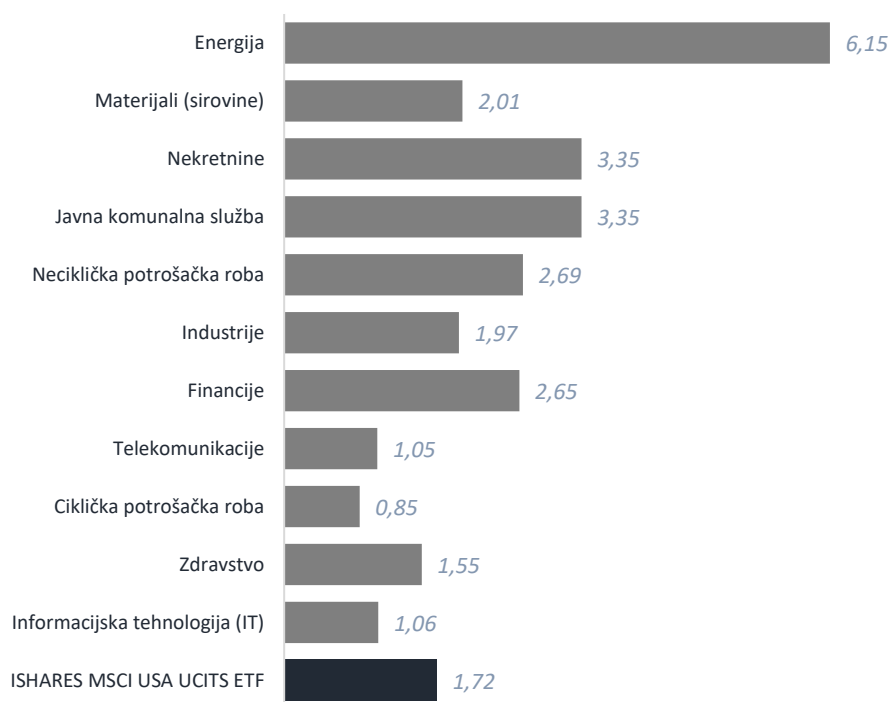
Prilog 3 – iShares MSCI USA UCITS ETF

3.1. Alokacija imovine iShares MSCI USA UCITS ETF-a

Dionice	99,69%
Novac i novčani ekvivalenti	0,31%

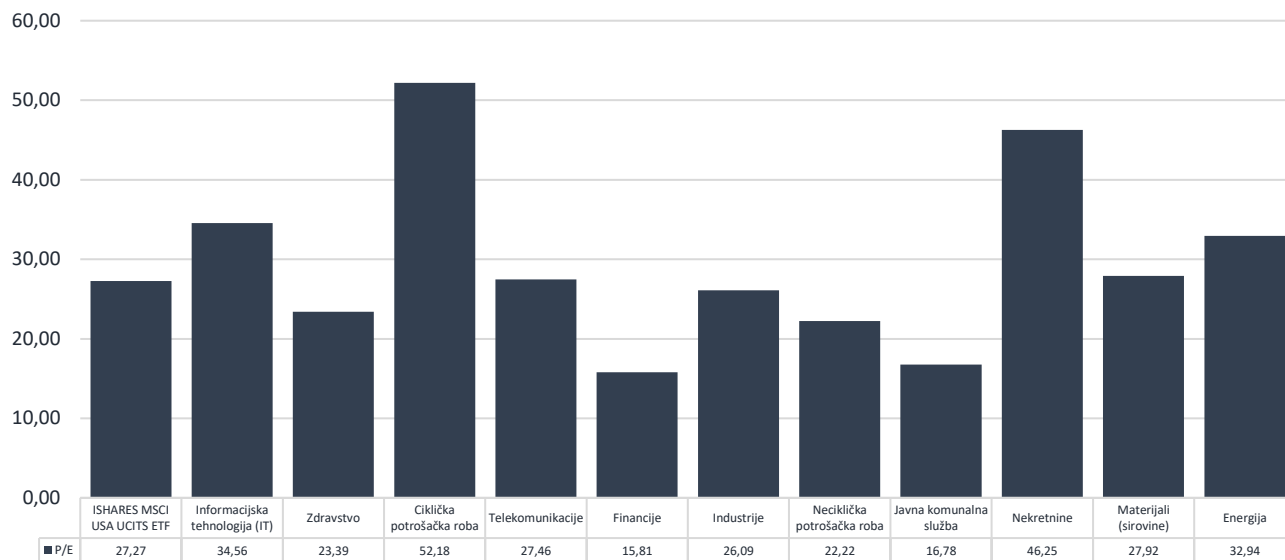
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

3.2. Dividendni prinos iShares MSCI USA UCITS ETF-a prema sektorima



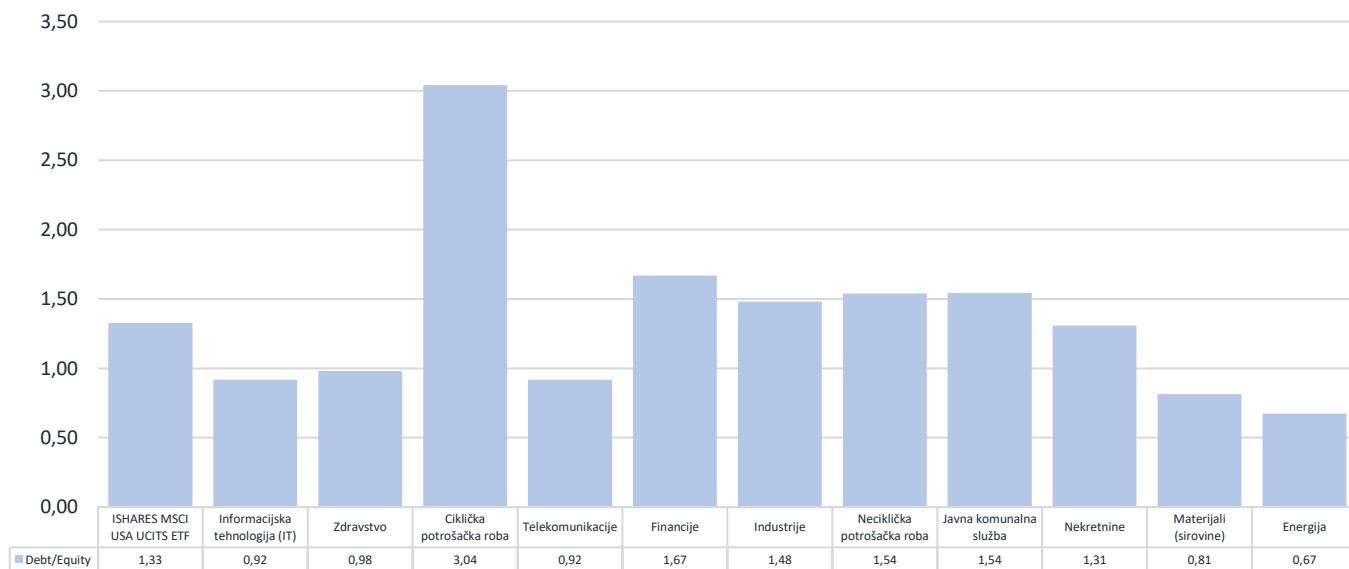
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

3.3. P/E omjer iShares MSCI USA UCITS ETF-a prema sektorima



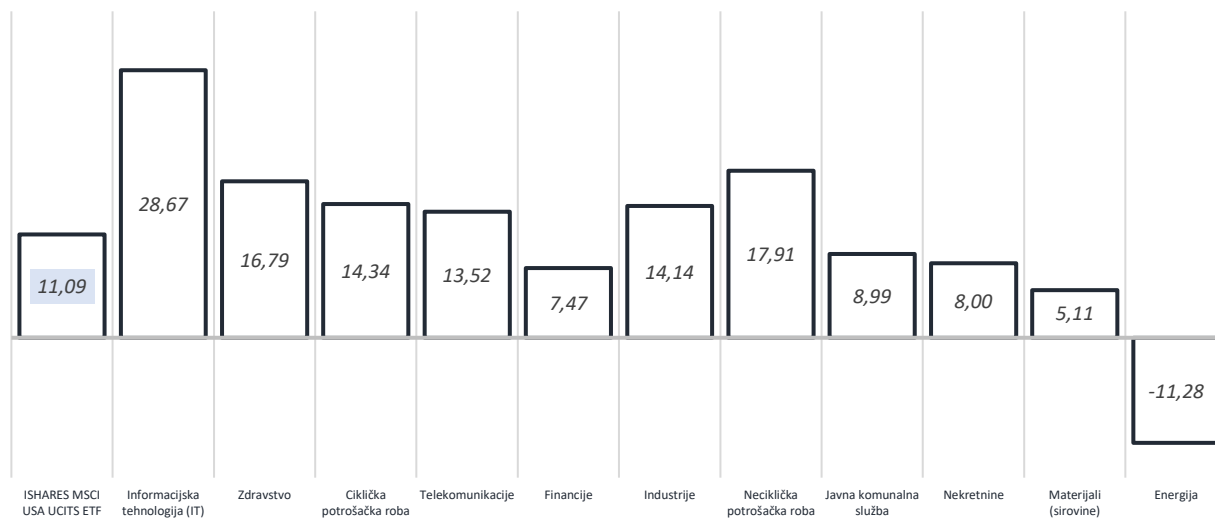
Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

3.4. D/E omjer iShares MSCI USA UCITS ETF-a prema sektorima



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)

3.5. ROE pokazatelj iShares MSCI USA UCITS ETF-aprema sektorima



Izvor: Bloomberg Terminal (pristupljeno 14.8.2020.)