

# Održive vrijednosnice

---

**Draganić, Luka**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2023**

*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:148:065425>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-20**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije**

# **ODRŽIVE VRIJEDNOSNICE**

**Diplomski rad**

**Luka Draganić**

**Zagreb, rujan, 2023.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij poslovne ekonomije**

**ODRŽIVE VRIJEDNOSNICE  
SUSTAINABLE SECURITIES**

**Diplomski rad**

**Luka Draganić, 0067566619**

**Mentor: Izv. prof. dr. sc., Jakša Krišto**

**Zagreb, rujan, 2023.**

## **IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI**

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad / seminarski rad / prijava teme diplomskog rada 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 / prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada / prijave teme ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada / prijave teme nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

17. rujan 2023.

## **STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY**

I hereby declare and confirm by my signature that the final thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography. I declare that no part of the thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights. I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

17th September 2023

## Sažetak i ključne riječi

Ovaj diplomski rad temelji se na dubinskoj analizi financijskih instrumenata povezanih s okolišnim, društvenim i upravljačkim (ESG) ciljevima. Poseban fokus je na zelenim, društvenim, održivim i s održivosti povezanim obveznicama. Ovo istraživanje je posebno relevantno u kontekstu novih regulacija i pojave ovih instrumenata u Hrvatskoj. Definira se karakteristike i ciljeve svake vrste obveznica, prateći načela Međunarodnog udruženja tržišta kapitala. Uključen je i pregled korištenja održivih vrijednosnica u svijetu te studija slučaja o obveznicama vezanim uz održivost, izdanim od strane Meritus Grupe, kako bi se pružio konkretan primjer u Hrvatskoj. Cilj je rada naglasiti važnost razumijevanja različitih karakteristika i ciljeva svake vrste ESG obveznica kako bi se podržalo održivo financiranje i prijelaz prema nisko ugljičnom gospodarstvu. Najčešće korištena metoda prilikom pisanja je metoda kompilacije. Uz nju su također korištene metode klasifikacije, deskripcije, komparacije i analize.

**Ključne riječi:** održive vrijednosnice; zelene obveznice; društvene obveznice; obveznice povezane s održivošću; održive financije

## Summary and key words

This final thesis is based on an in-depth analysis of financial instruments related to environmental, social and governance (ESG) objectives. There is a special focus on green, social, sustainable and sustainability-related bonds. This research is particularly relevant in the context of new regulations and the appearance of these instruments in Croatia. The characteristics and objectives of each type of bond are defined, following the principles of the International Capital Market Association. Included is an overview of the use of sustainable securities in the world and a case study on bonds related to sustainability, issued by the Meritus Group to provide a concrete example in Croatia. The aim of the paper is to emphasize the importance of understanding the distinct characteristics and objectives of each type of ESG bond to support sustainable financing and the transition to a low-carbon economy. The most used method when writing is the compilation method. Along with it, the methods of classification, description, comparison and analysis were also used.

**Key words:** sustainable securities; green bonds; social bonds; sustainability-related bonds; sustainable finance

# Sadržaj

1.	Uvod.....	6
2.	Održive financije.....	7
2.1.	Pojmovno određenje održivih financija.....	8
2.2.	Razvoj održivih financija.....	9
2.3.	Pojmovno određenje održivih vrijednosnica.....	12
2.4.	Vrste i karakteristike održivih vrijednosnica.....	13
2.4.1.	Zelene obveznice.....	13
2.4.2.	Društvene obveznice.....	16
2.4.3.	Održive obveznice.....	18
2.4.4.	Obveznice povezane s održivošću.....	18
3.	Regulatorni okvir održivih financija u Europskoj Uniji.....	23
3.1.	Strategija za financiranje tranzicije prema održivom gospodarstvu.....	23
3.2.	Prijedlog Uredbe o europskim zelenim obveznicama.....	24
4.	Uporaba održivih vrijednosnica u praksi.....	27
4.1.	Razvoj tržišta održivim vrijednosnicama.....	27
4.1.1.	Statistički pokazatelji tržišta zelenih obveznica.....	27
4.1.2.	Statistički pokazatelji tržišta društvenih obveznica.....	32
4.1.3.	Statistički pokazatelji tržišta održivih obveznica.....	35
4.1.4.	Statistički pokazatelji tržišta obveznica povezanih s održivošću.....	37
4.2.	Usporedba financijskih pokazatelja održivih vrijednosnica u odnosu na klasične vrijednosnice.....	40
4.2.1.	Financijske karakteristike održivih vrijednosnica na tržištu.....	40
4.2.2.	Premija održivosti.....	42
4.3.	Prednosti i rizici korištenja održivih vrijednosnica na temelju empirijskih podataka.....	43

5. Studija slučaja obveznice povezane s održivošću na primjeru iz Republike Hrvatske .....	46
5.1. Proces izdavanja obveznice .....	46
5.2. Karakteristike obveznice .....	47
5.3. Analiza trgovinskih podataka .....	48
6. Zaključak .....	49
Literatura.....	50
Popis slika.....	54
Popis tablica.....	55
Životopis .....	56

# 1. UVOD

## 1.1. Predmet i cilj rada

Ovim se diplomskim radom vrši dubinsko ispitivanje financijskih instrumenata povezanih s okolišnim, društvenim i ciljevima održivog upravljanja (eng. environmental, social and governance; ESG) na tržištu obveznica, točnije zelenih obveznica, društvenih obveznica, održivih obveznica i obveznica povezanih s održivošću. Tema je izrazito aktualna s obzirom na činjenicu da se radi o financijskim proizvodima koji su još u procesu jasnog definiranja od strane regulative, a istovremeno se već neki od njih pojavljuju u Republici Hrvatskoj. Imajući na umu ciljeve dogovorene kroz Pariški sporazum, te kasnije dodatno pojačane Europskim zelenim dogovorom (eng. European green deal), Europska je Unija prepoznala potrebu za pravnim uređenjem održivih financija i pratećih instrumenata kako bi osigurala potrebnu tranziciju prema ekološki održivom gospodarstvu. Sama Uredba o europskim zelenim obveznicama još je uvijek u obliku prijedloga, no zbog aktualnosti teme već postoje određeni međunarodni standardi koji određuju održive vrijednosnice. Rad se usredotočuje na definiranje karakteristika i ciljeva svake vrste obveznica po uzoru na ICMA-ina (eng. International Capital Market Association) načela i regulatorne okvire. Nadalje želi se dati uvid u korisnost njihove uporabe za potrebe financiranja poduzeća i održive tranzicije prema održivom poslovanju koristeći se pritom mjerodavnim istraživanjima struke. Studija slučaja obveznice izdane od strane Meritus Grupe povezane s održivošću uključena je kako bi se pružio praktičan primjer ovih instrumenata na dijelu u Republici Hrvatskoj. Cilj rada je naglasiti važnosti razumijevanja različitih karakteristika i ciljeva svake vrste ESG obveznica u korist promicanja održivog financiranja i podržavanja prijelaza na gospodarstvo s niskim udjelom ugljika.

## 1.2. Metode istraživanja i izvori podataka

Prilikom pisanja rada koriste se sekundarni izvori podataka. Izvori podataka obuhvaćaju stručne radove, različita mišljenja struke, tekstove regulativa i njihovih prijedloga, ICMA-ine okvire za različite vrste obveznica te podatke vezane uz obveznicu M+ grupe objavljenje na web stanici Zagrebačke burze. Najčešće korištena metoda prilikom pisanja je metoda kompilacije. Uz nju su također korištene metode klasifikacije, deskripcije, komparacije i analize.



### **1.3. Sadržaj i struktura**

Rad je podijeljen u šest poglavlja, unutar svakog poglavlja određena su pod poglavlja u kojima se tumače posebni pojmovi važni za shvaćanje općeg pojma. Prvo od tih poglavlja je uvod u kojem se obrazlažu predmet i cilj diplomskog rada, pojašnjavaju metode istraživanja te struktura rada. U drugom poglavlju definira se pojam održivih financija i njihov razvoj, pojam održivih vrijednosnica te vrste i karakteristike održivih vrijednosnica. Treće poglavlje približava trenutno važeće regulative i smjernice unutar Europske Unije. Četvrto poglavlje analizira održive vrijednosnice u praksi, uspoređuje financijske pokazatelje ESG obveznica s klasičnima te na temelju empirijskih podataka ukazuje na prednosti i rizike korištenja ESG vrijednosnica. U petom poglavlju temeljem podataka sa Zagrebačke burze i prospekta obveznice analizira se proces izdavanja, karakteristike i trgovinski podaci obveznice povezane s održivošću koju je izdalo hrvatsko poduzeće Meritus Grupa. Naposljetku, šesto poglavlje pruža zaključak.

## 2. ODRŽIVE FINANCIJE

Kako bi se pružila šira slika te njome steklo razumijevanje materije potrebno je na početku pojmovno odrediti i pojasniti održive financije i vrijednosnice.

### 2.1. Pojmovno određenje održivih financija

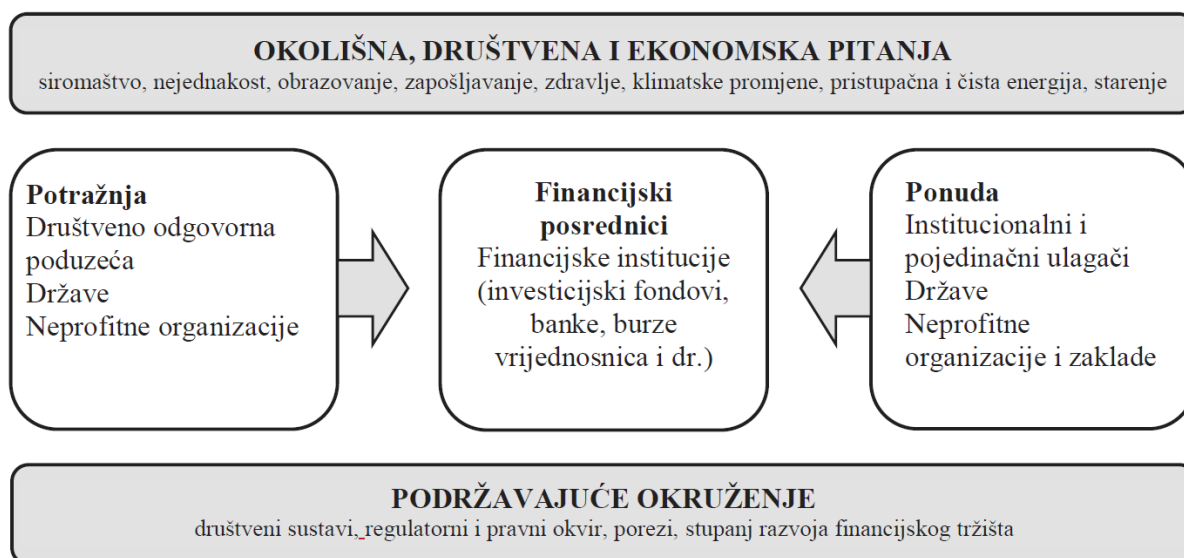
Unutar akademske zajednice ne postoji jednoznačno određenje pojma održivih financija. Čini se kako takva neodređenost proizlazi iz velikog broja pojmova koji se svrstaju i povezuju sa pojmom održivih financija. Dvije definicije koje, za potrebe ovog rada, najbolje obuhvaćaju bitne sastavnice održivih financija glase: „održive financije predstavljaju upravljanje financijskim resursima i ulaganjima s ciljem promocije dugoročnih, pozitivnih i mjerljivih društvenih i okolišnih utjecaja“ (Cunha, Meira, i Orsato, 2021.), te: „održive financije obuhvaćaju sve aktivnosti i čimbenike koji čine financije održivim te doprinose održivosti“ (Kumar, Sharma, Rao, et al. 2022.). Ono što je daleko najvažnije napomenuti u kontekstu ovih definicija je upravo utjecaj na društvo i okoliš zbog kojeg se i održive financije razlikuju od uobičajenog poimanja financija. Naime održive financije uz uobičajenu svrhu generiranja dobiti na razmatranje stavljaju i utjecaj koji će financiranje projekta ili neke druge aktivnosti imati. U skladu su s navedenim i rezultati istraživanja provedenog na člancima i akademskim objavama vezanim uz održive financije tokom godina. Od tri najviše citirana rada iz područja, dva su usko vezana uz ulaganja s učinkom (eng. impact investments) (Kumar, et al. 2022., Correction).

Struka se slaže u određenju tri ključna čimbenika održivih financija u odnosu na klasične. Prvi čimbenik su već spomenuti društvo i okoliš koji moraju biti jezgrene sastavnice financijskih i investicijskih odluka. Drugi čimbenik je pogled u dugi rok, održive financije moraju se suočavati s globalnim izazovima održivosti. Posljedice i utjecaji takvih izazova ostvaruju se u dugom roku. Upravo zbog navedenih čimbenika održiva ulaganja postaju važna pitanja institucionalne, nacionalne i nadnacionalne razine (Basić i Hernaus, 2019.). Naposljetku, treći je čimbenik mogućnost mjerljivosti i kvantifikacije. Metodologija i ishodi održivih financija moraju biti mjerljivi i međusobno usporedivi kako bi se osigurala transparentnost i pouzdanost tog tipa financija (Cunha, Meira, i Orsato, 2021.). Takva ulaganja ključna su za provođenje strateških planova održivosti jer ulagači svoja sredstva usmjeravaju prema poduzećima koja se ističu dobrom praksom društveno odgovornog poslovanja čime se tržišne dionike usmjerava prema daljnjem razvoju održivog gospodarstva.

Pritom vrlo značajno, financijski sektor omogućava korištenje već postojeće infrastrukture za ostvarenje takvih ulaganja (Basić i Hernaus, 2019.).

Cunha et. al. navode četiri identificirana tipa sudionika tržišta održivih financija: pružatelji, primatelji, potporni sudionici te korisnici. Basić i Hernaus ističu tri ključna sudionika, odnosno interesne skupine izostavljanjem zasebne skupine koju Cunha et. al. nazivaju korisnicima (Basić i Hernaus, 2019.). Pružatelji predstavljaju ponudu tržišta održivih financija (Cunha, Meira, i Orsato, 2021.), a to su ulagači koji imaju potrebu za diverzifikacijom portfelja ulaganja i/ili ostvarenjem svojih nefinancijskih ciljeva i potreba uz uobičajene financijske ciljeve (Basić i Hernaus, 2019.). Oni pružaju financijska sredstva primateljima koji predstavljaju potražnju (Cunha, Meira, i Orsato, 2021.). Pritom se radi o društveno odgovornim poduzećima (Basić i Hernaus, 2019.) ali i različitim razinama vlasti. Potporni sudionici su institucije koje osiguravaju da je tržište temeljeno na pravilima i zakonima te također obuhvaća institucije koje posreduju između pružatelja i primatelja poput burzi vrijednosnica i financijskih institucija (Cunha, Meira, i Orsato, 2021.). Basić i Hernaus njih nazivaju financijskim posrednicima (Basić i Hernaus, 2019.). Konačno, korisnici su društvo i njegovi članovi te okoliš. Korisnici u ovom smislu imaju neizravnu i nefinancijsku korist od prijenosa financijskih sredstva od pružatelja primateljima koja se manifestira kao na primjer viša razina čistoće zraka uzrokovana ulaganjem u čišće načine proizvodnje (Cunha, Meira, i Orsato, 2021.).

*Slika 1 Teorijski okvir održivog i odgovornog investicijskog tržišta*



Izvor: Basić i Hernaus, 2019.

Slika 1 prikazuje sveobuhvatni okvir tržišta financijskih ulaganja s utjecajem. Podržavajuće okruženje nužna je komponenta tržišta kako bi se ono moglo sagledati u cijelosti. Radi se o regulatornom okviru, poreznim sustavima, razini razvoja financijskog tržišta i tako dalje. Oni omogućavaju efikasno i pravedno funkcioniranje sustava (Basić i Hernaus, 2019.).

## **2.2. Razvoj održivih financija**

Razvoj održivih financija može se podijeliti u četiri razdoblja (Kumar, et al. 2022.). Prvo je razdoblje od 1986. do 1995. u kojem se po prvi put u obzir uzimaju ključni čimbenici uspjeha društveno odgovornog ulaganja, a ono je započelo Ferrisom i Rykaczewskijem koji su prvi predstavili mane i koristi društveno odgovornog ulaganja u upravljanju portfeljem. U drugom razdoblju koje traje od 1996. do 2005. produbljuje se shvaćanje društveno odgovornog ulaganja kroz usporedbu s uobičajenim načinom ulaganja te kroz potrebu da se obujam koji pojam obuhvaća proširi uvođenjem pitanja etičnosti i utjecaja na okoliš (Kumar, et al. 2022.).

Iduće razdoblje karakterizira eksplozija pojmova poput ugljične financije (eng. carbon finance; općeniti pojam u zemljama Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj koji se primjenjuje na financiranje kupnje kompenzacije emisija stakleničkih plinova s ciljem smanjenja istih (Kossoy, 2005.)), klimatske financije (eng. climate finance; lokalno, nacionalno i međunarodno financiranje iz javnih, privatnih i alternativnih izvora koje kao cilj ima podržati aktivnosti ublažavanja i prilagodbe koje se bave klimatskim promjenama (United Nations Climate Change b.d.)), okolišni, društveni i upravljački čimbenici (eng. environmental, social, governance factors; u nastavku: ESG), društveno odgovorno poslovanje (eng. corporate social responsibility; u nastavku: CSR) te mnogi drugi. To se razdoblje svrstava između 2006. i 2015. godine (Kumar, et al. 2022.). Značajan pomak postignut je u ovom razdoblju 2009. godine Kopenhaškim sporazumom na kojem su se države potpisnice složile kako je najbolje postići održivost i okolišnu osviještenost razvojem financijskog instrumenta koji uz financijske interese uzima u obzir i nefinancijske ciljeve. Za primarne vodiče tog razvoja i ulaganja određena su financijska tržišta, te je razvijena prva iteracija zelenih obveznica (Bachelet, Becchetti i Manfredonia, 2019.). U 2014. pojavljuju se po prvi put Principi zelenih obveznica koje je izdalo Međunarodno udruženje tržišta kapitala (eng. The International Capital Market Association; u nastavku: ICMA) (ICMA, 2020., Climate Transition Finance Handbook).

Naposlijetku, razdoblje razvoja održivih financija koje traje i danas a čine ga istraživanja koja odgovaraju na Pariški sporazum i uspostavu ciljeva održivog razvoja (eng. Sustainable development goals; u nastavku: SDG). Značajan rast broja publikacija koje se bave pitanjem ulaganja s učinkom te ESG investicija i poslovnih rezultata (Kumar, et al. 2022.). Principi zelenih obveznica pridonijeli su značajnom rastu izdavanja u 2015. godini zato što su omogućili smanjenje reputacijskog rizika i povisili nivo sigurnosti financijskih prinosa i adekvatnog nefinancijskog utjecaja (Bachelet, Becchetti i Manfredonia, 2019.). Konačno, u ovom razdoblju pojavljuju se i drugi inovativni financijski instrumenti poput održivih obveznica, društvenih obveznica i obveznica povezanih s likvidnošću. Tako se po prvi put na tržištu pojavljuju vrijednosnice koje su intrinzično vezane uz održivost, društvenu odgovornost i utjecaj na okoliš. Do tada su se održive financije svodile na „dobru volju“ ulagača da razmotri učinke svojih aktivnosti na okoliš ili društvo (Kumar, et al. 2022.). Rast popularnosti i zanimanja za održivim vrijednosnicama najznačajnije utječe na poduzeća zato što ih prisiljava da promijene dosadašnje načine poslovanja i usmjere svoje strategije prema ESG pitanjima. Dodatno, ovaj tip obveznica omogućava poduzećima lakše prikupljanje financijskih sredstva (Tuškan Sjauš i Mihelja Žaja, 2020.). U posljednjih nekoliko godina tržište održivih vrijednosnica značajno raste, a kako bi se omogućila transparentnost i sigurnost, razvija se nekoliko standarda. Europska Komisija radi na Europskoj zelenoj obveznici o čemu će više biti rečeno u narednom poglavlju. Simultano Kina je objavila vlastiti standard zelenih obveznica i prateći dokument koji uspoređuje standarde kineskih i europskih zelenih obveznica kako bi se u budućnosti povećala kohezija i standardizacija (Bachelet, Becchetti i Manfredonia, 2019.). Snažni financijski centri zemalja pripadnica G7 među kojima su New York, Tokio, Šangaj, Hong Kong, Pariz i London, također doprinose rastu i razvoju tržišta održivih vrijednosnica predvođeni UN-om kroz Inicijativu održivih tržišta vrijednosnicama (Basić i Hernaus, 2019.). Tuškan Sjauš i Mihelja Žaja naglašavaju kako je potrebno i da razvojne banke različitih razina pristupe razvoju tržišta održivih obveznica, naročito u tržištima u nastanku i zemljama u razvoju. Također kako je rast održivih vrijednosnica kako na razvijenim tako i nerazvijenim tržištima značajan potrebno je daljnje uključivanje različitih razina vlasti kako bi se postigla zadovoljavajuća razina standardizacije i usmjerenog razvoja (Tuškan Sjauš i Mihelja Žaja, 2020.).

## 2.3. Pojmovno određenje održivih vrijednosnica

Za potrebe ovog rada pri definiraju održivih vrijednosnica koriste se smjernice i principi ICMA-e (ICMA, 2020., Climate Transition Finance Handbook). Uzevši to u obzir održive vrijednosnice su bilo koja vrsta obvezničkog instrumenta čiji se prinosi ili jednaki iznos koristi za:

1. isključivo zelene projekte, isključivo projekte društvene odgovornosti te isključivo kombinaciju navedenih projekata ili
2. za općenite svrhe poslovanja a da je pritom instrument intrinzično vezan uz održivost poslovanja.

U skladu s ICMA-inom metodologijom i prethodnim određenjem održivih vrijednosnica, postoje četiri vrste održivih vrijednosnica koje su podijeljene u dvije skupine ovisno o namjeni prinosa:

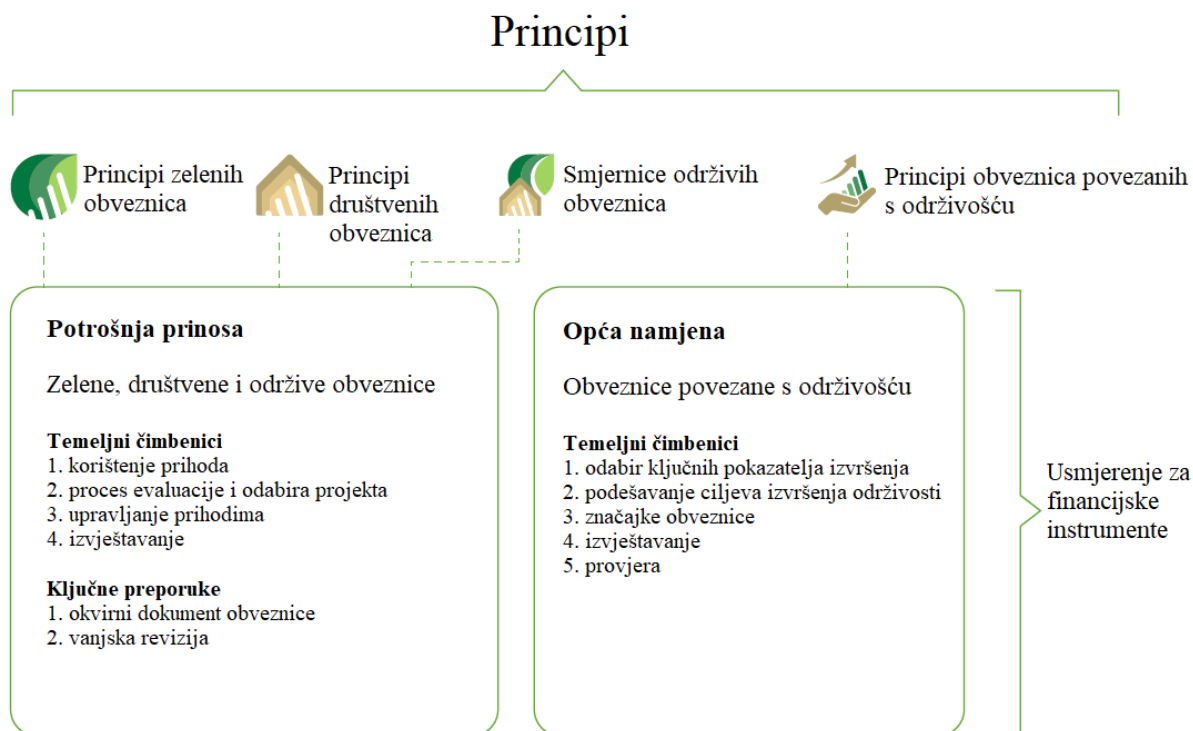
1. održive vrijednosnice s ciljanom potrošnjom;
  1. zelene obveznice (eng. green bonds),
  2. društvene obveznice (eng. social bonds),
  3. održive obveznice (eng. sustainability bonds) i
2. održive vrijednosnice s općom namjenom;
  4. obveznice povezane s održivošću (eng. sustainability-linked bonds).

Obveznice s ciljanom potrošnjom prinosa su one čiji se neto prihod od prodaje koristi za financiranje unaprijed odabranih projekata, dok se neto prihod od prodaje obveznice opće namjene koristi za financiranje potreba izdavatelja koji se obvezuje na izvršenje određenih ciljeva vezanih uz održivost (ICMA, 2021., Green Bond Principles).

Obveznice povezane s održivošću, koje su trenutno jedina vrsta vrijednosnica s općom namjenom, su zapravo dužnički instrumenti koji omogućuju izdavateljima niži trošak cijene kapitala pod uvjetom da ispune obveznicom unaprijed određene ciljeve. Kao što je već rečeno prinosi ove vrste obveznica mogu biti korišteni za projekte ili aktivnosti koje nisu inače klasificirani kao zeleni ili održivi ali uz općeniti uvjet da takve investicije konačno doprinose općenitoj održivosti izdavatelja (Vulturius, Maltais, i Forsbacka, 2022.).

## 2.4. Vrste i karakteristike održivih vrijednosnica

Slika 2. Principi održivih vrijednosnica



Izvor: ICMA (2021.), Green Bond Principles

Kao što je vidljivo na slici 2 postoje različiti principi ovisno o namjeni obveznice koji su predstavljeni od strane ICMA-e u njenim publikacijama. Principi će biti detaljno pojašnjeni u narednim poglavljima.

Kako bi olakšala i standardizirala novčani tok sredstva u korist klimatske tranzicije i društveno odgovornog ulaganja, ICMA je sastavila principe koje bi svaka vrsta održive vrijednosnice trebala zadovoljavati, a koji se temelje na najboljim praksama i očekivanjima tržišta kapitala (ICMA, 2020., Climate Transition Finance Handbook).

### 2.4.1. Zelene obveznice

Zelene obveznice su bilo koja vrsta dužničkog instrumenta čiji se prinosi ili iznos jednak njima isključivo koriste za financiranje ili refinanciranje, djelomično ili potpuno, novih ili postojećih zelenih projekata te koji je u skladu s četiri temeljna čimbenika Principa zelenih obveznica (eng. Green Bond Principles; u nastavku: GBP) (ICMA, 2021., Green Bond Principles). Segal navodi kako su zelene obveznice vrsta vrijednosnih papira s fiksnim prinosom koji su specifično namijenjeni prikupljanju sredstava za financiranje zelenih

projekata. Nadalje takve obveznice su obično povezane s imovinom i poduprte bilancom izdavatelja te imaju isti kreditni rejting kao i druge obveze njihova izdavatelja. (Segal, 2022.) Četiri temeljna čimbenika zelenih obveznica su: korištenje prihoda, proces evaluacije i odabira projekta, upravljanje prihodima i izvještavanje (ICMA, 2021., Green Bond Principles).

Korištenje prihoda u kontekstu zelene obveznice treba biti usmjereno prema zelenim projektima koji bi trebali biti primjereno opisani u pravnim dokumentima vrijednosnice. Navedeni projekti trebaju pružati jasne okolišne koristi koje izdavatelj treba procijeniti i ako je moguće kvantificirati. Ako se dio ili potpuni iznos prihoda planira koristiti za refinanciranje preporuča se da se jasno od strane izdavatelja naznači koji je udio ukupnih prinosa određen za refinanciranje i do granice mogućnosti za koje se projekte i ulaganja planira koristiti (ICMA, 2021., Green Bond Principles). Projekti za koje se koriste zelene obveznice najčešće obuhvaćaju energetske učinkovitosti građevina, održivi transport roba, sirovina i ljudi te energetiku (Tuškan Sjauš i Mihelja Žaja, 2020.). ICMA u svojim principima prepoznaje nekoliko općenitih kategorija unutar kojih projekt mora imati pozitivan utjecaj da bi se smatrao zelenim i samim time primjenjivim za ovakav tip financiranja (ICMA, 2021., Green Bond Principles). Kategorije su:

- obnovljiva energija (proizvodnja, prijenos, uređaji i proizvodi),
- energetska efikasnost (građevine, skladištenje energije, pametne energetske mreže, uređaji i proizvodi),
- sprečavanje i kontrola zagađenja (smanjenje emisija stakleničkih plinova, sanacija tla, sprečavanje zagađenja, recikliranje i sustavi pretvorbe otpada u energiju),
- okolišno održivo upravljanje živućih prirodnih resursa i korištenje zemlje (ekološki održiva poljoprivreda i stočarstvo, pametne farme, ekološki održivo ribarstvo i šumarstvo, pošumljavanje i zaštita prirodnih obilježja)
- zaštita kopnene i pomorske bioraznolikosti,
- čisti transport (električni, hibridni, javni, željeznički, ne motorizirani, multi modalni transport, infrastruktura),
- održivo upravljanje vodom i otpadnom vodom (infrastruktura, pročišćavanje otpadnih voda, održivi sustavi urbane odvodnje vode, osposobljavanje rijeka i drugi oblici ublažavanja poplava)



- prilagodba klimatskim promjenama (infrastruktura koja je otporna na klimatske promjene, sustavi nadzora klimatskih promjena i upozoravanja)
- proizvodi prilagođeni kružnom gospodarstvu i eko proizvodi, proizvodne tehnologije i procesi (dizajn i uvođenje materijala za višekratnu upotrebu, recikliranih i obnovljenih materijala, komponenti i proizvoda, alati za kružno gospodarstvo te kružno pružanje usluga),
- zelene građevine (zadovoljavaju regionalno, nacionalno i međunarodno prepoznate standarde i certifikate za učinak zaštite okoliša).

Važno je napomenuti kako se ovdje radi o dobrovoljnim principima i smjernicama te da ICMA ne predstavlja prethodno navedene kategorije kao jedine postojeće u kontekstu zelenih projekata, već kao one koje su najzastupljenije i najznačajnije. Kada bi se projekt bavio nekom aktivnošću koja je specifična za gospodarsku granu izdavatelja obveznice te nije navedena u ICMA-inim kategorijama, no u usporedbi s istim ili sličnim aktivnostima koje provode konkurenti ispada ekološki održivija, takav bi se projekt također mogao smatrati zelenim projektom (ICMA, 2021., Green Bond Principles). U skladu s tim Zelene se obveznice koriste i kao izvor sredstva za financiranje razvoja okolišno prihvatljivih tehnologija i mitigaciju klimatskih promjena (Segal, 2022.).

Izdavatelj zelene obveznice treba jasno komunicirati prema mogućim ulagačima proces odabira zelenih projekata koji će se financirati, njihove ciljeve i komplementarne informacije vezane uz nošenje s rizicima koji proizlaze iz odabranih projekata. Također, izdavatelja se potiče da objavi bilo kakve informacije o svrsi izdavanja obveznice, svojoj strategiji, specifičnostima izbjegavanja ili nošenja s rizicima koji proizlaze iz tog postupka i slično, za koje smatra da se mogu plasirati u javnost (ICMA, 2021., Green Bond Principles). Ovo su vrlo važna načela zato što doprinose smanjenju asimetrije informacija koja je identificirana kao važan problem zelenih obveznica (Bachelet, Becchetti i Manfredonia, 2019.).

Neto prihodi od zelene obveznice trebali bi biti uplaćeni na alternativan bankovni račun, spremljeni u pod-portfelj ili praćeni na neki drugi način od strane izdavatelja obveznice. Prihodima se može upravljati po obveznici (pristup obveznica po obveznica) ili na agregiranoj bazi za više zelenih obveznica (pristup portfelja) (ICMA, 2021., Green Bond Principles).

Trenutno ne postoji sveopće prihvaćen standard koji bi omogućio procjenu „zelenosti“ obveznice (Segal, 2022.). ICMA predlaže visoku razinu transparentnosti koja se postiže kroz vanjsku reviziju obveznice i upravljanja njenim prinosima, ali i kroz redovito izvještavanje

ulagača i javnosti o uspješnosti financiranja projekta i njegova razvoja (ICMA, 2021., Green Bond Principles). Ulagači u zelene obveznice sve više zahtijevaju nezavisnu reviziju i osiguranje da će se sredstva obveznice zaista koristiti na prikladan način za projekte koji su njome određeni (Tuškan Sjauš i Mihelja Žaja, 2020.).

Gdje je moguće preporuča se uvođenje kvantitativnih mjerila koja mogu ukazati na uspješnost iskorištavanja prihoda obveznice ali i uspješnost projekata u ostvarenju njihovih ciljeva. Izdavatelj bi trebao predstaviti usklađenost s ICMA-inim principima za zelene obveznice, napose četiri temeljna čimbenika, kroz Okvirni dokument zelene obveznice ili pravnu dokumentaciju prilikom njena izdavanja (ICMA, 2021., Green Bond Principles).

#### **2.4.2. Društvene obveznice**

Kako bi se zadržala jednoličnost i usporedivost održivih vrijednosnica, a istovremeno osigurala njihova primjenjivost na različitim područjima ekološke i društvene održivosti, ICMA je zadržala strukturu prethodno pojašnjenje zelene obveznice i u ostalim vrstama obveznica s ciljanom potrošnjom prinosa. Tako se i kod društvenih obveznica kao četiri temeljna čimbenika pojavljuju korištenje prihoda, proces evaluacije i odabira projekta, upravljanje prihodima i izvještavanje. Kako bi se izbjeglo ponavljanje već pojašnjenih principa u ovom i narednom poglavlju predstaviti će se isključivo specifičnosti pojedine vrste obveznica.

Društvene su obveznice bilo koja vrsta dužničkog instrumenta čiji se prinosi ili iznos jednak njima isključivo koriste za financiranje ili refinanciranje, djelomično ili potpuno, novih ili postojećih projekata društvene odgovornosti te koji je u skladu s četiri temeljna čimbenika Principa društvenih obveznica (eng. Social Bond Principles; u nastavku: SBP) (ICMA, 2021., Social Bond Principles). Ovaj tip obveznica omogućava da ulagači uvedu društveno korisnu komponentu u svoje portfelje te na taj način ostvare mjerljiv učinak ulaganjem u društvene projekte. Zamjenom dijela izloženosti fiksnim prihodima, ulagači mogu dobiti portfelj s poboljšanom razinom održivosti, ali sa sličnim karakteristikama rizika i povrata (Nordea bank, b.d.).

Kao i kod zelenih obveznica društvene su obveznice osmišljene kao izvor financiranja za konkretne projekte vezane uz društveno odgovorno ponašanje. Generalna kategorizacija projekata temeljna na najčešćim primjerima projekata financiranih na tržištu društvenih obveznica predstavljena je SBP (ICMA, 2021., Social Bond Principles). Te kategorije uključuju, no nisu ograničene na:

- cjenovno pristupačnu osnovnu infrastrukturu (pitka voda, kanalizacija, sanitarija, prijevoz i energija),
- pristup osnovnim uslugama (zdravlje, obrazovanje i stručno osposobljavanje, zdravstvena zaštita, financijske usluge),
- cjenovno pristupačno stanovanje,
- generiranje zaposlenosti, programi osmišljeni za sprečavanje nezaposlenosti izazvane socioekonomskim krizama, uključujući kroz potencijalni učinak financiranja MSP-ova i mikrofinancije,
- sigurnost hrane i održivi sustavi prehrane (fizički, društveni i gospodarski pristup sigurnoj, hranjivoj i dovoljnoj količini hrane koja zadovoljava prehrambene potrebe i zahtjeve, otporne agronomske prakse, smanjenje bacanja hrane, povećanje proizvodnosti malih proizvođača),
- socioekonomski napredak i osnaživanje (jednakost pristupa i kontrole nad imovinom, uslugama, resursima i mogućnostima, jednakost sudjelovanja i uključenosti u tržište i društvo, smanjenje nejednakosti prihoda).

Specifično, ICMA napominje kako društveni projekti mogu ciljati različite društvene skupine, a neke od njih su:

- osobe ispod granice siromaštva,
- isključene ili marginalizirane zajednice,
- osobe sa invaliditetom,
- imigranti ili raseljene osobe,
- neobrazovane osobe,
- osobe bez pristupa osnovnim dobrima i uslugama,
- nezaposleni,
- žene,
- staro stanovništvo i mladež te
- ostale ranjive skupine, uključujući stradale uslijed vremenskih nepogoda.

Najčešće su izdavači ovakvih obveznica agencije, različite razine vlasti, privatna poduzeća i međunarodne zajednice (Nordea bank, b.d.). Ulagači moraju izvršiti detaljnu procjenu izdavatelja kako bi osigurali pozitivan i odgovarajući društveni utjecaj. Također se predlaže i kontinuirano praćenje radi provjere korištenja prikupljenih sredstva (Nordea bank, b.d.). U korist navedenome, izdavači društvenih obveznica također trebaju jasno komunicirati ciljeve financiranja društvenim obveznicama, način na koji se odabiru projekti koji se financiraju, ciljeve tih projekata, transparentno praćenje prinosa od društvenih obveznica, iznošenje potrebnih informacija ulagačima i javnosti te je također poželjno iznijeti potrebne informacije kroz Okvirni dokument društvene obveznice ili kroz pravnu dokumentaciju (ICMA, 2021., Social Bond Principles).

### **2.4.3. Održive obveznice**

Održive obveznice su treća vrsta održivih vrijednosnica s ciljanom potrošnjom prinosa. One su ujedno i jedina vrsta obveznice za koju ne postoje zasebno raspisani principi već samo smjernice. Smjernice za održive obveznice (eng. Sustainability Bond Guidelines; u nastavku: SBG) stoga definiraju održivim obveznicama one dužničke instrumente čiji se prinosi ili iznos jednak njima isključivo koriste za financiranje ili refinanciranje, djelomično ili potpuno, kombinacije novih ili postojećih zelenih projekata i projekata društvene odgovornosti te koji je u skladu s četiri temeljna čimbenika propisanih kroz GBP i SBP (ICMA, 2021., Sustainability Bond Guidelines). Ovakve obveznice postoje zato što postoje projekti kod kojih nije jednostavno ili uopće moguće razlikovati njihov učinak na okoliš od učinka na društvo. Istovremeno, ove obveznice omogućuju izdavatelju obveznice da financira različite projekte održivosti ovisno o svojim strateškim ciljevima i obvezama (ICMA, 2021., Sustainability Bond Guidelines).

### **2.4.4. Obveznice povezane s održivošću**

Obveznice povezane s održivošću (u nastavku: OPO, obveznice) su jedine održive vrijednosnice definirane od strane ICMA-e čiji prinosi imaju opću namjenu. Radi se o bilo kojoj vrsti dužničkog instrumenta čije financijske i strukturalne odrednice mogu varirati ovisno o uspješnosti izdavatelja da izvrši svoje unaprijed određene ESG ciljeve. Dakle, izdavatelj obveznice se unaprijed, kroz pravnu dokumentaciju obveznice, obvezuje na izvršenje određenih ciljeva vezanih uz održivost (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles). OPO predstavljaju inovativan način promišljanja o ESG pitanjima u industrijama u kojima nije jednostavno identificirati projekte, imovinu ili troškove koji su prikladni

financiranju pomoću principa obveznica s ciljanom potrošnjom (Climate Bonds Initiative, b.d.). Prema ICMA-i postoji pet temeljnih čimbenika OPO:

1. odabir ključnih pokazatelja izvršenja (eng. Key Performance Indicators; u nastavku: KPI),
2. podešavanje ciljeva izvršenja održivosti (eng. Sustainability Performance Targets; u nastavku: SPT),
3. obilježja obveznice,
4. izvještavanje i
5. provjera.

KPI-evi su okosnica korištenja ove vrste instrumenta. Oni obveznicu čine povezanom s održivošću i daju joj kredibilitet. Uspješnost u usklađenju s održivošću izdavatelja mjeri se upravo kroz njegove KPI-eve. Iz tih razloga izuzetno je važno da KPI-evi koji se odaberu budu dobro promišljeni i ostvarivi (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles). ICMA navodi kako KPI-evi trebaju biti:

- važni, jezgroviti i primjenjivi u odnosu na poslovanje izdavača te od visoke strateške važnosti za njegovo sadašnje ali i buduće poslovanje,
- mjerljivi ili određivi na dosljednoj metodološkoj bazi,
- eksterno potvrdivi i
- usporedivi sa standardima ili konkurentima, to jest određeni na način da je što više moguće koristiti vanjsku referencu ili definicije kako bi se olakšala procjena razine ambicije SPT-a.

ICMA u svojim principima ne daje detaljnu definiciju jezgrovitosti i primjenjivosti u kontekstu ESG-a. Takva neprecizna definicija može dovesti do neimpresivnih i nebitnih KPI-eva. Prema podacima Inicijative održivih vrijednosnica (eng. Climate Bonds Initiative) izdavatelji se najčešće susreću s kritikama od strane ulagača upravo zbog ovog problema. Naime izdavatelji svoje KPI-eve temelje na ciljevima poduzeća umjesto na ciljevima znanstveno utemeljenih putova. To čini OPO i njihove ciljeve teškim za uspoređivati (Climate Bonds Initiative, b.d.). Može se odrediti jedan ili više KPI-eva. Preporuča se, gdje je to moguće da se odabiru KPI-evi vezani uz pokazatelje koji su se kroz protekla razdoblja izvještavanja mjerili kroz izvješća o održivosti i slično kako bi se omogućio uvid u povijesno

kretanje KPI-eva unutar poslovanja izdavatelja. Ukoliko ne postoje takvi podaci, izdavatelj bi trebao do granice mogućnosti priskrbiti te objaviti povijesne vrijednosti odabranih KPI-eva koji su eksterno potvrđeni i dosežu najmanje tri godine unatrag. Izdavatelj treba objaviti jasnu definiciju svojih KPI-eva i njihov obuhvat (eng. scope) te metodologiju izračuna (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles).

Za svaki izabrani KPI potrebno je potom podesiti i odrediti jedan ili više SPT-eva. Sam proces podešavanja predstavlja razinu ambicije izdavatelja ali istovremeno i daje signal što izdavatelj smatra realističnim. Potiče se da se SPT-evi postavljaju s dozom povjerenja i transparentnosti te da se objave strateške informacije koje bi mogle značajno utjecati na uspješnost postizanja SPT-a (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles). ICMA potiče ambicioznosti SPT-a kroz:

- predstavljanje značajnog napretka u kontekstu KPI-a te nadilaženje uobičajene putanje kretanja poslovanja (eng. Business as Usual trajectory),
- gdje je to primjenjivo usporedivost s industrijskim standardom ili eksternim mjerilom,
- dosljednost s izdavateljevom strategijom održivosti ili ESG strategijom i
- utvrđivanje vremenske obveze izvršenja postavljenje prije ili istovremeno s izdavanjem obveznice.

Kombinacija industrijskih standarda i eksternih mjerila na temelju kojih se usporedivost SPT-a temelji su:

- dosadašnja uspješnost izdavatelja kroz vrijeme do minimalno tri godine unatrag te gdje je to moguće predviđanje budućeg kretanja,
- izdavateljevi konkurenti i usporedive pravne osobe, naročito oni koji objavljuju podatke primjenjive na SPT i
- referenca na znanost, znanstveno utemeljene scenarije, iznose, ciljeve te ostala mjerila primjenjiva kroz okolišna i društvena pitanja.

Ključni podaci koji se objavljuju uz svaki SPT su:

- vremenski okviri za postignuće ciljeva uključujući datume provjere, okidačke događaje i frekventnost SPT-a,
- gdje je to primjenjivo, potvrđenu osnovnu liniju ili točku usporedbe odabranu za unaprjeđenje KPI-a te obrazloženje odabira iste,

- gdje je to primjenjivo, u kojim će se situacijama preračunavanje ili prilagodbe osnovnih linija i točki usporedbe mijenjati,
- gdje je to moguće i imajući tržišno natjecanje i povjerljivost informacija na umu, obrazloženje kako izdavatelj planira postići takve SPT-ove i
- bilo koji drugi ključni čimbenik izvan izdavateljeve izravne kontrole koji bi mogao utjecati na uspješnost izvođenja SPT-a.

OPO su onoliko snažne koliko je i tranzicijski plan poduzeća. Tranzicijski planovi trebali bi biti izvori KPI-eva i SPT-ova. Da bi sve zajedno bilo održivo Inicijativa održivih vrijednosnica preporuča formiranje tranzicijske strategije koja treba obuhvaćati ciljeve Pariškog sporazuma, planove izdavatelja, načine implementacije novih rješenja, unutarnje nadzore i transparentno izvještavanje (Climate Bonds Initiative, b.d.). Temelj obveznice povezane s održivošću je činjenica da financijske i strukturalne sastavnice obveznice mogu varirati ovisno o tome uspije li izabrani KPI postići ili ne unaprijed zacrtan SPT u zadanom vremenskom okviru. Najčešći primjer je varijacija vrijednosti kamate (kupona) obveznice. Takve varijacije komponenti obveznice trebaju biti primjenjive i značajne u kontekstu izvornih financijskih karakteristika obveznice (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles). Ukoliko se SPT ne može izračunati ili mjeriti na zadovoljavajući način, potrebno je definirati što će se dogoditi i kako će neuspjeh utjecati na obilježja obveznice. Izdavatelj bi trebao u pravnim dokumentima obveznice uzeti u obzir moguće izvanredne događaje zbog kojih bi se metodologija izračuna KPI-eva ili SPT-ova značajno promijenila ili zbog kojih bi daljnji izračun bio onemogućen te se na taj način ograditi od implikacija povezanih s promjenom osnovne linije ili početne točke izračuna (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles).

Izdavatelj OPO-a treba objaviti i trajno imati dostupno:

- sviježe informacije o uspješnosti izvedbe odabranih KPI-eva,
- izvješće o uvjerenju povezano s definiranjem SPT-a, povezanim s usporedbom uspješnosti izvršenja i utjecajem na financijska i/ili strukturalna obilježja obveznice i
- bilo koje informacije koje omogućuju ulagaču da procijeni razinu ambicije SPT-a.

Ovakva popratna izvješća bi se trebala redovito objavljivati, najmanje jednom godišnje i u slučaju potrebe za ponovnim izračunom i prilagodbom SLB-a, financijskog ili strukturalnog obilježja obveznice. Zbog složenosti postupka i potrebnih koraka koji osiguravaju

transparentnost izdavanja obveznice, ICMA je sastavila popis potrebne dokumentacije koji je dostupan u dodatku Principima obveznice povezane s održivošću (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles). Samo definiranje KPI-eva i SPT-ova također doprinosi povjerenju ulagača. Izdavatelji bi trebali postaviti jasnu i konzistentnu strukturu OPO-a. Ulagači preferiraju OPO koje imaju datume opoziva nakon datuma procjene uspješnosti KPI-eva i čiji varijabilni dijelovi u slučaju neuspjeha stupaju na snagu prije kraja života obveznice (Climate Bonds Initiative, b.d.).

U postupku izdavanja obveznice te tokom života iste, izdavač bi trebao angažirati neovisnog vanjskog revizora ili konzultanta koji treba provjeriti materijalnost odabranih KPI-eva, za njih izračunatih SPT-eva te uspješnost izvršenja svakog KPI-a u odnosu na njegov SPT. Takve revizije trebaju biti javno dostupne i redovito provođenje na najmanje godišnjoj bazi te u uvjetima izmjene financijskih ili strukturalnih sastavnica obveznice. Važno je napomenuti kako izvještaj prije izdavanja obveznice poput mišljenja druge strane (eng. Second Party Opinion) nije obavezno već preporučeno, dok su revizije za vrijeme života obveznice nužne (ICMA, 2021., Sustainability-Linked Bond Principles).



### **3. REGULATORNI OKVIR ODRŽIVIH FINACIJA U EUROPSKOJ UNIJI**

Nakon financijske krize koja je ukazala na probleme financijskog sustava, na razini Europske Unije održive financije su se pojavile kao alternativa sustavu koji je pretjerano financijaliziran te fokusiran na kratkoročna ulaganja i procese (Ahlström, i Monciardini, 2021.). S obzirom na značaju razinu opreza po pitanju financijskog sustava vidljivu kroz razvoj Bazela III., Europska je Unija unazad nekoliko godina počela sa sve značajnijom regulativom po pitanju održivog financiranja. Prema Ahlström i Monciardini, ova regulativa trenutno ima ograničen sistemski utjecaj i riskira zakonsku financijalizaciju održivih financija. Najznačajniji problem je upravo u razlici ciljeva financijske misli i održivog razvoja i tranzicije, te potrebi da održive financije postanu sredstvo, a ne cilj (Ahlström, i Monciardini, 2021.). U nastavku poglavlja pobliže će se predstaviti trenutna zakonska kretanja po pitanju održivih financija, a napose održivih vrijednosnica u kontekstu Europske Unije.

#### **3.1. Strategija za financiranje tranzicije prema održivom gospodarstvu**

U srpnju 2021. Europska Komisija je predstavila obnovljenu Strategiju za financiranje tranzicije prema održivom gospodarstvu (eng. Renewed Sustainable Finance Strategy – RSFS; u nastavku: Strategija). Cilj Strategije je stvoriti okolinu u kojoj privatni i javni ulagatelji mogu pridonijeti tranziciji prema održivosti, a pritom osigurati otpornost financijskog sustava na šokove (González Martínez, 2021.).

Kako bi se ti ciljevi postigli u Strategiji se potvrđuju tri ključne sastavnice održivog financijskog sustava koje su prvi puta definirane u akcijskom planu iz 2018. godine. Prva sastavnica je taksonomija EU čiji je cilj uspostaviti zajedničku definiciju održivosti i kako se ona manifestira u različitim industrijskim sektorima kroz preciznu kvalifikaciju. Takav pristup onemogućava sudionike tržišta da javnosti i ulagateljima predstave svoje poslovanje kao održivo ili zeleno ako ono ne zadovoljava opće prihvaćene kriterije (Europska Komisija, 2021.).

Druga sastavnica je sustav obveznog objavljivanja informacija vezanih uz ESG za financijska i nefinancijska društva. Temeljem tih informacija omogućava se ulagače da samostalno procijene isplativost ulaganja u neki projekt ili poduzeće te se sprečava manipulacija informacijama i lažno predstavljanje održivosti (Europska Komisija, 2021.). Od

siječnja 2023. na snazi je Direktiva o izvješćivanju o održivosti poduzeća (The Corporate Sustainability Reporting Directive; CSRD) koja je značajno unaprijedila obveze tržišnih sudionika po pitanju izvještavanja o održivosti u poslovanju (European Commission, b.d.).

Treća sastavnica je skup instrumenata za ulaganje što uključuje i referentne vrijednosti, standarde i oznake. Na taj način se povezuju strateški ciljevi EU zajedno sa strateškim ciljevima pojedinih sudionika tržišta. Povećava se transparentnost i standardizacija održivih financijskih instrumenata što omogućava lakše plasiranje istih na financijsko tržište te veću zainteresiranost ulagača (Europska Komisija, 2021.). U kontekstu ove sastavnice u veljači 2023. je postignut privremeni dogovor o europskim zelenim obveznicama (Vijeće Europske unije, 2023.).

Strategija uz navedeno također prepoznaje četiri područja u kojima postoji potreba za daljnjim razvojem mjera kako bi financijski sustav mogao bolje, efikasnije i potpunije podržati prelazak na održivo gospodarstvo (Europska Komisija, 2021.):

1. financiranje prelaska realnog gospodarstva na održivost,
2. uvođenje uključivijeg okvira održivog financiranja,
3. poboljšanje otpornosti financijskog sektora i njegova doprinosa održivosti: dvostruki aspekt materijalnosti i
4. poticanje globalnih ambicija.

### **3.2. Prijedlog Uredbe o europskim zelenim obveznicama**

U srpnju 2021. Europska je Komisija predstavila prijedlog uredbe koja se bavi uspostavom europskih obveznica, njihovim standardom te vanjskim ocjenjivačima. Ovom će se uredbom uspostaviti oznaka europske zelene obveznice (u nastavku: EUGB) i uvjeti kako ostvariti pravo na njeno korištenje. U travnju 2022. Vijeće EU je iznijelo svoje mišljenje o prijedlogu te je dijalog o potrebnim prilagodbama i izjavama trajao sve do veljače 2023. kada je postignut privremeni dogovor. Očekuje se da će Vijeće i Europski parlament u narednom periodu taj prijedlog uredbe potvrditi te će on stupiti na snagu (Vijeće Europske unije, 2023.). Ono što je poznato iz trenutnog prijedloga Uredbe o europskim zelenim obveznicama biti će predstavljeno u nastavku poglavlja.

Prvenstveno, iako je standard EUGB neko vrijeme u razvoju on neće biti obvezan. Naime, radi se o standardu i uvjetima koje obveznica mora zadovoljavati da bi mogla koristiti

naziv europska zelena obveznica. Dakle standard je dobrovoljan i ovisi o želji izdavača obveznice da koristi tu klasifikaciju (Europska Komisija, 2021., Prijedlog Uredbe).

Nadalje, primici od EUGB morati će se koristiti u potpunosti za dugotrajnu imovinu koja nije financijska imovina, kapitalne izdatke, operativne rashode nastale u tri godine prije izdavanja EUGB ili financijsku imovinu (Europska Komisija, 2021., Prijedlog Uredbe) u skladu s Europskom taksonomijom pod uvjetom da je sektor unutar kojeg spada gospodarska aktivnost financirana obveznicom pokriven taksonomskim propisima. Navedeni uvjeti ovih obveznica za državne izdavatelje razlikuju se pa će tako državnim izdavateljima biti moguće koristiti primitke EUGB-a za financiranje dugotrajne imovine, ne proizvedene nefinancijske imovine, porezne olakšice, subvencije te kapitalne izdatke. Nadalje, neovisno o vrsti izdavatelja EUGB moći će se refinancirati izdavanjem nove EUGB (Europska Komisija, 2021., Prijedlog Uredbe). Na početku korištenja obveznice, kako bi ona bila primjenjivija, 15% prinosa moći će se koristiti na aktivnosti koje nisu pokrivene taksonomijom. Taj postotak će se s vremenom prilagođavati po potrebi i kretanjima na tržištu (Vijeće Europske unije, 2023.).

U skladu s općenitim pristupom Europske Komisije prema pitanju okolišne, društvene i gospodarske održivosti i u prijedlogu Uredbe o europskim zelenim obveznicama važan naglasak se stavlja na transparentnost. Kako bi se postigla zadovoljavajuća razina transparentnosti izdavatelj je dužan prije izdavanja obveznice ispuniti informativni sažetak te od vanjskog ocjenjivača ishoditi pozitivnu ocjenu tog sažetka. Takav sažetak moći će se odnositi na jedno ili više izdanja EUGB-a. Po izdanju zelene obveznice i svake godine sve do potpune alokacije primitaka izdavatelji će biti dužni sastavljati izvještaj o dodijeli primitaka EUGB koji dokazuju kako su primici dodijeljeni u skladu s prethodno navedenim uvjetima. Takvi izvještaji će također biti ocjenjivani od strane vanjskog ocjenjivača te će se moći odnositi na jedno ili više izdanja EUGB-a. Nakon dodjele primitaka od izdanih obveznica, izdavatelj će biti dužan barem jednom za vrijeme životnog vijeka obveznice sastaviti izvještaj koji opisuje utjecaj korištenja primitaka EUGB na okoliš. Naposljetku, sve navedene dokumente i ocijene istih, izdavatelj će biti dužan objaviti bez naknade na svojim web stranicama u posebno označenom odjeljku (Europska Komisija, 2021., Prijedlog Uredbe).

Prema trenutno objavljenom tekstu Direktive, uspostavljaju se uvjeti za obavljanje djelatnosti vanjskih ocjenjivača europskih zelenih obveznica. Morati će se registrirati pri ESMA-i osim ako su ovlaštteni od strane državnog izdavatelja obveznica. Takvi vanjski ocjenjivači imaju ulogu procijeniti radi li se o zelenoj obveznici i može li ona nositi to ime.

Ocijene prije i nakon izdavanja obveznice, vanjski će ocjenjivači morati objaviti na svojim internetskim stranicama te staviti javnosti na raspolaganje bez naknade (Europska Komisija, 2021., Prijedlog Uredbe).

Sudeći prema objavi o privremenom dogovoru, za nadzor europskih zelenih obveznica biti će zadužena nadležna tijela države članice iz koje potječe izdavatelj. Ona će osiguravati da izdavatelji zadovoljavaju svoje obveze u kontekstu propisanih standarda (Vijeće Europske unije, 2023.).

## 4. UPORABA ODRŽIVIH VRIJEDNOSNICA U PRAKSI

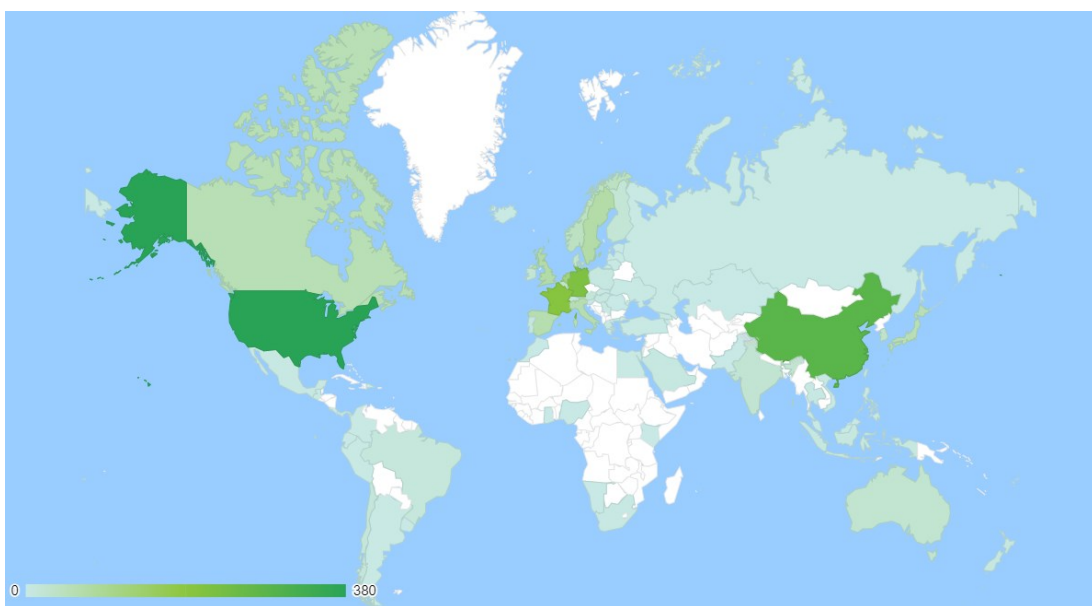
U naredanom poglavlju pružiti će se pregled trenutnih praksi tržišta održivih vrijednosnica, te usporedba financijskih rezultata, prednosti i rizika korištenja u odnosu na klasične vrijednosnice.

### 4.1. Razvoj tržišta održivim vrijednosnicama

Tržište održivih vrijednosnica raste unazad nekoliko godina. Taj rast prvenstveno se manifestira kroz obveznice s oznakom „zelenih obveznica“. Dijalog o ovoj vrsti obveznica među prvim je pokrenula Europska investicijska banka svojom klimatski osviještenom obveznicom još 2007. godine, no najznačajniji doprinos dala je ICMA plasiranjem svojih principa pojašnjениh u drugom poglavlju (Ehlers, i Packer, 2017.). Održive obveznice nešto su novija pojava u odnosu na zelene obveznice, no obje su vrste u ranim stadijima primjene u privatnom sektoru gospodarstva u odnosu na klasične vrijednosnice (Jones, i Comfort, 2020.). Simultano tržište bilježi pojačan rast izdavanja državnih obveznica zelene, društvene ili održive kategorije. Prva takva obveznica izdana je 2016. u Poljskoj. Privatni je sektor skloniji obveznicama povezanim s održivošću zbog njihove karakteristike slobodnih prihoda koji nisu vezani uz unaprijed određene vrste projekta već se mogu koristiti za bilo koju potrebu izdavatelja (Giraldez, i Fontana, 2022.).

#### 4.1.1. Statistički pokazatelji tržišta zelenih obveznica

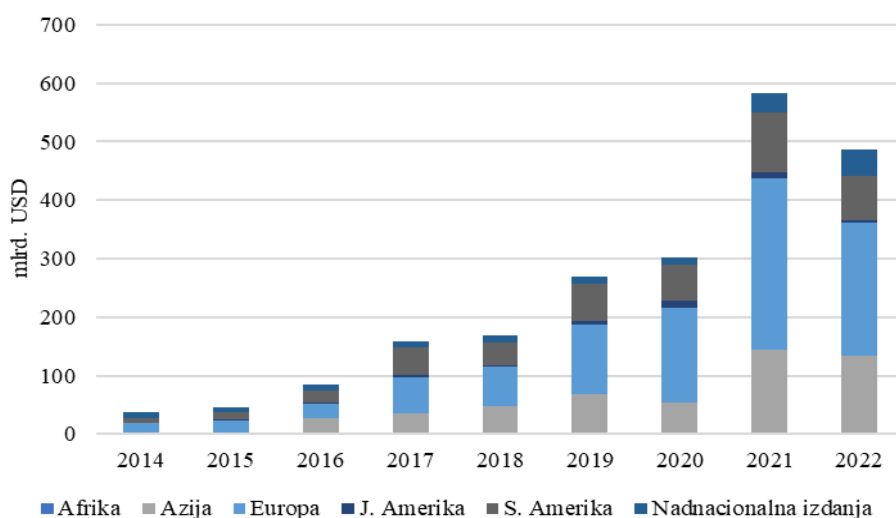
*Slika 3. Geografska raspodjela izdanja zelenih obveznica od 2014. do 2022. (mlrd. USD)*



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

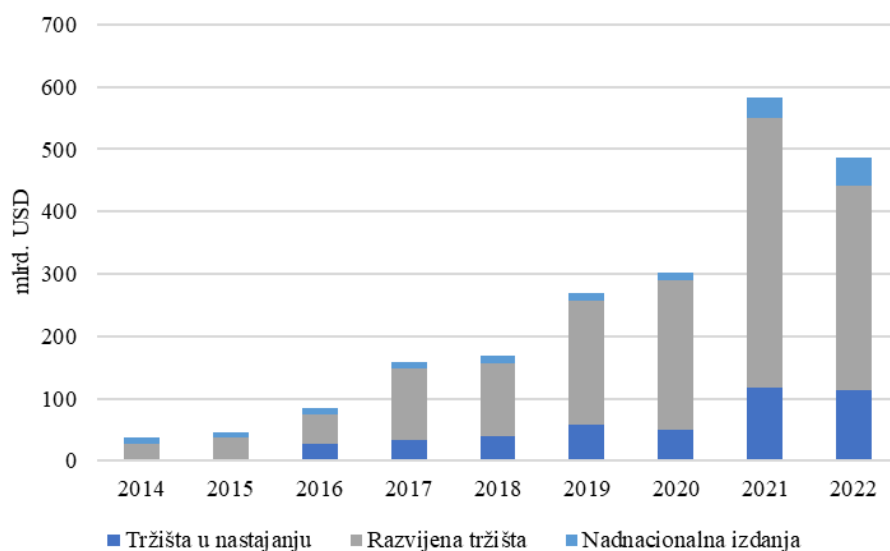
Slika 3. prikazuje geografsku raspodjelu sveukupno izdanih zelenih obveznica u periodu od 2014. do 2022. u milijardama američkih dolara. Evidentno je kako se ovaj tip obveznica primarno izdaje u tradicionalno bogatim i uspostavljenim tržištima poput SAD-a i Europe. Tako na nacionalnoj razini u zelenim obveznicama prednjače SAD dok na regionalnoj Europska Unija. Važno je primijetiti kako se zelene obveznice također izdaju i na tržištima u nastajanju (eng. emerging markets), pritom najznačajnije u Kini. Slike 4 i 5 jasnije prikazuju i potvrđuju iznesene tvrdnje.

*Slika 4 Ukupno izdane zelene obveznice po regiji*



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

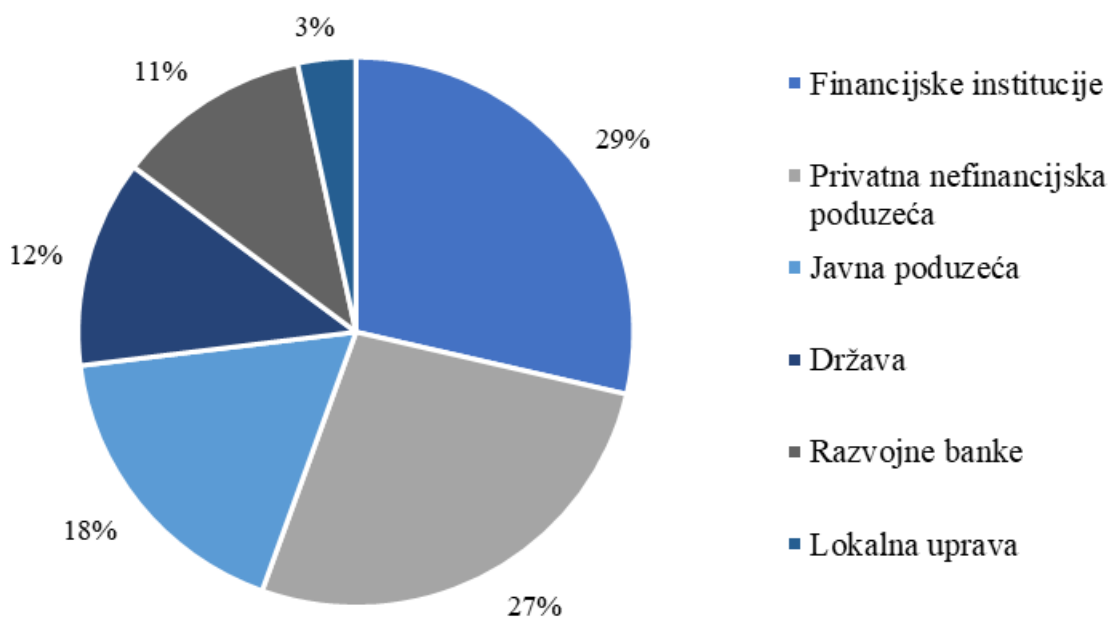
*Slika 5 Ukupno izdane zelene obveznice po vrsti tržišta*



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Od 2014. do 2022. ukupno je izdano zelenih vrijednosnica u iznosu od 2.159,4 milijarde američkih dolara. Kao što je vidljivo na slikama 4 i 5 volumen izdanja zelenih obveznica je oko 100 milijardi USD manji nego u 2021. Takva kretanja uzrokovana su posljedicama ruske invazije na Ukrajinu koja je izazvala porast cijena energenata, inflaciju i povećanje kamatnih stopa (Climate Bonds Initiative, *Market data*).

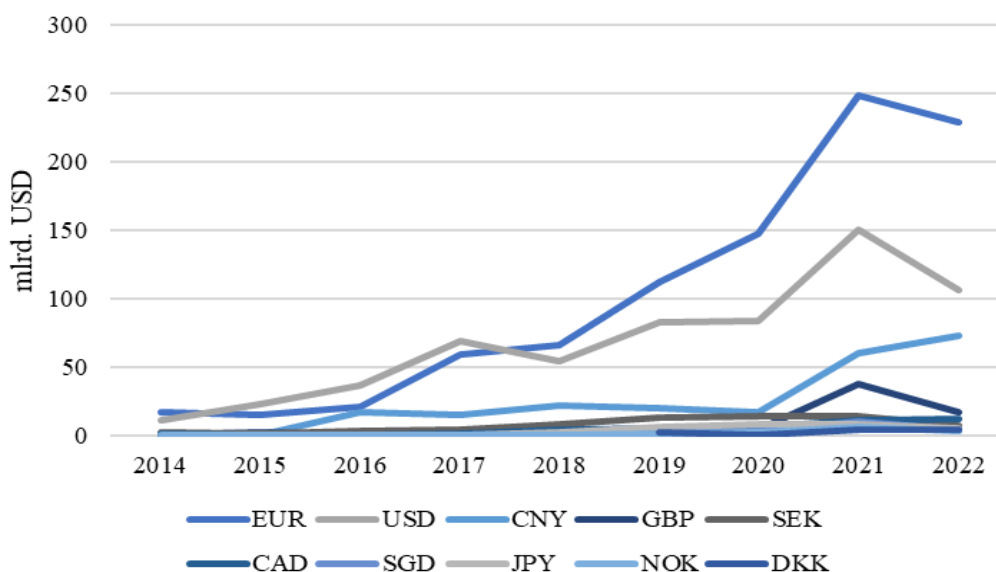
Slika 6 Udio izdanih obveznica od 2014. do 2022. po vrsti izdavatelja



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Slika 6 ukazuje na činjenicu da je najviše zelenih obveznica izdano od strane financijskih institucija i privatnih poduzeća. Pritom tome najviše doprinose europske financijske institucije te privatna poduzeća čija izdanja zelenih obveznica obuhvaćaju oko polovinu u svojim respektivnim poljima (Climate Bonds Initiative, *Market data*).

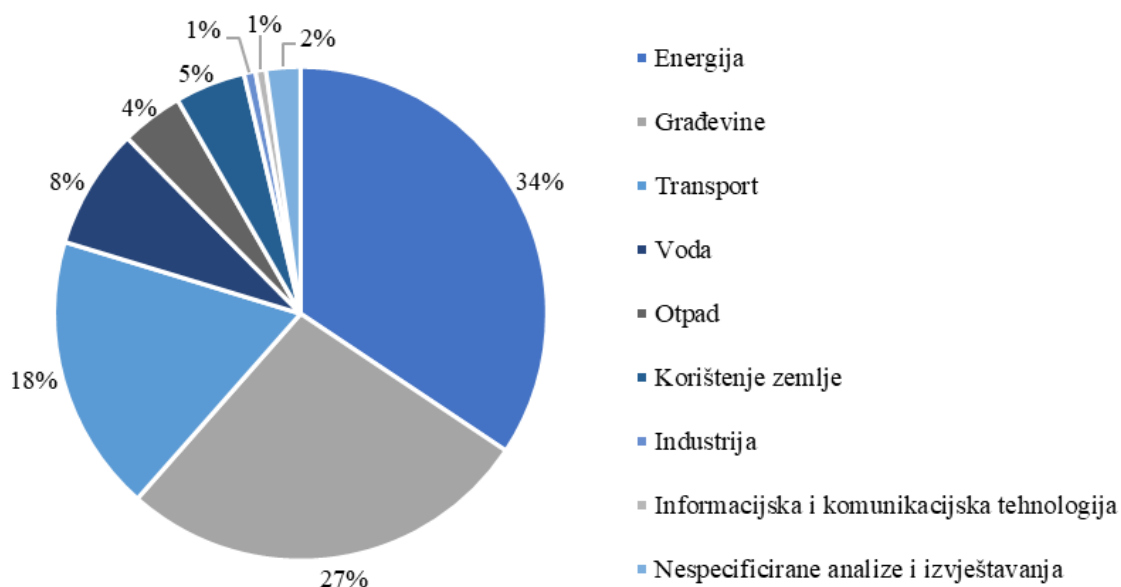
Slika 7 Ukupno izdane zelene obveznice po valuti



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

U prilog navedenim podacima koristi slika 7 koja ukazuje na značajni rast izdavanja obveznica u euru od 2017. do 2022. te sveukupno najveću zastupljenost eura u odnosu na ostale valute. Prema dostupnim izvorima 43% ukupno izdanih zelenih obveznica izdano je u euru, a 29% u američkim dolarima (Climate Bonds Initiative, *Market data*). Takva raspodjela je i logična s obzirom na strategije i legislativna kretanja unutar Europske Unije.

Slika 8 Korištenje prihoda od ukupno izdanih zelenih obveznica



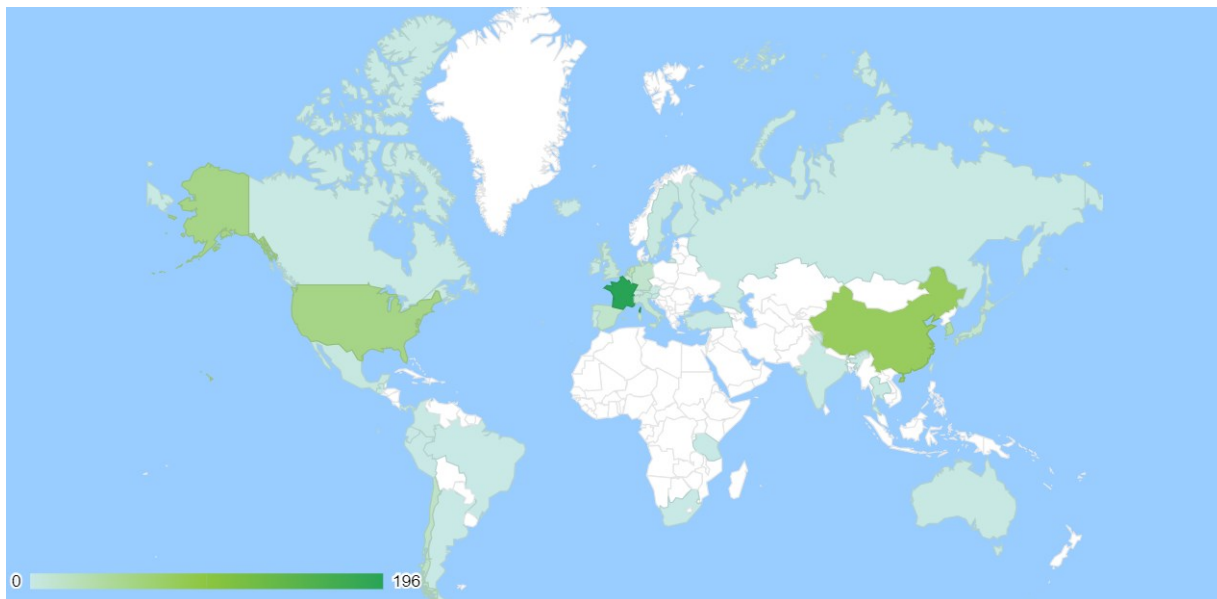
Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*



Investicije u zelene projekte koji su povezani s energijom, građevinom i transportom predstavljaju 79% ukupnih prihoda od zelenih obveznica izdanih u periodu od 2014. do 2022. na što ukazuje slika 8. Kretanja investicija ukazuju na povećanje udjela manje zastupljenih projekata usmjerenih na druga područja okolišne održivosti, no za sad su još uvijek u značajno manjem udjelu od prve tri kategorije (Climate Bonds Initiative, *Market data*).

#### 4.1.2. Statistički pokazatelji tržišta društvenih obveznica

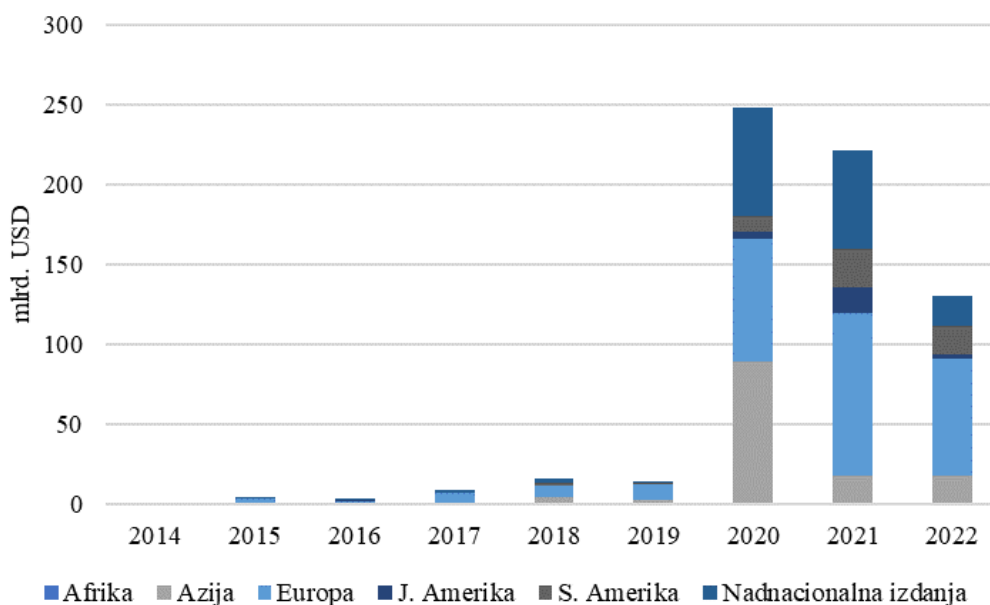
Slika 9 Geografska raspodjela izdanja društvenih obveznica od 2014. do 2022. (mlrd. USD)



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

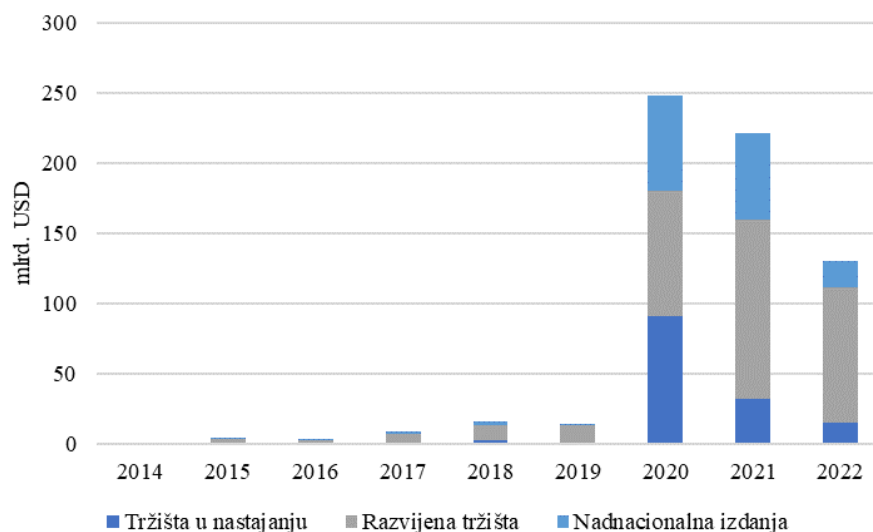
Društvene su obveznice u odnosu na zelene noviji proizvod te su samim time i manje zastupljene. Sveukupno je izdano oko četvrtine iznosa zelenih obveznica, preciznije 653,6 milijardi američkih dolara u društvenim obveznicama. Ovaj tip je najzastupljeniji u Francuskoj.

Slika 10 Ukupno izdane društvene obveznice po regiji



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

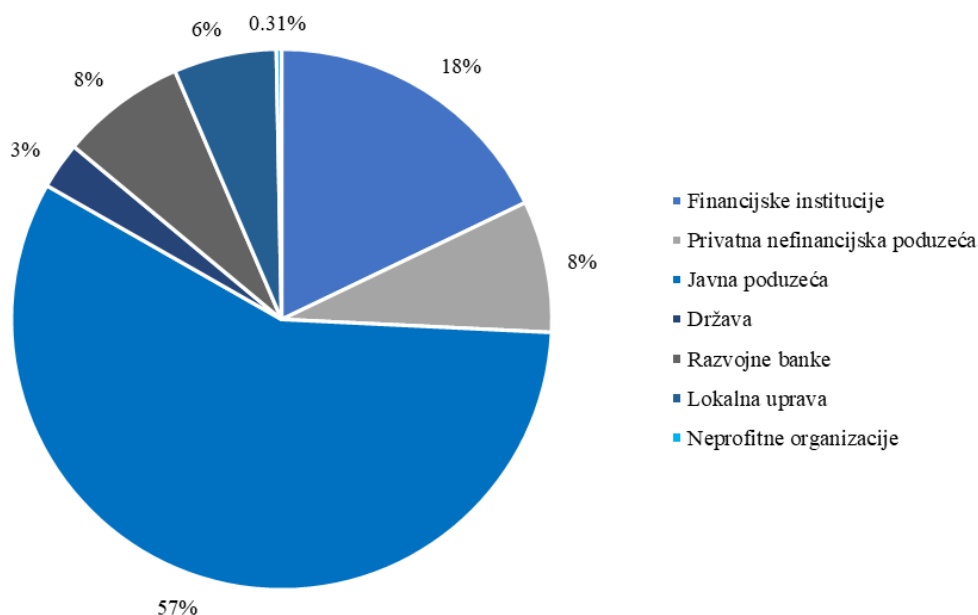
Slika 11 Ukupno izdane društvene obveznice po vrsti tržišta



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Kao što je vidljivo iz slika 10 i 11 u 2020. se dogodio nagli porast izdavanja društvenih obveznica. Takav nagli porast uzrokovan je financiranjem mjera povezanih s pandemijom virusa COVID-19. Kako se pandemija postepeno gasila tako je i padao broj novoizdanih društvenih obveznica u korist drugih tipova (Climate Bonds Initiative, *Market data*).

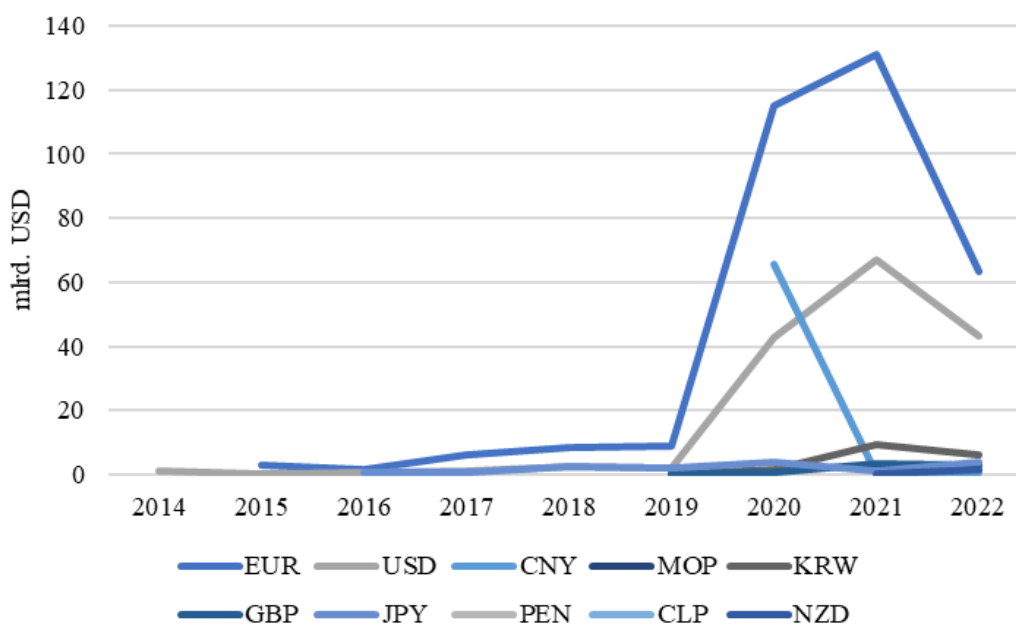
Slika 12 Udio izdanih društvenih obveznica od 2014. do 2022. po vrsti izdavatelja



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Kao što je vidljivo iz slike 12 najveći udio u društvenim obveznicama imaju javna poduzeća primarno vođena francuskim Fondom za amortizaciju društvenog duga (fr. Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale; CADES) koji od 2020. uzastopno vrši izdavanje novih društvenih obveznica.

Slika 13 Ukupno izdane društvene obveznice po valuti

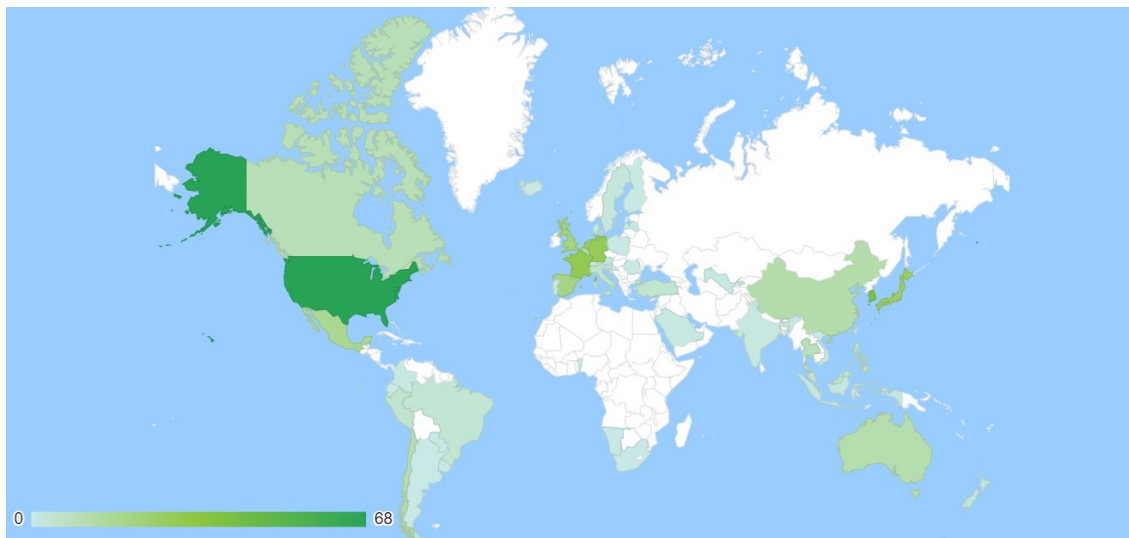


Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Sukladno navedenim podacima jasno je kako je primarna valuta izdanja društvenih obveznica euro. No važno je i primijetiti kako u 2022 godini udio obveznica koje su izdane u euru značajno pada što je u skladu s već napomenutom činjenicom kako se obujam izdavanja društvenih obveznica smanjio nakon završetka epidemije COVID-19.

### 4.1.3. Statistički pokazatelji tržišta održivih obveznica

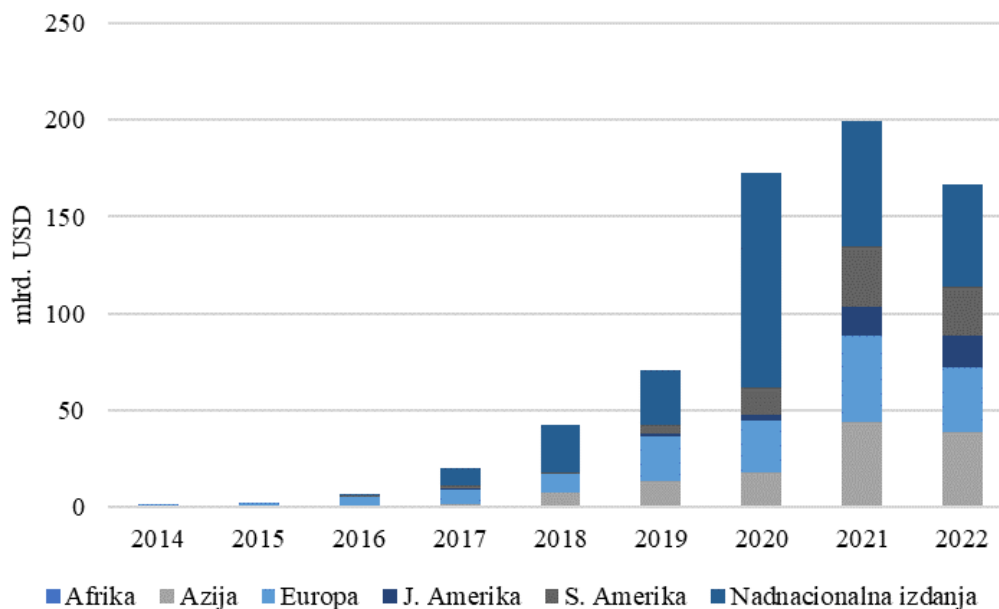
Slika 14 Geografska raspodjela izdanja održivih obveznica od 2014. do 2022. (mlrd. USD)



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

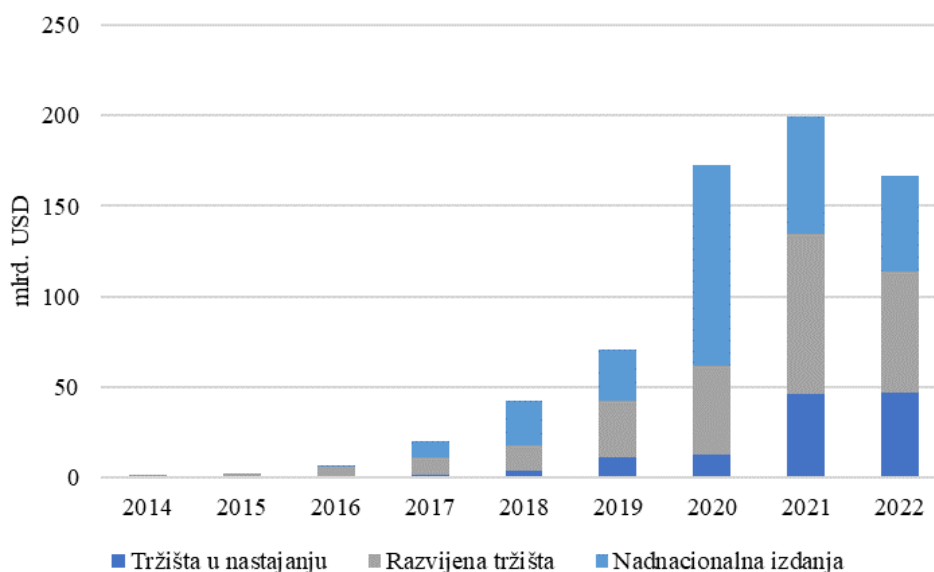
Održive su obveznice po geografskoj raspodjeli sličnije zelenim no po pitanju ukupnog iznosa u skladu su s društvenim obveznicama. Ukupan iznos izdanih održivih obveznica iznosi 681,8 milijardi USD.

Slika 15 Ukupno izdane održive obveznice po regiji



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

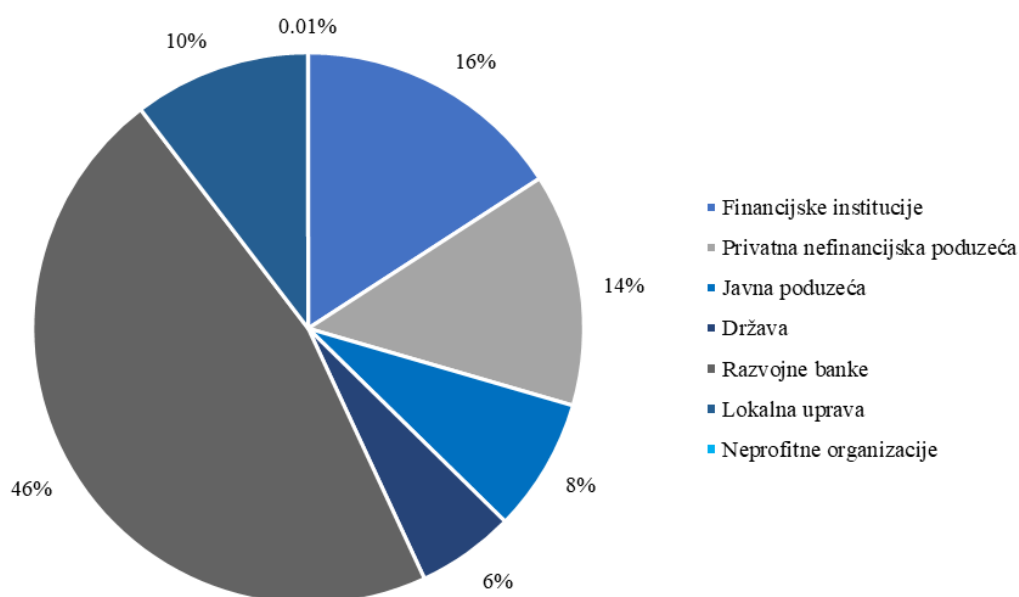
Slika 16 Ukupno izdane održive obveznice po vrsti tržišta



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Kao i društvene obveznice, održive obveznice bilježe značajan porast u 2020. godini. Koriste se kao alternativna vrsta obveznica za financiranje potrebnih COVID-19 inicijativa. U odnosu na zelene i društvene obveznice, najveći dio izdanih održivih obveznica dolazi od strane nadnacionalnih tijela i institucija.

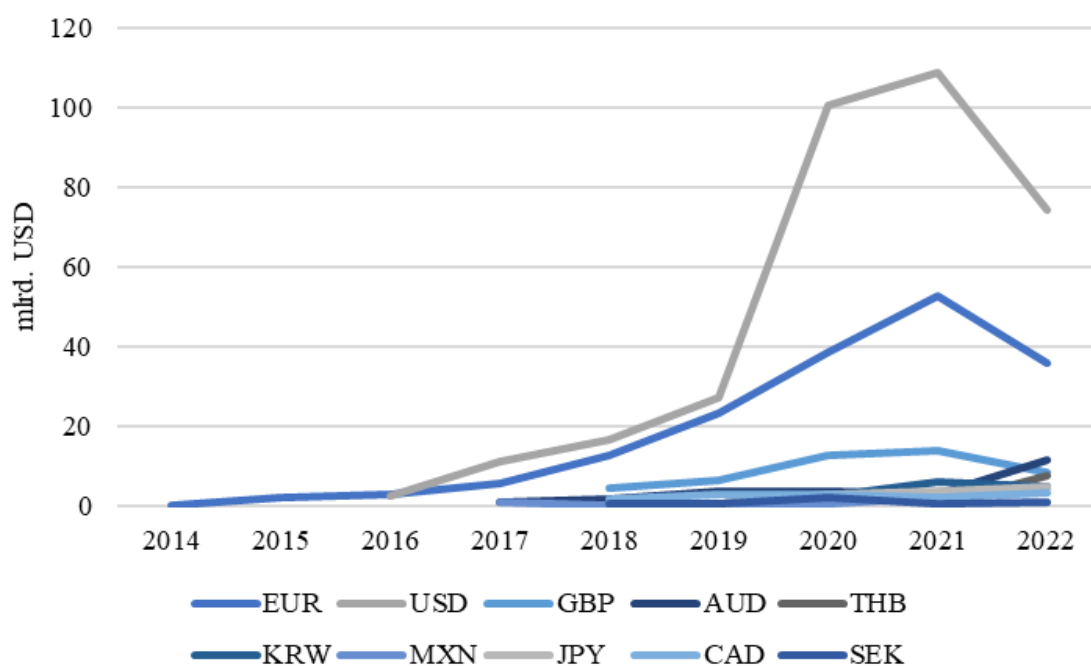
Slika 17 Udio izdanih održivih obveznica od 2014. do 2022. po vrsti izdavatelja



Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

Američki je dolar za razliku od ostalih analiziranih obveznica najzastupljenija valuta izdanja održivih obveznica. Razlog tome je što je većina izdavača sa različitih tržišta u nastajanju preferirala korištenje američkog dolara u odnosu na domaću valutu zbog njegove stabilnosti i prihvaćenosti na svjetskoj razini (Climate Bonds Initiative, *Market data*).

Slika 18 Ukupno izdane održive obveznice po valuti

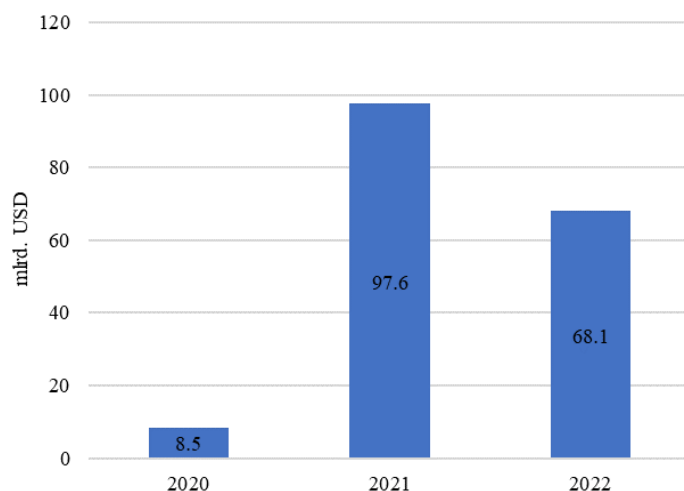


Izvor: Climate Bonds Initiative, *Market data*

#### 4.1.4. Statistički pokazatelji tržišta obveznica povezanih s održivošću

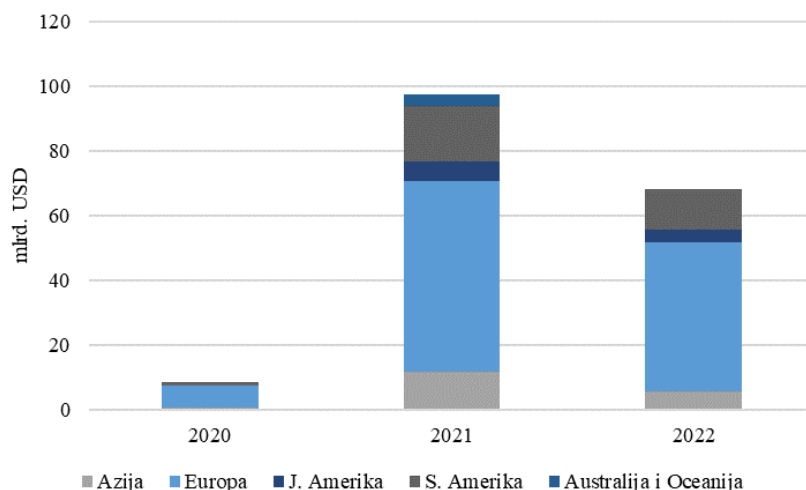
Obveznice povezane s održivošću (OPO) najmlađa su vrsta održivih vrijednosnica na tržištu. Prvi puta se pojavljuju 2019. u izdanju talijanske kompanije Enel, a iduće izdanje OPO-a se desilo tek u rujnu 2020 (Liberadzki, Jaworski, i Liberadzki, 2021.).

Slika 19 Ukupno izdane OPO po godini



Izvor: ICMA, *Sustainability-linked bonds market data*

Slika 20 Ukupno izdane OPO po regiji

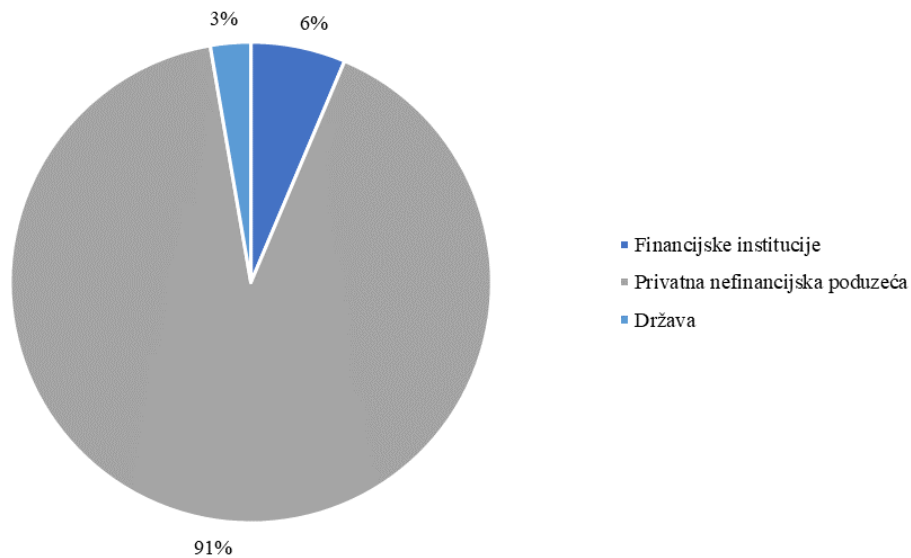


Izvor: ICMA, *Sustainability-linked bonds market data*

Nakon inicijalne pojave OPO na tržištu već u 2021. godini zabilježen je značajan rast izdanja obveznica povezanih s održivošću. Takav podatak ima smisla u kontekstu njihove prirode koja omogućava izdavateljima u industrijama koje nisu jasno ekološki ili društveno ugrožene da prikupljaju sredstva i financiraju vlastite projekte na održiv način. Također takva sredstva nisu vezana uz unaprijed određene projekte održivog razvoja već se mogu koristiti za potrebe razvoja poslovanja što OPO čini izuzetno privlačnom izdavateljima.



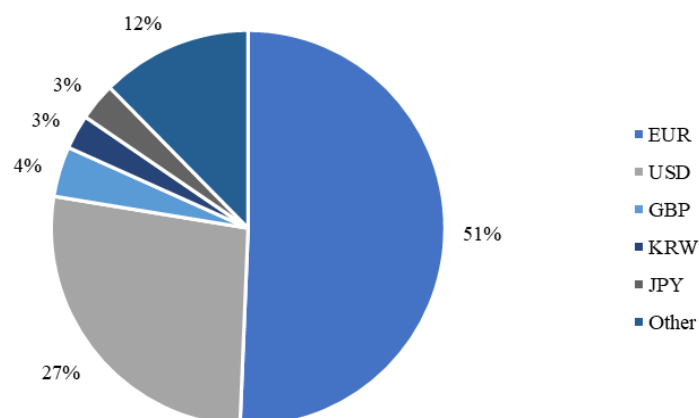
Slika 21 Udio izdanih OPO od 2020. do 2022. po vrsti izdavatelja



Izvor: ICMA, *Sustainability-linked bonds market data*

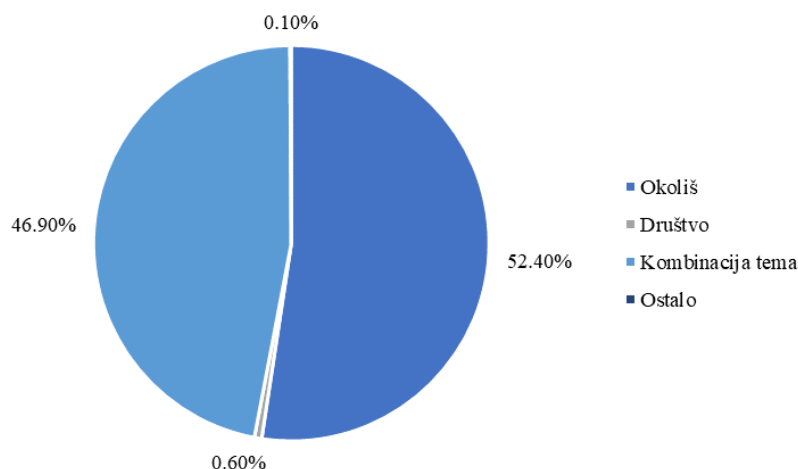
Najznačajniji izdavatelj OPO-a je privatni sektor. Takav pokazatelj nije neobičan s obzirom na veću razinu slobode koju poduzeća posjeduju po pitanju korištenja prihoda od strane OPO. Ovaj tip obveznice omogućuje sudionicima tržišta pristup sredstvima investitora koji žele i obraćaju pozornost na ESG pitanja a da se pritom ne moraju ograničiti na konkretnu vrstu projekta u kojeg žele ulagati.

Slika 22 Ukupno izdane OPO od 2020. do 2022. po valuti



Izvor: ICMA, *Sustainability-linked bonds market data*

Slika 23 Udio izdanih OPO od 2020. do 2022. po vrsti ključnih pokazatelja izvršenja



Izvor: ICMA, *Sustainability-linked bonds market data*

Specifičnost OPO-a je upravo u odabiru ključnih pokazatelja izvršenja stoga je ICMA sastavila zaseban pokazatelj za ovu vrstu obveznica koji ukazuje na tematiku indikatora u postojećim OPO-ima. ICMA definira pet mogućih tema: okolišna, društvena, upravljačka i kombinirana tematika indikatora te kategorija ostalo (ICMA, *Sustainability-linked bonds market data*). Najzastupljeniji su u postojećim OPO-ima indikatori okolišne tematike poput željenih razina emisija stakleničkih plinova. Odmah iduća kategorija su kombinirani indikatori koji mogu obuhvaćati bilo koju okolišnu, društvenu i upravljačku temu u bio kojoj kombinaciji. Ostale definirane teme nisu toliko zastupljene, tako nešto je i za očekivati s obzirom na razvoj same definicije ESG-a ali i poprilično svježeg nastanka tržišta.

## 4.2. Usporedba financijskih pokazatelja održivih vrijednosnica u odnosu na klasične vrijednosnice

Kao i kod svakog drugog teorijskog napretka u području ekonomije najznačajnija mjera jest uspješnost na tržištu, tako i za održive vrijednosnice. Nije neobično kako je najviše dostupnih akademskih radova o održivim vrijednosnicama vezano upravo uz pitanje njihove primjenjivosti u gospodarskom smislu. U ovom poglavlju koristit će se akademski radovi koji uz vlastitu analizu objedinjuju i mnoge druge radove kako bi se dobila čim općenitija slika.

### 4.2.1. Financijske karakteristike održivih vrijednosnica na tržištu

Tablica 1 prikazuje iznose srednjih vrijednosti kuponskih kamatnih stopa za različite vrste obveznica. Rezultati dolaze iz različitih izvora koji zasebno analiziraju različite vrste održivih vrijednosnica. Iako vremenski obuhvat dionica iz navedenih izvora nije u potpunosti isti,

prvenstveno zbog značajno kasnije implementacije obveznica povezanih s održivošću na tržište, podaci se smatraju barem donekle usporedivim. Takav zaključak proizlazi iz sljedećih opservacija:

- populacije dionica u sva tri istraživanja su dovoljno velike i značajne te
- kao što je pojašnjeno u prijašnjem poglavlju, većina održivih vrijednosnica dolazi iz Europe i izdane su u euru, od onih koje ostaju značajna je većina izdana u američkim dolarima neovisno o zemlji podrijetla. Gotovo sve su održive vrijednosnice izdane nakon 2015. godine kada ECB provodi kvantitativna popuštanja a istovremeno FED drži niske kamatne stope i inflaciju. Uzevši u obzir globalizaciju i međuovisnost svjetskih tržišta smatra se kako su tržišni uvjeti svih analiziranih vrijednosnica najmanje usporedivi ako ne i jednaki.

*Tablica 1 Usporedba kuponskih kamatnih stopa*

Vrsta vrijednosnice	Klasične obveznice <sup>1</sup>	Zelene obveznice <sup>2</sup>	Održive obveznice <sup>1</sup>	Obveznice povezane s održivošću <sup>3</sup>
Srednja vrijednost kuponske kamatne stope	1,87%	3,47%	2,09%	2,92%
Medijan kuponske kamatne stope	1,59%	3,64%	1,71%	2,88%

Izvor: Više izvora navedenih u bilješkama.

Kao što je vidljivo iz Tablice 1 održive vrijednosnice redovito imaju veću kuponsku kamatnu stopu od klasičnih obveznica.

Održive obveznice obično se izdaju na dulji period dospijeća i na veće iznose. Period dospijeća obično bude na više od pet godina na što ukazuje srednja vrijednost od 6,89 godina i medijan od 5,34 godine u odnosu na klasične obveznice čiji je period dospijeća karakteriziran srednjom vrijednosti od 6,15 i medijanom od 4,95. zanimljiva je primjedba autora istraživanja kako je i kreditni rejting izdavača održivih vrijednosnica uglavnom veći od onog izdavača

<sup>1</sup> Mathew, S. i Sivaprasad, S. (2022.), Sustainable Bonds, University of Westminster, London

<sup>2</sup> Lebelle, M., Lajili Jarjir, S. i Sassi, S. (2020.), Corporate Green Bond Issuances: An International Evidence, *Journal of Risk and Financial Management*, 25 (13)

<sup>3</sup> Berrada, T., Engelhart, L., Gibson, R. i Krueger, P. (2022.), The Economics of Sustainability Linked Bonds, University of Geneva, Geneva

klasičnih vrijednosnica (Mathew, i Sivaprasad, 2022.). Slične opservacije se bilježe i u zelenih obveznica. Njihovi izdavatelji su nerijetko boljeg kreditnog rejtinga i stabilnijih ekonomskih osnova. Period dospijeća je također dulji od pet godina srednje vrijednosti 6,57 godina i medijana 5 godina. Te kako se radi o obveznicama koje za cilj imaju investicije u značajne tranzicijske projekte, također im je iznos nerijetko velik (Lebelle, Lajili Jarjir, i Sassi, 2020.). Obveznice povezane s održivošću imaju najdulji prosječni period dospijeća od 8,20 godina i medijanom 7,29. U kombinaciji s visokim medijalnim iznosom vrijednosti izdanja od 500 milijuna USD očito je kako se OPO koriste za velika kapitalna ulaganja u duljem roku (Berrada, Engelhart, Gibson, i Krueger, 2022.).

Sudeći po rezultatima analiziranih održivih vrijednosnica može se zaključiti kako neovisno o svojoj vrsti imaju neke generalno zajedničke karakteristike. Obično se radi o velikim izdanjima u svrhu značajnih investicija, perioda dospijeća duljeg od pet godina i izdavatelji su nerijetko višeg kreditnog rejtinga.

#### **4.2.2. Premija održivosti**

Prilikom istraživanja održivih vrijednosnica, istraživači su naišli na fenomen premije uzrokovane ciljem održivosti u zelenih obveznica. Fenomen se naziva Greenium (od eng. green premium). Tako je Zerbib među prvima na manjoj populaciji, točnije jednoj petini zelenih obveznica izdanih do kraja 2016. godine, identificirao postojanje te premije. Njegovi rezultati ukazuju na premiju od -8 baznih bodova u cjelokupnom investicijskom razredu obveznica, -5 baznih bodova na zelenim obveznicama u USD-u u izdanjima većim od 100 milijuna dolara, te -2 bazna poena u obveznicama istih karakteristika izdanih u euru. Dok se ta premija još i više povećava u zelenim obveznicama rejtinga nižeg od AAA, do -9 baznih bodova u USD obveznicama i -4 u EUR obveznicama (Zerbib, 2017.). Kasnija su istraživanja potvrdila postojanje tog fenomena na većim populacijama zelenih obveznica. Grishunin i Bukreeva su tako potvrdili postojanje Greenium-a na europskom tržištu zelenih obveznica od -4 baznih bodova. Značajno, njihova je analiza otkrila kako neka europska tržišta poput onog Velike Britanije, Francuske, Nizozemske te Njemačke ukazuju na manjak spomenute premije, točnije ona se na tim nacionalnim tržištima ne manifestira (Grishunin, i Bukreeva, 2022.). Takvi rezultati sugeriraju kako Greenium nije nužno intrinzično vezan uz zelene obveznice već ovisi o drugim čimbenicima tržišta. Iako ova hipoteza nije jednoznačno potvrđena u korist joj ide i istraživanje provedeno od strane Lackera i Wattsa koji su pokazali kako Greenium ne postoji na američkom tržištu vrijednosnica izdanih od strane lokalne samouprave. Njihov je zaključak kako ulagači na tom tržištu nisu spremni odreći se dobitka u korist okolišne

dobrobiti. Nadalje, iznose stav kako zbog specifičnosti tog tržišta upravo na njemu postoji najveća šansa pojavljivanja Greeniuma te proširuju zaključak kako je nepostojanje Greeniuma na drugom tipu tržišta vrijednosnica malo vjerojatno (Lacker, i Watts, 2019.).

Kumar je pokušao dokazati postojanje Sustainiuma (od eng. sustainable premium) i iako je naišao na postojanje manjih razlika u prinosu fiksnog povrata na održive obveznice, podaci su okarakterizirani kao neuvjerljivi i nedovoljni da se dokaže postojanje Sustainiuma (Kumar, 2022.). U slučaju OPO-a ovisno o uspješnosti izvršenja definiranih ciljeva izdavači mogu profitirati od svojevrsne premije ali i ne moraju. Prema Kölbelu i Lambillonu 65% izdavatelja OPO-a je imalo koristi od premije na svoju obveznicu dok ostalih 35% nije (Kölbel, i Lambillon, 2022.).

### **4.3. Prednosti i rizici korištenja održivih vrijednosnica na temelju empirijskih podataka**

Održive vrijednosnice imaju vrlo očite prednosti za izdavatelje koji žele provesti tranziciju i proširiti svoj krug investitora no kao i svaki drugi novi instrument tržišta potrebno je odmjeriti njihove prednosti i mane.

Zelene i održive obveznice prilikom najave prvog izdanja od strane izdavatelja prouzrokuju negativnu reakciju tržišta. Ta se reakcija očituje u padu vrijednosti dionice izdavatelja (Lebelle, Lajili Jarjir, i Sassi, 2020.). Doduše unatoč negativnoj reakciji, istraživanja pokazuju kako održive vrijednosnice već u prve tri godine od izdanja imaju bolji povrat i sveukupno jači nastup na tržištu od klasičnih obveznica (Mathew, i Sivaprasad, 2022.). Obje vrste obveznica imaju bolju reakciju tržišta, točnije manje primjetnu negativnu reakciju, pri uzastopnim izdanjima obveznica (Lebelle, Lajili Jarjir, i Sassi, 2020.) što proizlazi iz činjenice da su investitori već jednom procijenili sposobnost izdavatelja da izda održivu vrijednosnicu i očuva njenu profitabilnost. Pri prvim izdanjima obveznice najvjerojatnije se bilježi negativna reakcija tržišta jer, iako to daje signal osviještenosti izdavatelja za društvene i/ili ekološke probleme, sam čin tranzicije je ono što može značiti značajne promijene u poslovanju izdavatelja. Investitori pritom moraju uračunati rizik od neuspjeha očuvanja iste profitabilnosti izdavatelja uslijed tranzicijskih kretanja (Mathew, i Sivaprasad, 2022.).

Izdavatelji održivih obveznica u odnosu na klasične obveznice imaju i veću uspješnost što se očituje u većoj tržišnoj vrijednosti i ukupnoj vrijednosti imovine. Nadalje postoji dinamika koja ukazuje kako u dugom roku izdavatelji postaju više održivi pritom

povećavajući svoju ESG ocjenu. Veća ESG ocjena daje garanciju bolje uspješnosti održivih vrijednosnica izdavatelja što potom dovodi do većih kreditnih rejtinga i još bolje održivosti (Mathew, i Sivaprasad, 2022.).

OPO izdavatelji imaju korist od niže cijene kapitala. Takav zaključak se ishodi iz činjenice da je prosječno povećanje kuponske kamatne stope niže od premije na OPO i stupa na snagu najčešće u zadnjoj ili nekoliko posljednjih godina života obveznice. Nadalje većina OPO-a se izdaje s mogućnošću opoziva obveznice što dodatno može smanjiti troškove potencijalnih nezadovoljenja SPT-ova.

Specifično za održive vrijednosnice je što omogućuju investitorima da usmjeravaju svoja sredstva u ESG ciljeve i projekte te na taj način zadovoljavaju i usklađuju svoje financijske i moralne potrebe. Pritom ulaganja u takve ciljeve grade ili pojačavaju reputaciju svih uključenih. Specifično kako izdavatelji imaju obvezu pri izdavanju OPO-a da se zadovolje unaprijed određeni SPT-ovi, te ukoliko u tome ne uspiju postoje određene promijene u financijskim odrednicama obveznice nauštrb izdavatelja. Ukoliko dođe do takvih promjena, u slučaju ulagatelja kojima je stalo do ESG pitanja, dolazi do svojevrsnog paradoksa zato što neuspjeh izvršenja zacrtanih ESG ciljeva znači financijsku korist ulagatelja, točnije njegovi financijski ciljevi i etički ciljevi dolaze u sukob. Takvi događaji mogu imati implikacije na ulagatelja u kontekstu njegove reputacije (Broadway, 2022.).

Tržište održivih vrijednosnica ima i svoje mane koje čine ulaganja manje privlačnim. Unatoč značajnom pritisku regulatora za povećanjem transparentnosti, tržište je još uvijek mlado i pojavljuje se fenomen „greenwashinga“. Greenwashing označuje svjesno ili nesvjesno lažno prikazivanje poslovanja, ciljeva ili radnji sudionika ESG prihvatljivima dok to one zaista nisu. Takve radnje mogu imati trajne posljedice na reputaciju ulagača, a na izdavatelja utječu ne samo rizikom reputacije već i implikacijama na poslovanje izdavatelja. Nadalje takvi incidenti utječu na percepciju sigurnosti cjelokupnog tržišta (Jones, i Comfort, 2020.).

Nadalje, jedan od značajnijih problema tržišta održivih vrijednosnica je u verifikaciji i reviziji dokumenata objavljenih u procesu izdavanja vrijednosnica, za vrijeme života vrijednosnica i pri ispunjenju uvjeta definiranih vrijednosnicama, pritom se poseban naglasak stavlja na OPO. Naime trenutno postoji više tržišnih sudionika koji daju svoje mišljenje o vrijednosnici, kredibilitnosti samog instrumenta ali i njihova izdavatelja. Problem leži u činjenici da ti revizori donose zaključke na temelju informacija koje su im dostavljene od

strane izdavatelja te pritom nerijetko ne garantiraju i ograđuju se od odgovornosti u slučaju da informacije nisu potpune, točne ili aktualne (Jones, i Comfort, 2020.).

## **5. STUDIJA SLUČAJA OBVEZNICE POVEZANE S ODRŽIVOŠĆU NA PRIMJERU IZ REPUBLIKE HRVATSKE**

Meritus ulaganja d.d. (u nastavku: društvo) prvo je društvo u Republici Hrvatskoj koje je izdalo obveznicu povezanu s održivošću na Zagrebačkoj burzi. U narednom poglavlju izvršiti će se studija slučaja navedene obveznice.

### **5.1. Proces izdavanja obveznice**

Na web stranicama M+ Grupe 31. svibnja 2022. godine objavljena je Obavijest o razmatranju izdavanja i uvrštenja na tržište obveznica povezanih s održivim poslovanjem. Društvo je u obavijesti napomenulo kako se razmatra izdavanje OPO obveznica na domaćem tržištu kapitala u nominalnom iznosu najviše do 60.000.000,00 eura. Već je u obavijesti predviđeno jednokratno dospjeće glavnice nakon 5 godina (Meritus Ulaganja d.d., 2022).

Početak srpnja na web stranicama Grupe objavljen je Okvirni dokument za izdavanje OPO-a (eng. Sustainability-Linked Bond Framework; u nastavku: okvirni dokument). Društvu je u izradi okvirnog dokumenta kao tehnički savjetnik asistiralo društvo Ernst & Young Savjetovanje d.o.o. Pri izradi okvirnog dokumenta korištena su ICMA-ina načela te je zatraženo i dobiveno neovisno mišljenje od strane društva Sustainalytics (Meritus + Grupa, 2022.). Simultano je sastavljen prospekt koji je odobren od Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga te su rješenje i pojednostavljeni prospekt objavljeni tjedan dana nakon okvirnog dokumenta. U prospektu za razliku od inicijalnih informacija stoji kako će maksimalan nominalni iznos izdanja biti do 50.000.000,00 eura, te da je očekivani, odnosno ciljani iznos 40.000.000,00. Agent izdanja je Erste&Steiermärkische Bank d.d. (Meritus + Grupa, 2022.) Tokom srpnja društvo je održalo prezentacije investitorima te je 25. srpnja objavljen Javni poziv na upis obveznica povezanih s održivim poslovanjem društva Meritus ulaganja d.d. (Meritus Ulaganja d.d., 2022) Konačni uvjeti izdanja obveznica u kojima je ujedno i potvrđena uspješnost izdanja u nominalnom iznosu od 40.000.000,00 eura objavljeni su 29. srpnja (Meritus Ulaganja d.d., 2022), istog dana kad je i Zagrebačka burza donijela odluku o odobrenju uvrštenja obveznica na Službeno tržište (Zagrebačka burza, 2022). Time je i završio proces izdavanja obveznice.



## 5.2. Karakteristike obveznice

Izdano je ukupno 400 obveznica nominalnog iznosa od 100.000,00 eura. U trenutku izdanja valuta namire bila je hrvatska kuna prema srednjem tečaju Hrvatske narodne banke. To se uvoženjem eura promijenilo. Dospijeće glavnice je nakon pet godina, 29. srpnja 2027. a otplata jednokratna po dospijeću. Obveznice imaju fiksnu kamatnu stopu od 4,25% uz polugodišnju isplatu kamata (Meritus Ulaganja d.d., 2022).

U skladu s ICMA-inim smjernicama za izdanje obveznica odabrana su dva KPI-a. Prvi KPI je vezan uz smanjenje Opsega 1 i 2 emisija stakleničkih plinova. Ovaj se pokazatelj smatra ključnim zato što je opći strateški cilj društva postići smanjenje emisija stakleničkih plinova Opsega 1 i 2 za 58,8% do 2035. i s obzirom da takva smanjenja doprinose UN-ovom cilju održivog razvoja broj 13 koji je jedan od ciljeva UN-a u primarnom fokusu društva (Meritus + Grupa, 2023.). Društvo je vezano uz ovaj ključni pokazatelj definiralo ambiciozan cilj izvršenja (SPT) smanjenja svojih emisija u kontekstu opsega 1 i 2 za 25,2% do 2027. godine u odnosu na baznu 2021. SPT je definiran u skladu s kriterijima pristupa apsolutne kontrakcije od strane Inicijative znanstveno utemeljenih ciljeva (eng. Science Based Target initiative) za usklađivanje sa scenarijem od 1,5°C iz Pariškog sporazuma (Meritus + Grupa, 2022.).

Drugi KPI obveznice jest postizanje uravnoteženije rodne raznolikosti u upravljačkim timovima. On je u skladu s UN-ovim ciljevima održivog razvoja 5 i 5.5 koji žele osigurati da žene u potpunosti i djelotvorno sudjeluju i imaju jednake mogućnosti sudjelovanja u upravljanju na svim razinama donošenja odluka u političkom, gospodarskom i javnom životu te s UN-ovim ciljem održivog razvoja 10 koji naglašava važnost smanjenja nejednakost unutar i između država, što je u skladu s poslovnim operacijama društva koja su raspoređena diljem svijeta (Meritus + Grupa, 2023.). Za postizanje ovog KPI-a postavljen je SPT kojim je definirano postizanje zastupljenost od 51% žena u upravljačkim timovima Grupe, uključujući upravu i nadzorni odbor, do kraja 2030. godine (Meritus + Grupa, 2022.).

Za oba cilja određen je datum promatranja uspješnosti na 31. prosinca 2024. Kako bi se smatralo da su ciljevi izvedivi do tog datuma društvo mora smanjiti svoje emisije Opsega 1 i 2 za najmanje 15% u odnosu na baznu 2021. godinu te zastupljenost žena u upravljačkim timovima Grupe od najmanje 47% u upravljačkim timovima Grupe, odnosno povećanje od najmanje 4 postotna poena u odnosu na baznu 2022. godinu (Meritus + Grupa, 2022.). Ako društvo ne uspije zadovoljiti jedan od ciljeva, ne objavi popratnu dokumentaciju i godišnje

izvješće ili neovisni ocjenjivač ne može jednoznačno potvrditi izvršenje ciljeva, smatra se da je nastupio razlog za povećanje kamatne stope. Ako dođe do razloga povećanja, fiksna kamatna stopa uvećati će se za 0,75 postotnih poena, na ukupno 5 % te će se kao takva primjenjivati počevši od prvog dana nakon datuma dospijeca kamata koji slijedi neposredno nakon nastupa razloga za povećanje kamatne stope (Meritus + Grupa, 2022.). Društvo je također dužno o svom napretku i bilo kakvim izmjenama uvjeta obveznice obavijestiti javnost u godišnjem izvješću (Meritus + Grupa, 2022.).

### **5.3. Analiza trgovinskih podataka**

Prema izvorima sa web stranice Zagrebačke burze do datuma izrade ovog rada nije se trgovalo obveznicom na sekundarnom tržištu (Zagrebačka burza, *Meritus ulaganja d.d. - Obveznica povezana s održivošću*). Takvo ponašanje sudionika burze i vlasnika obveznice posljedica su nelikvidnog tržišta i strategije ulagača u primarnoj emisiji koja se očituje kroz „buy and hold“ metodu (Knežević, 2023.). U korist takvoj argumentaciji dolazi i informacija kako se od ožujka pa sve do početka studenog 2022., period u kojem se vršio proces izdavanja obveznice, vrijednost dionice društva nije mijenjala, štoviše dionicama se nije ni trgovalo (Zagrebačka burza, *Meritus ulaganja d.d. – Redovna dionica*). Takva informacija je u sukobu sa u prethodnom poglavlju iznesenim rezultatima istraživanja svjetskih tržišta koja po pitanju vrijednosti dionice reagiraju negativno pri prvoj objavi o izdavanju održivih vrijednosnica. Radi li se o inerciji ulagača, nerazvijenosti tržišta ili o nekom drugom problemu nije moguće jednoznačno utvrditi bez daljnjeg istraživanja, no to nije tema ovog rada. Zanimljiva informacija koja može služiti kao protuargument navedenoj tvrdnji o nelikvidnosti tržišta jest da se OPO obveznicom Zagrebačkog holdinga izdanom u srpnju 2023. do pisanja ovog rada već trgovalo unutar prvih mjesec dana njezinog postojanja na tržištu (Zagrebačka burza, *Zagrebački holding d.o.o. - Obveznica povezana s održivošću*).

## 6. ZAKLJUČAK

Primarni cilj ovog rada bio je istražiti održive vrijednosnice, novu vrstu financijskih instrumenata na tržištu obveznica i općenito svijetu održivih financija te dati sveobuhvatan pregled u svrhu razumijevanja i poticanja daljnje implementacije i istraživanja ovih instrumenata. Cilj ovih instrumenata je prikupiti sredstva potrebna za ostvarenje okolišnih, društvenih i upravljačkih ciljeva.

Prvo se proučilo različite vrste obveznica definirane od strane ICMA-e. Zaključuje se kako postoje unutar klasifikacije održivih vrijednosnica dvije krovne grane. Prva obuhvaća vrijednosnice s ciljanom potrošnjom a druga održive vrijednosnice s općom namjenom. Unutar prve kategorije nalaze se zelene obveznice, društvene obveznice i održive obveznice dok drugu kategoriju čine obveznice povezane s održivošću.

Nakon definiranja različitih vrsta održivih vrijednosnica pokazala se važnost njihove upotrebe iz perspektive europskih regulatora koji Strategijom za financiranje tranzicije prema održivom gospodarstvu potiču korištenje instrumenata održivih financija i tranzicije. Ti će se ciljevi dodatno pojačati uvođenjem Uredbe o zelenim obveznicama koja omogućava izdavateljima korištenje naziva europska zelena obveznica implementacijom određenih standarda i uvjeta.

Potom se dao pregled povijesnog razvoja tržišta održivih vrijednosnica te prednosti i mana njihovog korištenja. Ukazalo se na značajan rast i razvoj svih vrsta održivih vrijednosnica na svjetskim tržištima, a napose u Europi. Istaknula se negativna reakcija tržišta prilikom najave izdavanja prvih održivih vrijednosnica, prednost održivih vrijednosnica u financijskim pokazateljima u odnosu na klasične vrste obveznica poput veće kuponske kamatne stope i premije. Pojašnjen je pojam greeniuma i sustainiuma te su istaknute mane tržišta poput problema greenwashinga i disperzije odgovornosti u verifikaciji podataka.

Naposlijetku, sva teoretska saznanja primijenjena su u studiji slučaja prve hrvatske obveznice povezane s održivošću. Pokazan je proces njene objave i njene karakteristike. Argumentiran je razlog i način odabira njenih KPI-eva i SPT-ova. Prokomentiran je manjak aktivnosti na sekundarnom tržištu po pitanju navedene obveznice i primijećen zanimljiv problem hrvatskog tržišta održivih vrijednosnica koji iziskuje zasebno istraživanje. Konačno, radom je pružen sveobuhvatan pregled održivih vrijednosnica kako na hrvatskom tako i na svjetskim tržištima.

## Literatura

- Aglietta, M., Hourcade, J. C., Jaeger, C., & Fabert, B. P. (2015), Financing transition in an adverse context: Climate finance beyond carbon finance, *International Environmental Agreements: Politics, Law and Economics*, 15(4), 403–420.
- Ahlström, H. i Monciardini, D. (2021.), The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms, *Journal of Business Ethics*, 177, 193–212. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-021-04763-x>
- Bachelet, M.J., Becchetti, L., Manfredonia, S. (2019). The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification. *Sustainability*, 11 (1098), 1-22.
- Basić, L., Hernaus, A. I. (2019.), Uloga burze vrijednosnica u sustavu održivih i odgovornih financijskih ulaganja: analiza poslovnog slučaja, *Zbornik Ekonomskog Fakulteta u Zagrebu*, 17(2), 75-100
- Berrada, T., Engelhart, L., Gibson, R. i Krueger, P. (2022.), The Economics of Sustainability Linked Bonds, University of Geneva, Geneva
- Broadway, L. (2022.), Should trustees invest in sustainability-linked bonds?, *Trusts & Trustees*, 28 (4), 275–280. <https://academic.oup.com/tandt/article/28/4/275/6529469>
- Climate Bonds Initiative, *Market data* [online] dostupno na: <https://www.climatebonds.net/market/data/> [18. kolovoza 2023.]
- Climate Bonds Initiative (b.d.), Sustainability-Linked Bonds (SLBs), preuzeto 09. rujna 2023. s <https://www.climatebonds.net/market/SLBs>
- Cunha, F. A. F. d. S., Meira, E., i Orsato, R. J. (2021), Sustainable finance and investment: Review and research agenda, *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3821–3838. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/bse.2842>
- Ehlers, T. i Packer, F. (2017.), Green Bond Finance and Certification, *BIS Quarterly Review*, 3/17, 89-104. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3042378#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3042378#)
- European Commission (b.d.), Corporate sustainability reporting, preuzeto 15. kolovoza 2023. s [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)

- Europska Komisija (2021.), Strategija za financiranje tranzicije prema održivom gospodarstvu, COM(2021), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX:52021DC0390>
- Giraldez, J. i Fontana, S. (2022.), Sustainability-linked bonds: the next frontier in sovereign financing, *Capital Markets Law Journal*, 17 (1) 8-19. <https://academic.oup.com/cmlj/article/17/1/8/6470610>
- Goel, R., Gautam, D. i Natalucci, F. (2022.), Sustainable Finance in Emerging Markets: Evolution, Challenges, and Policy Priorities, IMF Working Paper, IMF, Washington
- González Martínez, C. I. (2021.), Overview of global and European institutional sustainable finance initiatives, *Banco de Espana Article*, 30/21 [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3937147](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3937147)
- Grishunin, S. i Bukreeva, A. (2022.), In Search of Greenium. Analysis of Yields in the European Green Bond Markets, *Procedia Computer Science*, 214 (2022), 156-163
- ICMA (2020.), Climate Transition Finance Handbook [e-publikacija], preuzeto s <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/climate-transition-finance-handbook/>
- ICMA (2021.), Green Bond Principles [e-publikacija], preuzeto s <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>
- ICMA (2021.), Social Bond Principles [e-publikacija], preuzeto s <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/>
- ICMA (2021.), Sustainability Bond Guidelines [e-publikacija], preuzeto s <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/>
- ICMA (2021.), Sustainability-Linked Bond Principles [e-publikacija], preuzeto s <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>
- Jones, P. i Comfort, D. (2020.), Sustainability Bonds and Green Bonds in the Retail Sector, *International Journal of Sales*, 9 (1). 37-43.
- Knežević, A. (2023.), *Od prinosa zbog investicija u bolji svijet još se nikomu nije zavrtilo u glavi* [online], Lidermedija, dostupno na: <https://lidermedia.hr/tvrtke-i->

[trzista/od-prinosa-zbog-investicija-u-bolji-svijet-jos-se-nikomu-nije-zavrtjelo-u-glavi-148719](#) [25. kolovoza 2023.]

- Kölbel, J. F. i Lambillon, A. P. (2022.), Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds, University of Zurich, Zurich
- Kossoy, A. (2005.), The Role of Carbon Finance in Project Development, u: Silveira, S. (ur.), *Bioenergy - Realizing the Potential* (str. 179-187), Amsterdam: Elsevier Science
- Kumar, S. (2022.) A quest for sustainium (sustainability premium): review of sustainable bonds, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 26 (3) 1-18. [https://www.researchgate.net/publication/358116976\\_A\\_QUEST\\_FOR\\_SUSTAINIUM\\_SUSTAINABILITY\\_PREMIUM\\_REVIEW\\_OF\\_SUSTAINABLE\\_BONDS](https://www.researchgate.net/publication/358116976_A_QUEST_FOR_SUSTAINIUM_SUSTAINABILITY_PREMIUM_REVIEW_OF_SUSTAINABLE_BONDS)
- Kumar, S., Sharma, D., Rao, S. *et al.* (2022.), Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research, *Ann Oper Res*, preuzeto s <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04410-8>
- Kumar, S., Sharma, D., Rao, S. *et al.* (2022.), Correction to: Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research, *Ann Oper Res*, preuzeto s <https://link.springer.com/article/10.1007/s10479-022-04535-4>
- Lacker, D. F. I Watts, E. M. (2019.), Where's the Greenium?, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 239, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 19-14, Journal of Accounting and Economics*, 69 (2–3), Dostupno na <https://ssrn.com/abstract=3333847>
- Lebelle, M., Lajili Jarjir, S. i Sassi, S. (2020.), Corporate Green Bond Issuances: An International Evidence, *Journal of Risk and Financial Management*, 25 (13)
- Liberadzki, M., Jaworski, P. i Liberadzki, K. (2021.), Spread Analysis of the Sustainability-Linked Bonds Tied to an Issuer's Greenhouse Gases Emissions Reduction Target, *Energies*, 14 (7918) <https://doi.org/10.3390/en14237918>
- Mathew, S. i Sivaprasad, S. (2022.), Sustainable Bonds, University of Westminster, London
- Meritus + Grupa (2023.), Izvješće o održivosti 2022. [e-publikacija], preuzeto s <https://mplusgroup.eu/esg>

- Meritus + Grupa (2022.), Obavijest o konačnim uvjetima izdanja obveznica povezanih s održivim poslovanjem (sustainability-linked bonds) [e-publikacija], preuzeto s [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULRA0009&tab=stock\\_news](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULRA0009&tab=stock_news)
- Meritus + Grupa (2022.), Okvirni dokument za izdavanje obveznica povezanih s održivim poslovanjem, [e-publikacija], preuzeto s [https://mplusgroup.eu/sites/default/files/corporate-governance/hr/meritus\\_ulaganja\\_d.d.\\_okvirni\\_dokument\\_za\\_izdavanje\\_obveznica\\_zajedno\\_sa\\_neovisnim\\_misljenjem\\_vanjskog\\_ocjenjivaca.pdf](https://mplusgroup.eu/sites/default/files/corporate-governance/hr/meritus_ulaganja_d.d._okvirni_dokument_za_izdavanje_obveznica_zajedno_sa_neovisnim_misljenjem_vanjskog_ocjenjivaca.pdf)
- Meritus + Grupa (2022.), Pojednostavljeni prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja obveznica povezanih s održivim poslovanjem [e-publikacija], preuzeto s [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULRA0009&tab=stock\\_news](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULRA0009&tab=stock_news)
- Meritus Ulaganja d.d. (2022), Javni poziv na upis obveznica povezanih s održivim poslovanjem društva Meritus ulaganja d.d. [e-publikacija], preuzeto s <https://mplusgroup.eu/hr/obavijesti>
- Meritus Ulaganja d.d. (2022), Obavijest o konačnim uvjetima izdanja obveznica povezanih s održivim poslovanjem (sustainability-linked bonds) [e-publikacija], preuzeto s <https://mplusgroup.eu/hr/obavijesti>
- Meritus Ulaganja d.d. (2022), Obavijest o razmatranju izdavanja i uvrštenja obveznica povezanih s održivim poslovanjem, (sustainability-linked bonds) [e-publikacija], preuzeto s <https://mplusgroup.eu/hr/obavijesti>
- Nordea bank (b.d.), Social bonds: Investing to improve social conditions, preuzeto 09. rujna 2023. s <https://www.nordea.com/en/news/social-bonds-investing-to-improve-social-conditions>
- Prijedlog Uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o europskim zelenim obveznicama, 2021/0191 (COD), Europska Komisija (2021.) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>
- Segal, T. (2022.), Green Bond: Types, How to Buy, and FAQs, *Investopedia*, preuzeto s <https://www.investopedia.com/terms/g/green-bond.asp>
- Tuškan Sjauš, B., Mihelja Žaja, M. (2020.) Green Bonds: Market Challenges for Innovative and Specialised Financing Instruments, *Conference Proceedings of the International Conference on the Economics of Decoupling (ICED)*, Zagreb: Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti (HAZU), 367 - 383.

- United Nations Climate Change (b.d.), Introduction to Climate Finance, preuzeto 31. svibnja 2023. s <https://unfccc.int/topics/introduction-to-climate-finance>
- Vulturius, G., Maltais, A. i Forsbacka, K. (2022.), Sustainability-linked bonds – their potential to promote issuers’ transition to net-zero emissions and future research directions, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2022.2040943>
- Zagrebačka burza, *Meritus ulaganja d.d. - Obveznica povezana s održivošću* [online baza trgovinskih podataka], dostupno na: <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULO277E9> [25. kolovoza 2023.]
- Zagrebačka burza, *Meritus ulaganja d.d. – Redovna dionica* [online baza trgovinskih podataka], dostupno na: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULRA0009&tab=stock\\_trade](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRMRULRA0009&tab=stock_trade) [25. kolovoza 2023.]
- Zagrebačka burza (2022.), Odluka Burze o uvrštenju [e-publikacija], preuzeto s <https://eho.zse.hr/obavijesti-izdavatelja/view/45171>
- Zagrebačka burza, *Zagrebački holding d.o.o. - Obveznica povezana s održivošću* [online baza trgovinskih podataka], dostupno na: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRZGHOO287A8&tab=stock\\_trade](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRZGHOO287A8&tab=stock_trade) [25. kolovoza 2023.]
- Zerbib, O. D. (2017.), *The Green Bond Premium*, University of Lyon, Lyon

## Popis slika

<i>Slika 1 Teorijski okvir održivog i odgovornog investicijskog tržišta.....</i>	9
<i>Slika 2. Principi održivih vrijednosnica .....</i>	13
<i>Slika 3. Geografska raspodjela izdanja zelenih obveznica od 2014. do 2022. (mlrd. USD)</i> .....	27
<i>Slika 4 Ukupno izdane zelene obveznice po regiji.....</i>	28
<i>Slika 5 Ukupno izdane zelene obveznice po vrsti tržišta .....</i>	28
<i>Slika 6 Udio izdanih obveznica od 2014. do 2022. po vrsti izdavatelja.....</i>	29
<i>Slika 7 Ukupno izdane zelene obveznice po valuti .....</i>	30
<i>Slika 8 Korištenje prihoda od ukupno izdanih zelenih obveznica .....</i>	30



<i>Slika 9 Geografska raspodjela izdanja društvenih obveznica od 2014. do 2022. (mlrd. USD)</i> .....	32
<i>Slika 10 Ukupno izdane društvene obveznice po regiji</i> .....	32
<i>Slika 11 Ukupno izdane društvene obveznice po vrsti tržišta</i> .....	33
<i>Slika 12 Udio izdanih društvenih obveznica od 2014. do 2022. po vrsti izdavatelja</i> .....	33
<i>Slika 13 Ukupno izdane društvene obveznice po valuti</i> .....	34
<i>Slika 14 Geografska raspodjela izdanja održivih obveznica od 2014. do 2022. (mlrd. USD)</i> .....	35
<i>Slika 15 Ukupno izdane održive obveznice po regiji</i> .....	35
<i>Slika 16 Ukupno izdane održive obveznice po vrsti tržišta</i> .....	36
<i>Slika 17 Udio izdanih održivih obveznica od 2014. do 2022. po vrsti izdavatelja</i> .....	36
<i>Slika 18 Ukupno izdane održive obveznice po valuti</i> .....	37
<i>Slika 19 Ukupno izdane OPO po godini</i> .....	38
<i>Slika 20 Ukupno izdane OPO po regiji</i> .....	38
<i>Slika 21 Udio izdanih OPO od 2020. do 2022. po vrsti izdavatelja</i> .....	39
<i>Slika 22 Ukupno izdane OPO od 2020. do 2022. po valuti</i> .....	39
<i>Slika 23 Udio izdanih OPO od 2020. do 2022. po vrsti ključnih pokazatelja izvršenja</i> .....	40

## **Popis tablica**

<i>Tablica 1 Usporedba kuponskih kamatnih stopa</i> .....	41
---	----

# Životopis

## LUKA DRAGANIĆ

+385995121321

luka.draganic@gmail.com

### POVIJEST RADA

---

11/2022 – danas **Analitičar rizika (studentska pozicija), Privredna banka Zagreb - Zagreb**

- Analiza rizičnog portfelja banke
  - Analiza ESG rizika klijenata, obrada podataka, pisanje mišljenja o rizicima, korištenje umjetne inteligencije u svrhe ubrzanja procesa izrade mišljenja
  - Proučavanje legislative povezane s financijskim institucijama, studija ESG-a i dobrovoljnih smjernica, pronalazak rješenja i načina implementacije istih
  - Pisanje internih pravilnika i smjernica
  - Stvaranje sustava ocjenjivanja rizika i razvoj alata i procesa procijene ESG rizika
- 02/2022 – 11/2022 **Konzultant pripravnik, Ernst & Young Savjetovanje – Zagreb**

- Prikupljanje i obrada podataka za različite klijente i projekte
- Asistiranje višim konzultantima u razvoju praktičnog načina obrade ESG podataka
- Pisanje različitih izvješća za klijente i njihove dionike na engleskom I hrvatskom jeziku, prijevod različitih zakona, regulative, edukacijskih sadržaja itd.
- Rad na AQR projektu
- Rad na razvoju i objavi prve obveznice povezane s održivošću u Hrvatskoj
- Izrada edukacijskog sadržaja vezanog uz europsku legislativu koja se odnosi na financijske institucije za zaposlenike nekoliko banaka u Hrvatskoj

10/2018 - 09/2021 **Demonstrator, Ekonomski fakultet Zagreb, Katedra za pravo – Zagreb**

- Prikupljanje i obrada podataka za potrebe katedre
- Upravljanje i obrada privatnih podataka studenata u fizičkom i online formatu, online format je bio implementiran kroz suradnju s kolegom kako bismo ubrzali obradu podataka
- Pomoć profesoru u organizaciji Zagreb International Conference on the Law of Obligations

### OBRAZOVANJE

---

**2017 - Magistar ekonomije - smjer financije, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu**

- Integrirani preddiplomski i diplomski studij
- Vještine i znanja iz područja financijskih institucija i tržišta, regulacije financijskih tržišta, monetarne analize, upravljanja likvidnošću, međunarodnih financija, fiskalne politike, upravljanja javnim dugom i međunarodnih aspekata oporezivanja

**POVIJEST VOLONTIRANJA** \_\_\_\_\_

**2020 - 2022 Institutional Investors Lab – Zagreb**

- Glavni koordinator za virtualne institucionalne investitore i član web development tima
- Osnovao virtualnu tvrtku s kolegama i samostalno izradio plan upravljanja rizicima koristeći različite postojeće modele
- Kreiranje i upravljanje portfeljem
- Pomoć drugim studentskim kolegama u izradi dokumenata s ključnim informacijama o investitorima

**2016 - 2017 Udruga Srednjoškolaca – Zagreb/Krapina/Brisel**

- Vođenje korespondencije s međunarodnim institucijama i investitorima

**2015 European Youth Parliament – Rijeka**

- 26. nacionalna selekcijska konferencija EYP Hrvatska
- Sudjelovao u timskim raspravama o tome kako treba postaviti vanjsku politiku Europske unije prema potencijalnim članicama EU

**JEZICI** \_\_\_\_\_

**Hrvatski (materinji), Engleski (Potpuna profesionalna osposobljenost), Njemački (Ograničena profesionalna sposobnost)**

**CERTIFIKATI** \_\_\_\_\_

**Power BI** dodijeljen od Edukacentra 14. svibnja 2021.

**Napredni Excel** dodijeljen od Edukacentra 14. svibnja 2021.