

# Analiza i budućnost održivih investicijskih fondova

---

Grozdanić, Vita

Master's thesis / Diplomski rad

2022

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:148:855438>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-06-24**



Repository / Repozitorij:

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Sveučilišni integrirani preddiplomski i diplomski studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**ANALIZA I BUDUĆNOST ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH**

**FONDOVA**

Diplomski rad

**Vita Grozdanić**

**Zagreb, rujan 2022.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Sveučilišni integrirani preddiplomski i diplomski studij**

**Poslovna ekonomija - smjer Financije**

**ANALIZA I BUDUĆNOST ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH  
FONDOVA**

**ANALYSIS AND FUTURE OF SUSTAINABLE  
INVESTMENT FUNDS**

Diplomski rad

**Student: Vita Grozdanić**

**JMBAG studenta: 0067565221**

**Mentor: izv. prof. dr. sc. Jakša Krišto**

**Zagreb, rujan 2022.**

## **Izjava o akademskoj čestitosti**

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

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

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

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## **Statement on the academic integrity**

I hereby declare and confirm by my signature that the master's 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 master's thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from 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.

---

(personal signature of the student)

---

(place and date)

## **Sažetak**

Svjetsko tržište održivih (ESG) investicijskih fondova kontinuirano se razvija te se širi ponuda financijskih proizvoda baziranih na održivom ulaganju. Broj ESG UCITS fondova u Europi, kao i vrijednost njihove neto imovine je u stalnom porastu tijekom posljednjih pet godina kao odgovor na rastuću potražnju za održivim ulaganjem. Europska unija kontinuirano radi na razradi potrebne regulative. Motivacija za pisanje ovog rada je aktualnost teme ESG-a te nedovoljna razvijenost tržišta održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj. Ciljevi rada su istražiti uzroke toga, ispitati kakva je budućnost za takve financijske proizvode te što može potencijalno potaknuti potražnju za njima. Provedeno je istraživanje kvalitativnom analizom kroz triangulacijski proces intervjuiranjem stručnjaka relevantnih za područje istraživanja, ispitujući njihove stavove o okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima s ciljem uvida u više perspektiva mogućnosti razvoja održivih investicijskih fondova i njihove budućnosti na hrvatskom tržištu.

**Ključne riječi:** ESG, održivi investicijski fondovi, kvalitativna analiza, triangulacija

## **Summary**

The global market of sustainable (ESG) investment funds is continuously developing and the offer of financial products based on sustainable investment is expanding. The number of ESG UCITS funds in Europe, as well as the value of their net assets, has been steadily increasing over the past five years in response to the growing demand for sustainable investing. The European Union is continuously working on developing the necessary regulations. The motivation for writing this paper is the relevance of the topic of ESG and the insufficient development of the market of sustainable investment funds in Croatia. The goals of the paper are to examine the causes of this, to examine what the future holds for such financial products and what can potentially stimulate the demand for them. The research was conducted through a qualitative analysis through a triangulation process by interviewing experts relevant to the research area, examining their views on environmental, social and governance factors with the aim of gaining insight into multiple perspectives of developing sustainable investment funds and their future on the Croatian market.

**Key words:** ESG, sustainable investment funds, qualitative analysis, triangulation

## Sadržaj

1. UVOD	2
1.1. Predmet i cilj rada	2
1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja	2
1.3. Sadržaj i struktura rada	3
2. OKOLIŠNI, DRUŠTVENI I UPRAVLJAČKI ČIMBENICI KOD ULAGANJA I NEFINANCIJSKO IZVJEŠTAVANJE	4
2.1. Razlozi nastanka koncepta održivog financiranja	4
2.2. Karakteristike okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika	6
2.3. Prednosti, nedostaci i rizici održivih ulaganja	9
2.3.1. Prednosti	10
2.3.2. Nedostaci i rizici	11
2.3.3. Ruska invazija na Ukrajinu i utjecaj na relevantnost ESG koncepta	12
2.4. Regulatorne odredbe održivog financiranja i nefinancijsko izvještavanje s fokusom na Europsku uniju	13
2.5. Tržište i oblici održivih ulaganja	18
2.5.1. Obveznice	18
2.5.2. Investicijski fondovi	21
2.5.3. Stanje u Hrvatskoj	22
3. KARAKTERISTIKE ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH FONDOVA	24
3.1. Principi, strategije i vrste održivih ulaganja	24
3.2. Regulatorne odredbe investicijskih fondova osnovanih na okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima	27
3.3. Tržište održivih investicijskih fondova	29
3.4. Odabrani primjeri održivih investicijskih fondova	35
4. KVALITATIVNO ISTRAŽIVANJE O PERCEPCIJI RAZVOJA ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH FONDOVA	41
4.1. Cilj istraživanja	41
4.2. Metodologija istraživanja	41
4.3. Rezultati istraživanja	44
4.4. Rasprava o potencijalima održivih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj	48
5. ZAKLJUČAK	53
POPIS LITERATURE	55
POPIS TABLICA	62
POPIS GRAFIKONA	62
POPIS SLIKA	62
ŽIVOTOPIS	64
	1

# 1. UVOD

## 1.1. Predmet i cilj rada

Interes za društvenim, ekološkim i etičkim pitanjima svakodnevno raste među različitim interesnim skupinama, uključujući javnost, društvenu zajednicu, medije, državu, poduzeća i financijski sektor, odnosno ulagače. Održivost se istražuje u različitim područjima i s različitim aspektata te ima izražen interdisciplinarnan karakter. Tema ovog rada aktualna je budući da ESG (Environmental, social and governance) koncept postaje sve dominantniji, zastupljeniji i važniji u poslovanju suvremenih organizacija. Sve više investitora pridaje pozornost ESG-u te doseže kritičnu masu, a društveno odgovorno ulaganje postaje sve popularnije. U ovom diplomskom radu cilj je prikazati i detaljno analizirati problematiku društveno odgovornih financijskih ulaganja i kakav utjecaj na njih imaju novi regulatorni zahtjevi na razini Europske unije i uvođenja obveznog nefinancijskog korporativnog izvještavanja. Ono što najviše potiče održivost trenda društveno odgovornog ulaganja, ali i poslovanja poduzeća jest to što brojne nadzorne institucije, ali i vlade imaju za cilj boriti se protiv negativnog učinka klimatskih promjena te težiti ka ciljevima Europske unije i njenog *Europskog zelenog plana*. S druge strane, ESG i društveno odgovorno ulaganje ima i drugu stranu sa svojim nedostacima za ulagače koji će biti izneseni i analizirani u ovom radu te će se ujedno i razmotriti kakav imaju potencijal i budućnost te jesu li samo prolazni trend.

## 1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja

Za potrebe pisanja ovog rada koristit će se sekundarni izvori podataka poput stručne literature iz područja financija, upravljanja imovinom i održivih ulaganja te članci i sadržaj s web-stranica. U radu će se koristiti različite znanstvene metode poput metode analize i sinteze podataka, induktivne i deduktivne metode prilikom donošenja zaključka te klasifikacija i deskripcija. Većina literature bit će strana budući da je u inozemstvu razvijenije tržište kapitala, kao i proizvodi bazirani na nefinancijskim informacijama.

Za kvalitativno istraživanje koristit će se metoda intervjuiranja stručnjaka koji su relevantni i imaju profesionalnog iskustva u području teme ovog rada. Znanstveno je opravdano preispitati različita mišljenja uključenih strana za koje se vjeruje da su eksperti u navedenoj tematici te imaju multidisciplinarn pristup istraživanom problemu. Iz tog razloga provest će se triangulacijski proces s ciljem uvida u više perspektiva mogućnosti razvoja održivih investicijskih fondova i njihove budućnosti na hrvatskom tržištu.

### **1.3. Sadržaj i struktura rada**

U prvom dijelu rada pobliže je objašnjen sam predmet istraživanja, ciljevi i motivacija pisanja te metode prikupljanja podataka. U drugom poglavlju opisan je proces nastanka koncepta održivog financiranja i ulaganja te karakteristike okolišnih, društvenih i upravljačkih (engl. „Environmental, social, and governance“ – ESG) čimbenika. Također, prikazane se prednosti i nedostaci održivih ulaganja, aktualna regulativa s naglaskom na područje Europske unije te trenutno stanje tržišta i oblici održivih ulaganja. Nadalje, u trećem poglavlju ukazuje se na različite strategije održivih ulaganja, regulatorne odredbe te stanje tržišta održivih investicijskih fondova. U četvrtom poglavlju opisano je primarno kvalitativno istraživanje u obliku triangulacijskog procesa te doneseni zaključci o budućnosti tržišta održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj. Na kraju rada donesen je zaključak te je prikazan popis literature.



## **2. OKOLIŠNI, DRUŠTVENI I UPRAVLJAČKI ČIMBENICI KOD ULAGANJA I NEFINANCIJSKO IZVJEŠTAVANJE**

### **2.1. Razlozi nastanka koncepta održivog financiranja**

Prema Hanfi (2021.) održivo financiranje je proces razmatranja i uzimanja u obzir okolišnih, društvenih i upravljačkih („Environmental, social, and governance“ – ESG) čimbenika prilikom donošenja odluka o ulaganju ili davanja investicijskog savjeta. Fokus takvih ulaganja je na projektima i društvima koji će unaprjeđivati i mijenjati postojeće poslovne modele s ciljem postizanja održivog poslovanja. Republika Hrvatska u *Nacionalnoj razvojnoj strategiji* određuje da će nacionalne i europske izvore financiranja usmjeriti na poticanje održivog gospodarstva, oporavku na krize, zelenoj i digitalnoj tranziciji te uravnoteženom regionalnom razvoju (Hanfa, 2021.).

Razmatranje ESG pitanja u ulaganju nije nova pojava. Mnogi ulagači već dugo razmatraju takva pitanja u temeljnoj investicijskoj analizi uključujući procjenu reputacijskog rizika, regulatorna kretanja ili globalne trendove kao što je, primjerice, starenje stanovništva. Neke ESG analize također su ugrađene u tradicionalne okvire analiziranja, poput modela Porterovih pet sila. Moderne reference na ESG analizu odnose se na sustavno i holističko razmatranje relevantnih ESG čimbenika, a ne na površno uključivanje jednog ili više njih. Razmatranje ESG pitanja nadopuna je, a ne zamjena, za tradicionalnu analizu, a ESG pitanja ostaju relevantna tijekom cijelog procesa ulaganja – od početne analize do odluke o kupnji, prodaji ili držanju i tekućih vlasničkih praksi. Ulaganje u ESG eksponencijalno raste jer sve više ulagača i izdavatelja koristi ESG i klimatske podatke i alate za podršku pri donošenju odluka o ulaganju (CFA Institute, 2015.).

Praksa ESG ulaganja započela je 1960-ih kao društveno odgovorno ulaganje (engl. „socially responsible investing“ – SRI), s ulagačima koji su isključivali dionice ili čitave industrije iz svojih portfelja na temelju poslovnih aktivnosti poput proizvodnje duhana ili sudjelovanja u južnoafričkom režimu apartheida. Danas, etička razmatranja i usklađivanje s vrijednostima ostaju uobičajena motivacija mnogih ESG investitora, ali područje se proširilo i na razmatranje financijske materijalnosti. Mnogi investitori sada žele uključiti ESG čimbenike u investicijski proces uz tradicionalnu financijsku analizu (MSCI, b.d.). Jedan od prvih etičkih uzajamnih fondova koji su temeljeni na vjerskim tradicijama bio je Pioneer Fund koji je osnovan 1928. godine, a cilj mu je bio omogućiti investitorima izbjegavanje ulaganja u društva koja se bave kockanjem, duhanom i alkoholom. Moderna institucionalizacija etičkih isključenja započela je

na vrhuncu Vijetnamskog rata 1971. godine osnivanjem Svjetskog fonda Pax (danas IMPAX Asset Management), a u to vrijeme fond je ponudio alternativnu mogućnost ulaganja za one koji se protive proizvodnji nuklearnog i vojnog oružja (UBS, 2015.).

Moderni oblik ESG ulaganja započeo je u siječnju 2004. kada je bivši glavni tajnik UN-a Kofi Annan pisao preko 50 izvršnih direktora velikih financijskih institucija. Pozivajući ih na sudjelovanje u zajedničkoj inicijativi pod pokroviteljstvom UN Global Compacta i uz potporu Međunarodne financijske korporacije (International Finance Corporation – IFC) i Vlade Švicarske. Cilj inicijative bio je pronaći načine za integraciju ESG-a u tržišta kapitala. Godinu dana kasnije ova je inicijativa rezultirala izvještajem pod naslovom „Who Cares Wins”, čiji je autor Ivo Knoepfel. U izvješću se tvrdi da ugradnja ekoloških, društvenih i čimbenika upravljanja (ESG) na tržišta kapitala ima smisla za poslovanje i vodi do održivijih tržišta i boljih rezultata za društvo. Korporativno otkrivanje informacija o ESG pitanjima stalno se poboljšavalo od pokretanja Globalne inicijative za izvještavanje (engl. „Global Reporting Initiative” – GRI) 2000. godine (Kell, 2018.).

Međutim, značajniji pomak učinjen je tek 2006. godine kad je na njujorškoj burzi uz potporu UN-a osnovana platforma PRI (engl. „Principles for Responsible Investment“ – načela odgovornog investiranja), nakon što je tadašnji glavni tajnik UN-a, Kofi Annan, pozvao grupu najvećih svjetskih institucionalnih investitora da se uključe u postupak razvoja PRI-a kako bi se ESG čimbenici integrirali u tržište kapitala (Alfier, 2020.). Na zahtjev vlade Ujedinjenog Kraljevstva, ekonomist Sir Nicholas Stern proveo je veliku studiju ekonomije klimatskih promjena kako bi razumio prirodu ekonomskih izazova i kako se s njima može suočiti. Zaključak studije objavljene 2006. godine je da su klimatske promjene najveći i najrašireniji tržišni neuspjeh ikada viđen, da predstavljaju jedinstveni izazov za ekonomiju i da rano djelovanje daleko nadmašuje troškove nedjelovanja. Prema izvješću, bez djelovanja, ukupni troškovi klimatskih promjena bili bi jednaki gubitku najmanje 5% globalnog bruto domaćeg proizvoda (BDP) svake godine, sada i zauvijek. Globalna financijska kriza 2008. i pandemija COVID-19 2020. i 2021. pružile su još jedan snažan podsjetnik na međuovisnost između društava, gospodarstava i financijskih tržišta (CFA, 2021.). Stabilan rast ESG ulaganja uvelike je ubrzan oko 2013. i 2014. godine kada su objavljene prve studije koje pokazuju da je dobra izvedba korporativne održivosti povezana s dobrim financijskim rezultatima (Kell, 2018.). Kao glavna prednost primjene ESG kriterija u ulaganjima može se istaknuti integracija nefinancijskih kriterija u temeljnu financijsku analizu, kako bi se prepoznali rizici i potencijali s ciljem povećanja ukupne profitabilnosti potencijalnog ulaganja (Nađ i Dedi, 2021.).

Ostali uobičajeni izrazi u ovom kontekstu uključuju održivo ulaganje (engl. „sustainable investing” – SI), odgovorno ulaganje (engl. „responsible investing” – RI) i društveno odgovorno ulaganje (engl. „socially responsible investing” – SRI) te se često koriste kao sinonimi na tržištu (Inderst i Stuart, 2018.).

Potrebno je istaknuti i sličnosti i razlike između društveno odgovornog ulaganja i primjene ESG kriterija u ulaganju koji se pojmovno isprepliću i često poistovjećuju. Društveno odgovorno ulaganje smatra se tradicionalnim i zastarjelim pristupom, koji je bio temelj za moderniji, inkluzivniji i napredniji ESG pristup ulaganju. Prema Nađ i Dedi (2021.) sličnosti ova dva pristupa ulaganja su u tome da oba primjenjuju i nefinancijske kriterije prilikom donošenja odluka o ulaganju. Glavne razlike stoje u činjenici da je društveno odgovorno ulaganje pristup koji ugrađuje etička i moralna načela u proces donošenja investicijskih odluka te se pored financijskog učinka svakako želi postići i društveni učinak ulaganja. S druge strane, kao što je prije već navedeno ESG ulaganje uključuje ekološka, socijalna i upravljačka pitanja u analizu, odabir i upravljanje ulaganjima (Inderst i Stuart, 2018.). Društveno odgovornim pristupom ulaganju društvo koje je proizvođač duhana bilo bi automatski isključeno iz razmatranja za potencijalno ulaganje, unatoč primjenjivanju najnovijih ekoloških principa proizvodnje i zbrinjavanja otpada, odličnom odnosu prema zajednici u kojoj posluje i svojim zaposlenicima, neovisnom i diversificiranom nadzornom odboru te nultoj toleranciji na mito i korupciju. ESG pristup ulaganju bi takvo društvo najprije ocijenilo u odnosu na spomenute ekološke, socijalne i upravljačke pokazatelje te ostale nefinancijske kriterije te bi se uz tradicionalne financijske kriterije napravila procjena vrijednosti poduzeća i donijela odluka o (ne)uključivanju u portfelj. Vjeruje se kako ESG faktori utječu na profitabilnost i vrijednost poduzeća te ih se stoga ne smije ignorirati, a ujedno pridonose ostvarenju ciljeva politika održivosti, kojima je svijet sve više posvećen i kojima ulagatelji sve više teže (Nađ i Dedi, 2021.).

## **2.2. Karakteristike okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika**

U literaturi se često različito definira pojam nefinancijskih informacija te se najčešće označava akronimom ESG. Pojam ESG koristi se s ciljem opisivanja i prikazivanja odnosa između nekog poduzeća i ekoloških, društvenih i upravljačkih čimbenika (CFA Institute, 2015.). U nastavku poglavlja ukratko su pojašnjene te tri kategorije, njihova važnost te koji im pokazatelji pripadaju.

Klimatske promjene bit će jedan od događaja s najvećim ekonomskim utjecajem u ljudskoj povijesti. Vrlo je zahtjevno napraviti analizu utjecaja klimatskih promjena pa postoje brojne

procjene troškova klimatskih promjena, a svima je zaključak da je nužno donijeti promjene. Nedavno izvješće *Economist Intelligence Unit* procijenilo je neto sadašnju vrijednost troškova klimatskih promjena na 4,2 trilijuna USD. Prema novom izvješću Program Ujedinjenih naroda za okoliš (United Nations Environment Programme – UNEP), troškovi prilagodbe klimatskim promjenama u zemljama u razvoju mogli bi porasti na između 280 i 500 milijardi dolara godišnje do 2050. godine, što je brojka koja je četiri do pet puta veća od prethodnih procjena (Orsagh, 2020.). Važno je da poduzeća posluju s ciljem prilagodbe svog poslovanja u smjeru očuvanja okoliša te borbe protiv klimatskih promjena, a način na koji to rade ocjenjuju okolišni pokazatelji.

Društvena komponenta ESG-a usredotočena je na odnose. Posebno se bavi načinom na koji poduzeće upravlja svojim odnosima sa svojim zaposlenicima, financijskim dionicima, zajednicama u kojima posluje i širim političkim okruženjem. Mjeri i koliko je poduzeće vješto u prepoznavanju i uspješnoj prilagodbi društvenim trendovima, radničkim pokretima ili političkim kretanjima. Društveni rizici i prilike imaju izravan utjecaj na financijsku uspješnost poduzeća i percepciju javnosti kao odgovornog korporativnog člana zajednice. U konačnici, trgovačka društva postoje da zarađuju, a ako to ne učine, ne mogu osigurati radna mjesta i socijalne benefite potrebne za ljudski opstanak. Međutim, u današnjem svijetu društvena odgovornost i profitabilnost idu ruku pod ruku (M&H, b.d.).

Upravljački čimbenici ESG-a obuhvaćaju razne čimbenike donošenja odluka, od donošenja suverenih politika do raspodjele prava i odgovornosti između različitih sudionika u korporacijama, uključujući upravni odbor, menadžere, dioničare i dionike. Upravljački čimbenici ukazuju na pravila i procedure za države i kompanije te omogućuju ulagačima da provjere odgovarajuće prakse upravljanja kao što bi to učinili za ekološke i društvene čimbenike. Svrha poslovanja, uloga i sastav upravnih odbora, prava dioničara i način na koji se mjeri korporativna izvedba ključni su elementi strukture korporativnog upravljanja (S&P Global, 2020.).

U tablici 1. u nastavku prikazan je kraći popis čimbenika tj. pokazatelja razvrstanih u tri glavne skupine ESG koncepta prema CFA Institute (2015.).

Tablica 1 Okolišni, društveni i upravljački čimbenici

OKOLIŠNI	DRUŠTVENI	UPRAVLJAČKI
<ul style="list-style-type: none"> <li>● klimatske promjene</li> <li>● emisija ugljika</li> <li>● bioraznolikost</li> <li>● zagađenje i nestašica vode</li> <li>● gospodarenje otpadom</li> <li>● razaranje šuma</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● zadovoljstvo kupaca</li> <li>● odnosi sa zajednicom</li> <li>● ravnopravnost i zastupljenost spolova</li> <li>● ljudska prava</li> <li>● zaštita podataka i privatnosti</li> <li>● angažman zaposlenika</li> <li>● standardi rada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● sastav uprave i odbora za reviziju</li> <li>● kompenzacije izvršnog osoblja</li> <li>● odnos prema korupciji i mitu</li> <li>● lobiranje</li> <li>● političke donacije</li> <li>● sheme za zviždače</li> </ul>

Izvor: CFA Institute (2015.)

Procjena uspješnosti poduzeća u odnosu na gore navedene nefinancijske kriterije dodaje se ostalim tradicionalnim financijskim pokazateljima kako bi se dobila procijenjena vrijednost poduzeća. Analitičari i upravitelji imovinom često koriste specijalizirane agencije koje ocjenjuju i rangiraju poduzeća prema setu ESG kriterija (Nađ i Dedi, 2021.). Sve je veći broj pružatelja ESG podataka i istraživanja, kao i ljestvica i ocjena tj. rejtinga od uobičajenih i specijaliziranih pružatelja (CFA Intitute, 2015.). Neke od najpoznatijih ESG rejting agencija su: Sustainalytics (podružnica Morningstara, jednog od najvećih pružatelja podataka o burzi na svijetu), MSCI ESG Ratings (poznata kao jedna od vodećih u industriji u objavljivanju rezultata i ocjena za ESG), Bloomberg ESG Disclosure Scores (pruža ESG informacije za preko 11.800 poduzeća u više od 100 zemalja), Moody's ESG Solutions Group (poslovna jedinica Moody's Corp., jedne od najvećih agencija za kreditni rejting na svijetu), Standard & Poor's Global (koristi pristup odozdo prema gore), Thomson Reuters, FTSE Russell, Institutional Shareholder Services, CDP (The Impact Investor, 2022.).

Jedan od glavnih trenutnih problema s ESG ulaganjem uzrokuju ESG podaci. ESG rezultati razlikuju se u različitim skupovima podataka, što sve analize čini kompliciranima za akademike, praktičare i kompanije. Problem je u tome što se svaka dimenzija ESG ocjene može mjeriti različito, na primjer, za okolišnu ocjenu, dva pružatelja podataka mogu mjeriti različite aspekte poduzeća kako bi dobili konačnu ocjenu. Stoga još uvijek ne postoji suglasnost o tome kako mjeriti ESG rezultate. Kao rezultat toga, rezultati ESG-a za isto poduzeće mogu uvelike varirati među pružateljima podataka (Vojtko i Padysak, 2019.). Dok su kreditni rejtingi S&P-a

i Moody'sa u korelaciji od 99 posto, ESG rezultati u šest najistaknutijih pružatelja ESG rejtinga u korelaciji su u prosjeku samo 54 posto, a kreću se od 38 posto do 71 posto (Berg, Kölbel, i Rigobon, 2022.). Istraživanje Berg i sur. (2022.), istražuje razlike u ocjenama okolišnih, društvenih i upravljačkih pokazatelja pet pružatelja usluga ESG rejtinga. Prikazana je razlika među ocjenama i otkriveno da različiti opsezi ESG ocjena i kriterija među pružateljima imaju veći utjecaj (oko 50%) u pogledu različite procjene ESG rejtinga. Preostale razlike objašnjene su razlikama u ponderiranju i mjerenju. Ova procjena potkrepljuje zabrinutost oko značenja trenutnih ESG rezultata i njihove vrijednosti za ulagače (Berg i sur., 2022.).

Štoviše, organizacije kao što su Global Reporting Initiative (GRI) i Sustainability Accounting Standards Board (SASB) mogu različito mjeriti iste pojave; na primjer, GRI razmatra obuku zaposlenika, dijelom, prema iznosima uloženim u obuku, dok SASB mjeri satima obuke. Stoga je za očekivati da će različiti davatelji ocjena i rezultata, koji uključuju vlastite analize i ponderere, dati različite rezultate. Također, glavni ulagači često koriste svoje vlastite vlasničke metodologije koje se oslanjaju na različite ulazne podatke (uključujući ESG rezultate), koje su ti ulagači usavršavali tijekom godina (McKinsey, 2022.).

Pregled javno dostupnih pristupa i korištenja podataka Bloomberg, Thomson Reuters, Sustainalytics i MSCI-ja ilustrira niz čimbenika koji mogu pridonijeti razlikama u ocjenama. Oni uključuju: okvir, kategorije faktora, metriku potkategorije, mjerenje kontroverzi, prosudbu, ponderere indikatora i ESG ponderere unutar industrija koje su bile „best-in-class“. Takvi izbori mogu utjecati na usklađivanje ocjena s financijskom značajnošću, što bi moglo sugerirati zašto indeksi koji se oslanjaju na određene ocjene imaju bolje rezultate od drugih (Boffo i Patalano, 2020.).

### **2.3. Prednosti, nedostaci i rizici održivih ulaganja**

Rasprava o tome kako učinak zaštite okoliša utječe na tržišnu vrijednost poduzeća u osnovi dijeli se na dvije škole mišljenja. Škola koja se bavi troškovima (engl. „cost-concerned school“) tvrdi da ulaganja u okoliš i visoka ekološka učinkovitost predstavljaju samo povećani trošak, što rezultira smanjenom zaradom i nižim tržišnim vrijednostima te u konačnici negativno utječe na tržišnu vrijednost poduzeća. Suprotno tome, škola stvaranja vrijednosti (engl. „value creation school“) predstavlja ekološke napore kao novi način povećanja konkurentske prednosti i poboljšanja financijskih povrata ulagačima te, posljedično, pozitivnog utjecaja na tržišnu vrijednost poduzeća (Hassel, Nilsson i Nyquist, 2005.).

U nastavku ovog poglavlja bit će iznesen pregled literature koji potkrjepljuje stajališta obje škole mišljenja te će se prikazati prednosti i nedostaci i rizici ovakve vrste ulaganja.

### **2.3.1. Prednosti**

Prema Saha i Bose (2017.), proces analiziranja i izvještavanja o ESG pitanjima pruža važne uvide u pozitivne i negativne implikacije na financijski i operativni rezultat poslovanja. To se također odnosi na odluke o strategiji i kapitalnim izdacima. Objavljivanje nefinancijskih informacija osigurava ulagače da poduzeće u koje su uložili aktivno upravlja poslovnim rizicima i kvalitetno identificira nove prilike. Poduzeća izlistana na tržištima kapitala koja objavljuju informacije o utjecaju ESG čimbenika na njihovo poslovanje privlače ulagače koji ulažu na dugi rok, a transparentnost u objavljivanju smanjuje trošak kapitala i omogućuje prikupljanje kapitala kroz projekte održivog razvoja i održive investicije (London Stock Exchange, 2018.).

U publikaciji London Stock Exchange (2018.), istaknuto je da su ulagači, koji su i dalje skeptični u pogledu vrijednosti nefinancijskih čimbenika, skloni zanemariti bilo kakav uzročno-posljedični odnos između ESG učinka poduzeća i financijskog učinka. Međutim, općenito se shvaća da ozbiljni rizici za reputaciju i okoliš mogu isplivati na površinu, te imati vrlo stvaran utjecaj na konačni rezultat. Ulagači koji su koristili ESG čimbenike u svojoj analizi ističu dugoročne prednosti ulaganja u poduzeća koja obraćaju veliku pozornost na ESG čimbenike, kao i niži rizik ulaganja kod ulaganja u takva poduzeća. ESG čimbenici mogu pomoći u prepoznavanju novih prilika i upravljanju dugoročnim rizicima ulaganja, izbjegavajući loš rezultat poslovanja poduzeća koji može proizaći iz slabog upravljanja ili slabih okolišnih ili društvenih praksi (EY, 2017.).

Prisutno je nekoliko trendova koji podržavaju rast popularnosti važnosti ESG koncepta i održivog ulaganja. Prvo, tehnologija i porast transparentnosti utječu na sve jednostavnije i jeftinije prikupljanje i obradu podataka. Pametni napredni algoritmi sve će više omogućiti bolje tumačenje netradicionalnih financijskih, ali i nefinancijskih informacija čiji se volumen svakih nekoliko godina udvostručuje. Drugo, promjene okoliša, posebice klimatske promjene, sa znanstvenom će sigurnošću sve više pridavati važnost dobrom gospodarenju i praksama niske razine ugljika budući da će vrijednost prirodnih dobara s vremenom rasti. I treće, ljudi su posvuda sve više osnaženi tehnologijom, a ESG ulaganje omogućuje im da izraze vlastite vrijednosti i osiguraju da njihova štednja i ulaganja odražavaju njihove preferencije, bez kompromisa u pogledu povrata (Kell, 2017.).

Za razvoj održivih i odgovornih financijskih ulaganja potrebne su i dobre prakse burzi vrijednosnica i tržišta kapitala. Prema Basić i Ivanišević Hernaus (2019.), kroz analizu poslovnog slučaja grupe Deutsche Boerse prepoznate su različite inicijative poticanja takvih ulaganja. Neke od strateški važnih inicijativa grupe koje su kao najvažnije istaknute su kreiranje upravljačkog tijela za održivo poslovanje, pokretanje i/ili aktivno sudjelovanje u inicijativama razvoja održivog financiranja i pokretanje platforme za zelene obveznice. Na operativnoj razini to su inicijative kreiranja operativnih grupa za održivi razvoj, suradnja s pružateljima usluge ESG analitike, inicijative poticanja transparentnosti, razvoj usluga održivog financiranja te provođenje interne ankete među interesno-utjecajnim skupinama (Basić i Ivanišević Hernaus, 2019.).

### **2.3.2. Nedostaci i rizici**

Prema OECD (2019.), u većini zemalja postoji nedostatak posrednika. Također, u mnogim je regijama tržište društvenog ulaganja (engl. „Social impact investing” – SII) nedovoljno razvijeno i koncentrirano u nekoliko zemalja i specifičnih područja, ne nužno tamo gdje postoje najveće mogućnosti ostvarivanja utjecaja. Budući da su međunarodni ulagači sve više zainteresirani za ulaganje kapitala u takva ulaganja, nacionalnim SII tržištima trebat će potpuni skup aktera na strani ponude i potražnje, kao i posrednici koji ih mogu povezati i olakšati daljnji razvoj lokalnog ekosustava (OECD, 2019.).

Posner (2022.) ističe da liberalni kritičari tvrde da većina ESG fondova, posebno onih koje plasiraju velike investicijske institucije, ima najmanje dvije mane. Prva je da se mnogi od tih fondova malo razlikuju od uobičajenih ponuda ulaganja i dovode u zabludu klijente koji pretpostavljaju da koriste svoj novac kako bi činili dobro svijetu. Druga mana ESG fondova je da općenito usmjeravaju sredstva ulagača prema kompanijama koje smanjuju vlastite financijske rizike i rizike dioničara, umjesto da smanjuju rizike za ljude općenito i za planet (Posner, 2022.).

Prema Katsenelson (2018.), ideja ESG ulaganja ili bilo koje vrste društveno odgovornog i održivog ulaganja stoji iza toga da kapital ulagača ne samo da obogaćuje njegov financijski život, već također teče samo u poduzeća koja čine društvenu dobrobit. Kad bi dovoljno ljudi to učinilo, poduzeća koja štete društvu suočile bi se s većim kapitalnim troškovima jer bi dobile manje kapitala i u konačnici bi izumrla. Prema tom autoru društveno odgovorno ulaganje spaja najbolje značajke kapitalizma i socijalizma u jedan uredan paket. Međutim, tvrdi da je to i utopijski koncept budući da je nemoguće prakticirati društveno odgovorno ulaganje na



kolektivnoj osnovi, tj. tražiti od menadžera investicijskog fonda (uzajamnog fonda ili hedge fonda) da bude društveno odgovoran jer je teško izvedivo da donese odluku s kojom će se složiti svaki član fonda.

Veliki nedostatak vezan uz koncept održivog ulaganja i ESG koncepta je *greenwashing*. Izraz *greenwashing* odnosi se na tržišne prakse prema kojima javno objavljeni profil održivosti izdavatelja vrijednosnica i karakteristike i/ili ciljevi financijskog instrumenta ili financijskog proizvoda i povezani procesi ne odražavaju pravilno temeljne rizike i učinke održivosti. Ove tržišne prakse mogu biti i namjerne i nenamjerne te nastati radnjom ili propustom. Različiti koraci investicijskog lanca mogu doprinijeti krajnjem pogrešnom predstavljanju stvarnog profila održivosti određene investicije krajnjim investitorima. *Greenwashing* obično dovodi do potencijalne štete za ulagače koji žele sredstva alocirati u održiva ulaganja. Uzroci *greenwashinga* mogu imati dublje korijene i odnositi se, na primjer, na loše objave izdavatelja koje krivo prikazuju stvarni profil održivosti subjekta ili na lošu kvalitetu podataka dostupnih investicijskom fondu o poduzećima. Europska komisija (EK) se usredotočila na temu *greenwashinga* u *Strategiji EK-a za održivo financiranje za 2021.*, a u listopadu 2021. EK je obavijestila ESMA-u da će poseban mandat za ispunjavanje aktivnosti Strategije u vezi s *greenwashingom* biti upućen svakom od ESA (European Supervisory Authorities) tijela – EBA, EIOPA i ESMA (ESMA, 2022.).

Jedan od glavnih nedostataka može se istaknuti da je većini investitora glavni cilj ulaganja financijskih sredstava postizanje najvećeg mogućeg povrata ulaganja. Kada društveno odgovorno ulaganje postane primarni cilj, financijska strana će vjerojatno patiti, barem dio vremena. Neki analitičari dokazali su kako su na 3, 5 i 10-godišnjoj osnovi usporedbe fondovi koji su se smatrali društveno odgovornim podbacili u odnosu na standardne indekse, no pitanje financijske profitabilnosti bit će detaljnije prikazano u poglavlju 3.4. ovog rada. Također, neki investitori su svjesni da ako fokus svoje ulagačke strategije stave isključivo na društveno odgovorne dionice i fondove, moglo bi im se dogoditi da odluče ne ulagati u neko poduzeće jer ih ne smatraju etički odgovornim, pa propuste ulaganje s potencijalno velikim prinosom (Muller, 2021.).

### **2.3.3. Ruska invazija na Ukrajinu i utjecaj na relevantnost ESG koncepta**

U trenutku pisanja ovog rada, u kolovozu 2022. godine, aktualna je ekonomsko-politička situacija invazije Rusije na Ukrajinu. Taj sukob doveo je, između ostalog, do promjene u energetske trendovima te ima potencijal ubrzati energetske tranziciju, posebice u Europi.

Međutim, opcija koja ne ide u korist razvoju ESG-a bila bi da elektrane na ugljen budu duže otvorene. Situacija bi morala biti iznimno ozbiljna da bi EU krenula ovim putem, ali to svakako nije nemoguće. Nedvojbeno će doći do kratkoročnih poremećaja, ali dugoročni izgledi za čistu energiju izgledaju pozitivnije (Drew, 2022.). Nakon početka rata u Ukrajini i ljudske tragedije koja je uslijedila, kao i kumulativnih geopolitičkih, gospodarskih i društvenih učinaka, neki kritičari vjeruju da je važnost ESG-a dosegla vrhunac. Tvrdi da će se pozornost sve više usmjeravati na temeljnije elemente Maslowljeve hijerarhije potreba javnog i privatnog sektora, a u budućnosti bi se današnja preokupacija ESG-om mogla pamtititi kao puka moda i krenuti putem sličnih akronima koji su se koristili u prošlosti. Drugi tvrde da ESG predstavlja neobičnu i nestabilnu kombinaciju elemenata i da bi pozornost trebala biti usmjerena samo na održivost okoliša (McKinsey, 2022.).

Prema Bloombergu (2022.), BlackRock Inc., rani propovjednik ESG koncepta, upozorio je da se prije uvjetovanja poduzećima da ispune ciljeve vezane uz klimatske promjene moraju uzeti u obzir trenutni geopolitički kontekst, pritiske energetskog tržišta i njihove implikacije na inflaciju. To je u suprotnosti s otvorenim pismom koje je glavni izvršni direktor BlackRocka Larry Fink napisao u siječnju 2020., rekavši da su klimatske promjene postale odlučujući faktor u dugoročnim izgledima kompanija te tvrdio da je tržište na rubu temeljnog preoblikovanja financija. Zaključak je da ESG neće nestati, budući da je izrastao u posao vrijedan 35 trilijuna dolara, ali sve dok su cijene energije i roba visoke, dioničarima je pao daleko niže u prioritetima (Bloomberg, 2022.).

## **2.4. Regulatorne odredbe održivog financiranja i nefinancijsko izvještavanje s fokusom na Europsku uniju**

Prema Faure (2021.), propisi koji se brzo mijenjaju diljem svijeta stvorili su put eksponencijalnog rasta za ESG ulaganja, promičući transparentnost, standardizaciju, usklađivanje između inicijativa i smanjujući rizike ulaganja u sektor.

150 svjetskih čelnika na konferenciji Ujedinjenih naroda (UN) o održivom razvoju održanoj u New Yorku 25. rujna 2015., usvojilo je novi *Program globalnog razvoja do 2030.* (engl. „Agenda 2030“) u okviru kojeg je doneseno 17 ciljeva održivog razvoja (engl. „Sustainable Development Goals“ – SDG). Ujedinjeni narodi glavno su globalno tijelo za kreiranje smjernica održivog razvoja, a *Agenda 2030* je globalni sporazum kojim se utvrđuje univerzalni, sveobuhvatni program djelovanja za sve zemlje uključujući njihove nacionalne politike. Usvojen je nakon trogodišnjeg procesa konzultacija, u kojem su bile zastupljene sve društvene

skupine na svim razinama (odgovorno.hr, 2016.). *Pariški sporazum* (engl. „Paris Agreement“) je pravno obvezujući međunarodni ugovor o klimatskim promjenama, usvojilo ga je 196 stranaka na Konferenciji Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama (COP 21) u Parizu 12. prosinca 2015. te je stupio na snagu 4. studenog 2016. godine. Glavni cilj je ograničiti globalno zagrijavanje na znatno ispod 2, a po mogućnosti na 1,5 stupnjeva Celzijusa, u usporedbi s predindustrijskim razinama temperature. Kako bi postigle ovaj dugoročni temperaturni cilj, zemlje članice imaju za cilj doseći globalni vrhunac emisija stakleničkih plinova što je prije moguće kako bi postigle klimatski neutralan svijet do sredine 21. stoljeća. *Pariški sporazum* prekretnica je u multilateralnom procesu klimatskih promjena jer po prvi put obvezujući sporazum okuplja sve nacije u zajedničkom cilju da poduzmu ambiciozne napore u borbi protiv klimatskih promjena i prilagodbe njihovim učincima (UNFCCC, b.d.).

Kako bi se riješili problemi klimatskih promjena i uništavanje okoliša, Europska komisija je donijela *Europski zeleni plan* (engl. „European green deal“) s ciljem da pretvori Europsku uniju u moderno, resursno učinkovito i konkurentno gospodarstvo te zajamčila ostvariti tri cilja: do 2050. godine bez neto emisije stakleničkih plinova, gospodarski rast neovisan o korištenju resursa i nijedna osoba ni regija nisu zanemarene (Europska komisija, b.d.b). *Europski zeleni plan* pruža smjernice za zelenu preobrazbu te se svih 27 država članica EU obvezalo dati svoj doprinos preobrazbi Europe u prvi klimatski neutralan kontinent do 2050. Kako bi se to postiglo, članice su se obvezale da će do 2030. smanjiti emisije za barem 55 % u odnosu na razine iz 1990 (Europska komisija, b.d.c).

Financijska industrija trenutačno prolazi kroz razdoblje značajnih regulatornih promjena u smislu ulaganja u ESG koje predstavljaju najširi i najopsežniji skup zakonodavnih radnji u održivim financijama. Regulatorna intervencija Europske unije djelomično je bila potaknuta spoznajom da su ulaganja koja se promoviraju kao održiva sve popularnija među ulagačima. Vrlo pozitivan i sve veći interes za održiva ulaganja, uz istovremeni rast ponude održivih ulaganja znatno su povećali rizik od spomenutog *greenwashinga* pa su bile potrebne jasne pravne definicije i veća transparentnost (Eurosif, 2021.).

*Akcijski plan EU-a za održivo financiranje* uključuje *Taksonomiju EU* (engl. „EU Taxonomy“) i *Uredbu o objavljivanju održivih financija* (engl. „Sustainable Finance Disclosure Regulation“ – SFDR) te se time priprema na velike promjene industrije upravljanja ulaganjima. Prema Eurosif (2021.), EU je počela jasno definirati što se kvalificira kao održivo i uvoditi razrađene zahtjeve za objavljivanjem podataka za financijske institucije i proizvode koje nude.

Implementacija novih zahtjeva je sada u tijeku i bit će katalizator za daljnji razvoj kako se tržište bude postupno prilagođavalo novom regulatornom režimu. *Taksonomija EU* je klasifikacijski sustav koji gospodarske aktivnosti organizira u ekološki održive aktivnosti. Predstavlja popis gospodarskih aktivnosti koje mogu značajno doprinijeti ublažavanju klimatskih promjena i obuhvaća kriterije da ne nanose značajnu štetu (engl. „do no significant harm” – DNSH) drugim ekološkim ciljevima. Također, predstavlja okvir za procjenu značajnog doprinosa prilagodbi klimatskim promjenama (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019.). Europska komisija prvotno je imala tri glavna cilja: osigurati odgovarajuće definicije poduzećima i ulagateljima o tome koje se gospodarske aktivnosti mogu smatrati okolišno održivima, pomoću tih definicija ograničiti rizik od „manipulativnog zelenog marketinga” tj. *greenwashinga* te ulagateljima, poduzećima i državama članicama pružiti jedinstvenu referentnu točku pri utvrđivanju ekološke održivosti za potrebe ulaganja i time izbjeći rascjepkanost tržišta (Europska komisija, 2020.).

SFDR je jedan od sastavnih dijelova *Akcijskog plana EU-a* za održivo financiranje. Primjenjuje se na sve financijske savjetnike i sudionike na financijskim tržištima koji stvaraju financijske proizvode i/ili pružaju investicijske savjete ili savjete o osiguranju u Europskom gospodarskom prostoru (države članice EU-a i Island, Lihtenštajn i Norveška). SFDR propisuje područja obveznog objavljivanja na dvije razine, razini investicijskog društva i razini proizvoda (CFA, 2021.).

Glavni štetni učinci (engl. „Principal Adverse Impacts” – PAI) su novi koncept u regulatornom okruženju EU-a, a to su negativni učinci ulaganja na čimbenike održivosti. PAI su vrlo detaljni i sastoje se od 18 pokazatelja za koje je objava obvezna i 46 pokazatelja za dobrovoljnu objavu (CFA, 2021.). Nadalje, SFDR definira dvije kategorije održivih financijskih proizvoda: proizvode iz „Article 8” koji promiču karakteristike održivosti i strože definirane proizvode iz „Article 9” koji imaju stroge, primarne ciljeve za pozitivne rezultate održivosti, a o njima će detaljnije biti riječi u poglavlju 3.2. ovog rada .

Na području Europske unije nefinancijsko izvještavanje postalo je obvezom određenih velikih poduzeća i grupa donošenjem *Direktive o nefinancijskom izvještavanju 2014/95/EU* (engl. „Non-Financial Reporting Directive” – NFRD), koja je stupila na snagu početkom 2017. godine. Nefinancijsko izvještavanje obuhvaća pripremanje i objavljivanje nefinancijskih informacija o učinkovitosti poduzeća u aspektu okoliša i društvene odgovornosti. Nefinancijske informacije prikazuju fizičke pokazatelje učinkovitosti poduzeća u navedenim područjima, a to

uključuje i njihovu financijsku kvantifikaciju mjerenjem, primjerice, troškova okoliša ili ulaganja u programe obuke i usavršavanja radnika (Krivačić i Antunović, 2018.). S ciljem poboljšanja dosljednosti i usporedivosti nefinancijskih izvještaja koja se objavljuju diljem EU, nefinancijski izvještaji bi trebali sadržavati poduzete mjere o određenim okolišnim pitanjima, socijalnim i kadrovskim pitanjima te mjerama zaštite ljudskih prava i borbe protiv korupcije kao što je detaljnije prikazano u tablici u nastavku (IDOP, b.d.).

*Tablica 2 Nefinancijske informacije*

<b>OKOLIŠ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● aktualni i predvidljivi učinci poslovanja poduzeća na okoliš, zdravlje i sigurnost</li> <li>● uporaba obnovljivih i/ili neobnovljivih izvora energije</li> <li>● emisija stakleničkih plinova</li> <li>● uporaba vode i onečišćenje zraka</li> </ul>
<b>DRUŠTVO I LJUDSKI RESURSI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● jamčenje jednakosti spolova</li> <li>● provedba temeljnih konvencija Međunarodne organizacije rada, uvjeti rada, socijalni dijalog</li> <li>● poštovanje prava radnika na informacije i savjetovanje</li> <li>● poštovanje prava sindikata</li> <li>● zdravlje i sigurnost na poslu</li> <li>● dijalog s lokalnim zajednicama</li> <li>● mjere poduzete radi osiguravanja zaštite i razvoja lokalnih zajednica</li> </ul>
<b>LJUDSKA PRAVA, KORUPCIJA I MITO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● sprečavanje kršenja ljudskih prava i/ili</li> <li>● važeći instrumenti za borbu protiv korupcije i podmićivanja</li> </ul>

Izvor: IDOP

Na tržištu se pojavio veći broj izvještajnih inicijativa, načela i smjernica koje za cilj imaju pružiti odgovarajući okvir za nefinancijsko izvještavanje poduzećima i drugim vrstama organizacija koje žele javno objavljivati nefinancijske informacije o svom poslovanju. Različite izvještajne inicijative sa svojim okvirima dodaju složenost procesa nefinancijskog izvještavanja te mogu zbuniti poduzeća i otežati njihovu odluku o tome što i kako izvještavati. U zadnje vrijeme sve je intenzivnije rasprava o potrebi harmoniziranja strukture nefinancijskog izvještavanja na globalnoj razini. Globalna inicijativa za izvještavanje (engl. „Global reporting

initiative” – GRI) napravila je značajan iskorak u tom pravcu objavljivanjem *Standarda za izvještavanje o održivosti*. Cilj tog standarda je prilagodba nefinancijskog izvještavanja novim zahtjevima korisnika nefinancijskih informacija. Međutim, u većini zemalja nefinancijsko izvještavanje još uvijek je dobrovoljno pa poduzeća samostalno odlučuju koje će informacije, kada, kako i sukladno kojem okviru izvještavati (Krivačić i Antunović, 2018.).

Neke od ostalih inicijativa, okvira i sustava za nefinancijsko izvještavanje za upravljanje društvenom odgovornošću poduzeća su: United Nations Global Compact (UNGC), The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises, International Integrated Reporting Council (IIRC), The Sustainability Accounting Standards Board (SASB), ISO 26000 (Markota Vukić, Vuković i Calace, 2018.). Također, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Hanfa) donijela je *Smjernice za izradu i objavu ESG informacija* koje će objavljivati poduzeća koja se financiraju putem tržišta kapitala. Te smjernice su dokument namijenjen izdavateljima na uređenom tržištu u Republici Hrvatskoj koji su obveznici nefinancijskog izvještavanja prema *Zakonu o računovodstvu*, ali i onima koji se dobrovoljno odluče objavljivati nefinancijski godišnji izvještaj radi boljeg budućeg financiranja i ulaganja i jačeg iskazivanja održivosti svog poslovanja i pozitivnog utjecaja na okoliš, zajednicu i zaštitu ljudskih prava (Hanfa, 2021.).

Europska komisija je 21. travnja 2021. usvojila prijedlog *Direktive o korporativnom izvještavanju o održivosti* (engl. „Corporate Sustainability Reporting Directive” – CSRD), kojom bi se izmijenili postojeći zahtjevi za izvještavanje utvrđeni NFRD-om. Prijedlog proširuje područje primjene na sva velika poduzeća i sva poduzeća uvrštena na regulirana tržišta (osim uvrštenih mikropoduzeća), zahtijeva reviziju prijavljenih informacija te uvodi detaljnije zahtjeve za izvještavanje. Zahtjev za izvještavanje u skladu s obveznim standardima EU-a za izvještavanje o održivosti traži od trgovačkih društava digitalno označavanje prijavljenih informacija tako da budu strojno čitljive i ulaze u jedinstvenu europsku pristupnu točku predviđenu akcijskim planom unije tržišta kapitala (Europska komisija, b.d.a). Što se tiče uvođenja revizije prijavljenih nefinancijskih informacija, postoje istraživanja kao što je CFA Hrvatska provela u 2021. godini intervjuiranjem 17 institucionalnih investitora te je jedno od pitanja bilo smatraju li ispitanici da bi ESG-relevantne podatke trebalo verificirati od strane nezavisnih osoba, poput revizora ili regulatora. Na to je samo 6% ispitanika odgovorilo da se slaže da ih nije potrebno verificirati, 47% ih tvrdi da je potrebno povremeno verificirati takve informacije, a čak 59% ispitanika se izjasnilo da smatraju da je potrebna redovita verifikacija (CFA Hrvatska, 2021.). EU treba usvojiti CSRD u listopadu 2022. (Wollmert i Hobbs, 2022.),

a potpuna primjena krenut će s tim da poduzeća moraju predati svoja izvješća usklađena s CSRD-om 1. siječnja 2024. za financijsku godinu 2023 (Bernoville, 2022.).

## **2.5. Tržište i oblici održivih ulaganja**

Danas je ESG ulaganje sazrelo do točke u kojoj može uvelike ubrzati transformaciju tržišta na bolje. Kako korporacije i investitori doživljavaju sve veći utjecaj i moć, njihove akcije i odluke sve više oblikuju budućnost. Pod uvjetom da se uvjeti političkog okvira koji se temelje na otvorenosti i globalnim pravilima dalje ne pogoršavaju, tržišno vođene promjene djelovat će u velikim razmjerima (Kell, 2018.). U posljednjih 18 godina, ESG pokret je eksponencijalno rastao i sada predstavlja više od trećine ukupne imovine pod upravljanjem (Posner, 2022.). U nastavku poglavlja prikazana je podjela održivih obveznica i investicijskih fondova te kratki pregled stanja održivih ulaganja u Republici Hrvatskoj.

### **2.5.1. Obveznice**

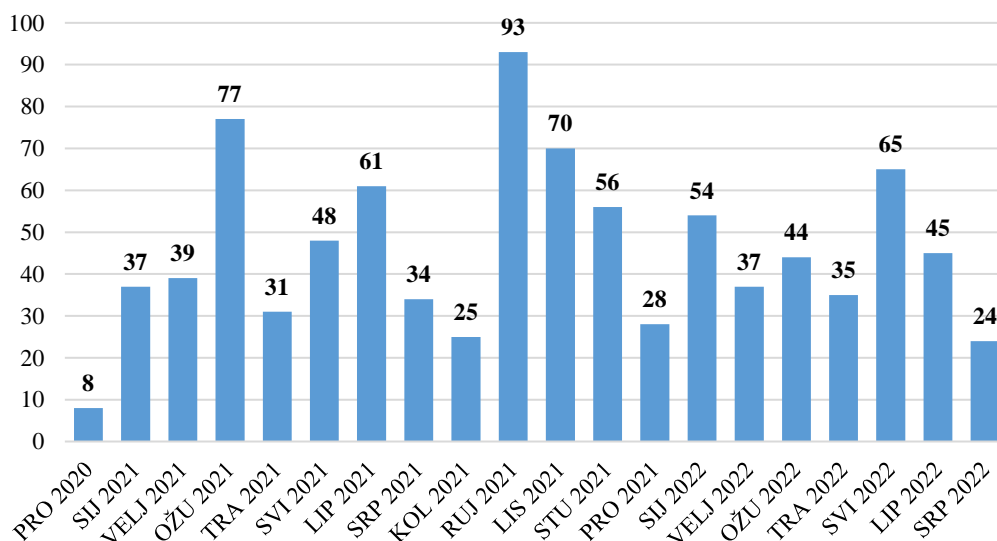
Otkako je Europska investicijska banka (European Investment Bank – EIB) izdala prvu zelenu obveznicu (engl. „green bond”) 2007. godine, izdavanje održivog duga i obveznica značajno se razvilo. Izdavatelji su počeli gledati dalje od „zelenog“ kako bi utjecali na širi niz ciljeva održivog razvoja, i tako testirali apetit ulagača za održivošću i društvenim obveznicama. Samo u 2018. godini ukupno izdanje ovih vrijednosnih papira s fiksnim prihodom doseglo je 58,8 milijardi USD. Kina je jedna od najaktivnijih zemalja u Aziji u zelenim financijama te je u rujnu 2019. imala drugo najveće tržište zelenih obveznica na svijetu, odmah nakon Sjedinjenih Država, a nijedno drugo gospodarstvo u razvoju nije ni blizu te razine (Uzsoki, 2020.).

Zelene obveznice se obično izdaju za financiranje velikih, kapitalno intenzivnih, zelenih infrastrukturnih projekata kao što su energetska učinkovitost, tranzit ili obnovljiva energija koji rezultiraju pozitivnim ekološkim ishodima, uključujući klimatske koristi (Saiyid, 2022.). Ključni motivi za izdavatelje da izdaju sa zelenom oznakom su da zelene obveznice mogu pomoći u privlačenju novih ulagača, a istovremeno ističu ambicije održivosti izdavatelja. Danas sve veći broj istraživanja također pokazuje da zelena premija (engl. „greenium”) postoji za većinu tržišta, izdavatelja, lokacija i valuta. Ova premija je rezultat postojanja veće potražnje za zelenim obveznicama od ukupnog izdavanja zelenih obveznica u ovom trenutku, a taj trend je najjasniji na sekundarnim tržištima. Dodatne pogodnosti uključuju povećanu vidljivost i pozornost izdavatelja, kao i to da se izdavatelj smatra ranim korisnikom, što daje demonstracijske učinke drugim organizacijama (Larsen, 2019.).

Prema Europskom parlamentu (2022.), tržište zelenih obveznica, kako globalno tako i na razini EU, raslo je prosječno 50% godišnje u razdoblju 2015. do 2020. godine, a predstavljalo je samo 3 do 3,5% ukupnog izdanja obveznica u 2020. Iako se predviđa da će 2023. dosegnuti 1.000 milijardi američkih dolara godišnjeg globalnog izdavanja, postoji potreba za bržim rastom visokokvalitetnog tržišta zelenih obveznica kako bi se postigli ciljevi iz *Pariškog sporazuma*. EU je svjetski predvodnik u zelenim obveznicama, s 48% globalnih izdanja u 2020. denominiranih u eurima, a 51% globalne količine zelenih obveznica izdano je u EU-u. Prema količini izdanih obveznica, 2020. godine SAD je bio prva zemlja izdavanja, a slijede ga Njemačka, Francuska, Kina i Nizozemska, dok su Švedska i Španjolska također bile među prvih 10 zemalja svijeta. Europa je bila pionir na tržištu zelenih obveznica, zahvaljujući prvoj zelenoj obveznici u svijetu koju je izdao EIB 2007. godine (Europski parlament, 2022.).

Neka poduzeća rezervirana su prema izdavanju ultradugog zelenog duga, navodeći regulatorno okruženje koje se brzo mijenja i reputacijske rizike kao glavne razloge. Izdavatelji zelenih obveznica mogli bi se odlučiti za smanjenje roka trajanja kako bi izbjegli ugrožavanje svojih zelenih vjerodajnica jer se tržišni pragovi pooštavaju. The International Capital Market Association objavila je strože, iako dobrovoljne, standarde za dugove povezane s održivošću u ljetu 2022., a europski zakonodavci su u procesu stvaranja standarda zelenih obveznica. I izdavatelji i upravitelji imovinom moraju se snalaziti u kontinuiranim promjenama ESG pravila (White i Ritchie, 2022.). Na grafikonu 1 vidi se kretanje globalne prodaje i izdanja zelenih obveznica te da su u srpnju 2022. pali na najnižu razinu od prosinca 2020. godine.

Grafikon 1 Globalno mjesečno izdavanje zelenih obveznica, prosinac 2020. - srpanj 2022.



Izvor: White i Ritchie (2022.)



Zelene obveznice, međutim, više nisu jedini instrument financiranja duga koji se koristi za prikupljanje privatnih sredstava za održivi razvoj. Ovo se tržište diversificiralo tijekom proteklih deset godina uvođenjem nekoliko dodatnih instrumenta u različitim oblicima održivih obveznica. Neke od njih opisane su u nastavku.

Društvenim obveznicama (engl. „social bonds”) financiraju se projekti koji ljudima i zajednicama u nedostatku usluga pružaju pristup osnovnim uslugama, infrastrukturi i socijalnim programima. Primjeri uključuju projekte koji pružaju pristupačno stanovanje, mikrofinancijsko kreditiranje, zdravstvenu zaštitu ili obrazovanje. Španjolski Instituto de Credito izdao je prvu društvenu obveznicu 2015. godine (Eurosif, 2018.).

Obveznice održivosti (engl. „sustainability bonds”) omogućuju izdavateljima da ponude šire definirane obveznice koje i dalje stvaraju pozitivan društveni ili ekološki učinak. 2016. godine Starbucks je izdao prvu američku korporativnu obveznicu održivosti u iznosu od 500 milijuna USD koja izravno povezuje opskrbeni lanac kompanija za nabavu kave s ESG kriterijima (Eurosif, 2018.).

Obveznice povezane s održivošću (engl. „sustainability-linked bonds” – SLB) osiguravaju financiranje izdavateljima koji se obvezuju na određena poboljšanja u ishodima održivosti. Ti se ishodi mogu definirati kao ekološki, društveni i/ili povezani s upravljanjem (Eurosif, 2018.).

Prijelazne obveznice (engl. „transition bonds”) osiguravaju financiranje „smeđih” industrija s visokim emisijama stakleničkih plinova (kao što su rudarstvo, komunalne usluge i teška industrija). Zbog te izloženosti fosilnim gorivima, ti su sektori općenito isključeni iz prikupljanja kapitala na održivim financijskim tržištima. Prijelazne obveznice omogućuju poduzećima u tim sektorima prikupljanje kapitala namijenjenog prijelazu na zelenije industrije (Eurosif, 2018.).

2021. godina postavlja nove rekorde kada je riječ o izdavanju održivih obveznica od strane financijskih institucija u Europskoj uniji, a regulatorni razvoj je ključni pokretač ovog rasta. Izdavanje održivih obveznica od strane poduzeća u financijskom sektoru ove je godine naglo ubrzalo, a ako se uzmu u obzir samo proizvodi bankovnih obveznica, 17% izdanih pokrivenih obveznica od siječnja do rujna 2021. godine izdano je u održivom formatu, dok za druge neosigurane instrumente taj postotak raste i do 34% (Schuller, 2021.). Tržište održivog duga je prema vrijednosti izdavanja u 2021. godini premašilo 1.600 mlrd. USD. Transakcije su ukupno tržište dovele do više od 4.000 mlrd. USD od početka praćenja. Obveznice i zajmovi povezani

s održivošću imali su veliku ulogu kao najbrže rastuće teme na ESG tržištu s fiksnim prihodom (Kishan, 2022.).

Koristeći prednosti niskih globalnih kamatnih stopa i potaknuti nacionalnim obećanjima o nultom neto iznosu za dekarbonizaciju, suverene države, banke i kompanije izdale su 522,7 milijardi dolara zelenog duga, što je povećanje od 73% u odnosu na prethodnu godinu, prema CBI-jevom (Climate Bonds Initiative) izvješću *Sustainable Debt Global State of the Market 2021*. Međutim, neki analitičari upozoravaju da se rast tržišta zelenih obveznica u 2021. možda neće nužno prenijeti u 2022. zbog volatilnosti tržišta potaknute ratom u Ukrajini i višim globalnim kamatnim stopama. CBI prati zelene obveznice koje su u skladu s njegovom definicijom „zelenih“ otkako je Europska investicijska banka prvi put izdala ovu vrstu duga 2007. godine (Saiyid, 2022.).

### **2.5.2. Investicijski fondovi**

Postoji više načina podijele vrsta održivih investicijskih fondova, a jedna od podjela održivih investicijskih fondova dijeli ih na 4 osnovne vrste koje su ukratko opisane u nastavku.

Fondovi za društveno odgovorno ulaganje (engl. „socially responsible investing funds“) su prvi i najtradicionalniji fondovi poznati po tome da izbjegavaju poduzeća koja se bave značajnim kontroverznim područjima kao što su kockanje, vatreno oružje, duhan, alkohol, pa čak i nafta (Muller, 2021.).

Druga vrsta su fondovi osnovani na okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima (engl. „ESG funds“). Osnovna razlika između ove vrste fondova i prijašnje je da se fondovi za društveno odgovorno ulaganje usredotočuju na isključivanje industrija koje ne koriste etičke prakse ili proizvode, dok ESG fondovi uključuje one koje to čine. Budući da fond isključuje poduzeće koje proizvodi proizvode kao što je duhan, to ne znači da ne postoje neke neetičke prakse u poduzećima koje su uključene u fond. Stoga se ESG fondovi usredotočuju na poduzeća koje funkcioniraju na potpuno etičan način (Muller, 2021.).

Fondovi s utjecajem (engl. „impact funds), u odnosu na ESG fondove, stavljaju veći fokus na uspješnost fonda. To može značiti da je poduzeće agresivnije u kreiranju etičkih promjena u proizvodima i uslugama, a ova vrsta fonda je izvrsna opcija ako investitor želi biti društveno odgovoran, ali ipak želi dionicu koja ima dobre rezultate. Međutim, što je uža niša, ima manje opcija za ulaganje (Muller, 2021.).

Vjerski fondovi (engl. „faith-based funds“) ulažu samo u dionice koje slijede kršćanske, katoličke ili islamske vrijednosti. Svako poduzeće koje ne odgovara ovoj kategoriji bit će isključeno iz fonda, što je prilično stroga strategija ulaganja (Muller, 2021.).

Prema EU SFDR, investicijski fondovi podijeljeni su na „Article 8“ fondove (koji promiču ekološka i/ili društvena obilježja), „Article 9“ fondove (koji imaju za cilj održivo ulaganje) i „Article 6“ fondove u koje spadaju svi ostali, odnosno oni bez ikakvih E, S ili G obilježja. Detaljnije o ovoj podjeli napisano je u poglavlju 3.2. o regulatornim odredbama investicijskih fondova u EU.

### **2.5.3. Stanje u Hrvatskoj**

InterCapital Asset Management je 2020. godine prvi u Hrvatskoj potpisao deklaraciju o načelima odgovornog investiranja koju propisuje vodeći globalni promicatelj odgovornog ulaganja – Institut PRI. InterCapital Asset Management time je potvrdio kako će dosadašnje standarde društveno odgovornog poslovanja primjenjivati kako interno, u svom operativnom poslovanju, tako i pri odabiru svojih investicija. Time su postali prvo društvo za upravljanje imovinom u Hrvatskoj koje je dobilo ocjenu za svoje poslovanje kao društveno odgovorno (ICAM, 2020.).

Fond *Raiffeisen Sustainable Mix* prvi je fond u Hrvatskoj baziran na konceptu održivog razvoja koji uz financijske aspekte, uzima u obzir ESG kriterije. Početna ponuda fonda krenula je u rujnu 2020. godine. *Raiffeisen Sustainable Mix* fond je napajajući UCITS fond, što znači da najmanje 85% vrijednosti imovine ulaže u glavni fond – mješoviti UCITS fond *Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Mix* pod upravljanjem austrijskog Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. (RBA Invest, b.d.).

*Erste Green Equity* fond je drugi održivi UCITS fond na hrvatskom tržištu koji prilikom investiranja uzima u obzir ESG faktore te prvi održivi fond koji je dobio odobrenje Hanfe nakon stupanja na snagu SFDR Uredbe (Točka na I, 2021.). *Erste Green Equity* fond je napajajući fond koji ulaže najmanje 85% svoje imovine u glavni fond *Erste Green Invest* koji ima za cilj održivo ulaganje, a kojim upravlja Erste Asset Management GmbH iz Beča. Investicijski proces fonda temelji se na analizi poduzeća, na temelju njihovih ESG čimbenika i rizika. Izbor dionica fokusiran je na poduzeća koja su primarno aktivna u područjima zaštite klime, prilagodbe klimatskim promjenama, očuvanju energije, vode, smanjenju i recikliranju otpad, ublažavanju onečišćenja i zaštiti zdravih ekosustava (Erste AM, b.d.).

Investicijski fond Feelsgood Social Impact osmišljen je za ulaganje u hrvatske i slovenske pothvate koji imaju tipične profitne ciljeve privatnog kapitala ili rizičnog kapitala poput komercijalnih poslovnih modela, vođeni jakim menadžerskim timovima i spremni za povećanje, ali uz to mogu i hoće isporučiti mjerljive društveni utjecaj. Hanfa je donijela 10. lipnja 2020. rješenje o odobrenju osnivanja i upravljanja ovim investicijskim fondom društvu FEELSGOOD CAPITAL PARTNERS d.o.o. kao upravitelju fonda (Feelsgood Capital, b.d.).

M+ Grupa najveće je neovisno društvo koje se bavi outsourcingom poslovnih procesa i tehnologije (engl. „business process and technology outsourcing” – BPTO) u jugoistočnoj Europi te je dio multinacionalne grupe. M+ Grupa je u srpnju 2022. godine izdala obveznicu povezanu s održivošću (engl. „sustainability-linked bonds”) te je to prvo izdanje ovakvog instrumenta vezanog za održivost na hrvatskom tržištu kapitala i Zagrebačkoj burzi. Prihodi od izdavanja financirat će daljnje širenje poslovanja putem akvizicija uz obvezu smanjenja emisija stakleničkih plinova za 25 posto do 2027. godine i povećanja broja žena na rukovodećim pozicijama na 51 posto do 2030. godine (M+ Grupa, 2022.).

### **3. KARAKTERISTIKE ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH FONDOVA**

#### **3.1. Principi, strategije i vrste održivih ulaganja**

Prema Ivanišević Hernaus (2013.), postoje različite strategije i vrste održivih ulaganja raspoloživih ulagačima pa oni odabiru onu koja im najviše odgovara u svrhu ostvarivanja svojih financijskih ciljeva, ali i utjecanja na širu društvenu koristi. Neke od strategija održivih ulaganja podrazumijevaju djelovanje s osnove vlasništva financijskih ulaganja, u cilju postizanja i unapređenja društveno odgovornog poslovanja, odnosno u konačnom cilju stvaranja zdravog i održivog društva, a ne stavljaju fokus isključivo na kreiranje i upravljanje portfeljem.

Prema Eurosif (2018.), koji prati klasifikaciju pristupa održivih ulaganja uvedenu 2012. godine, postoji sedam identificiranih kategorija strategija: 1. integracija ESG čimbenika, 2. aktivno vlasništvo, 3. filtriranje bazirano na normama, 4. negativno filtriranje / isključivanje, 5. pozitivno filtriranje / „best-in-class” (najbolji u grupi), 6. investicije koje se baziraju na održivom razvoju te 7. ulaganje s utjecajem na zajednicu.

1. ESG integracija odnosi se na eksplicitno uključivanje ESG čimbenika od strane upravitelja imovinom u tradicionalnu financijsku analizu. Ovaj proces ulaganja uzima sve više maha, ne samo u Europi nego i diljem svijeta te polako postaje najčešće korištena strategija od strane ulagača u održiva ulaganja (Eurosif, 2018.). Potpuno integrirane ESG strategije često kombiniraju kvantitativne pristupe kako bi se iskoristili ESG podaci zajedno s temeljnim metodama, poput aktivnog angažmana s upravom društva na razini vrijednosnih papira. Na razini portfelja, kombinacija kvantitativne i temeljne ESG integracije pruža objektivno sredstvo za preklapanje ESG razmatranja s temeljnim interakcijama usmjerenim na angažman koje pomažu ojačati i prenijeti krajnjim investitorima i odabir dionica i proces upravljanja portfeljem. ESG integracija strategija je kojom se upravlja većinom imovine u SAD-u, Kanadi, Australiji i Novom Zelandu (CFA, 2021.).

2. Strategija aktivnog vlasništva funkcionira kroz korištenje ovlasti dioničara za utjecaj na korporativno ponašanje, uključujući izravni korporativni angažman (tj. komunikaciju s višim menadžmentom i/ili upravnim odborima kompanija), samostalno ili zajedničko podnošenje prijedloga dioničara i glasovanje putem opunomoćenika koje je vođeno sveobuhvatnim ESG smjernicama (GSIA, 2021). Ova strategija je dominantna u Japanu (CFA, 2021.).

3. Strategija filtriranja baziranog na normama omogućuje investitorima odabir poduzeća u svojim portfeljima u skladu s njihovom razinom usklađenosti s međunarodnim standardima i

normama. Navedene norme usmjerene su na područja kao što su zaštita okoliša, ljudska prava, radni standardi i antikorupcijska načela, a navedene su u međunarodnim inicijativama i smjernicama kao što su *Smjernice OECD-a za multinacionalna poduzeća*. Ova strategija gubi na snazi jer ulagači većinom traže strategije vezane uz isključenje tj. negativno filtriranje. Iako je prerano utvrditi značajnu promjenu u apetitu ulagača, ulagači još uvijek smatraju da je to važeća strategija za njihove portfelje, dok je manje vjerojatno da će ga koristiti kao samostalnu strategiju (Eurosif, 2018.).

4. Mnogi ulagači primjenjuju isključivanje kako bi ograničili izloženost određenim sektorima ili vrijednosnim papirima koji su u sukobu s njihovim svjetonazorom. Isključivanja su obično u obliku sektora ili industrija poznatih kao „sektori grijeha“ koji uključuju duhan, pornografiju, igre na sreću i alkohol, ali može se ciljati i na određena poduzeća ili čak zemlje. Isključivanja su tradicionalno predstavljala etička i normativna ograničenja. Prema statistici koju vodi Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), pristupi koji se temelje na isključenjima ostaju najveći dio ESG imovine pod upravljanjem (engl. „assets under management“ – AUM). Njihova veličina i rast ukazuju na širenje iz tradicionalnih područja isključenosti, kao što su kontroverzno oružje i streljivo, na druga područja kao što su duhan, termo ugljen i nuklearno oružje (CFA, 2021.). Popularnost negativnog filtriranja ne treba iznenaditi budući da postoji najdulje i najlakše je implementirati takvu strategiju. Iz tog razloga, često je polazište za investitore koji žele integrirati ESG razmatranja u svoje portfelje (Uzsoki, 2020.). Strategija negativnog filtriranja tj. isključenja je najznačajnija strategija u Europi (CFA, 2021.). Isključivanja je moguće organizirati u četiri osnovne kategorije: 1. univerzalna, 2. vezana uz ponašanje, 3. temeljena na vjeri i 4. idiosinkratička isključivanja. Univerzalna isključivanja su podržana globalnim normama i konvencijama poput onih Ujedinjenih naroda (UN) i Svjetske zdravstvene organizacije (WHO). Isključivanja vezana uz ponašanje općenito su specifična za poduzeće ili zemlju i često nisu izjava protiv prirode samog poslovanja. Isključivanja temeljena na vjeri specifična su za vjerske institucionalne ili pojedinačne ulagače. Idiosinkratička isključivanja su ona koja nisu podržana globalnim konsenzusom, primjerice, novozelandski mirovinski fondovi zakonski su obvezni isključiti kompanije uključene u preradu proizvoda od kitovog mesa (CFA, 2021.).

5. „Best-in-class“ je strategija vezana za ulaganje u sektore, trgovačka društva ili projekte odabrane na temelju pozitivne ESG ocjene u odnosu na konkurente u industriji i koji postižu ocjenu iznad definiranog praga. Ulagači mogu mjeriti i pratiti KPI-ove (engl. „key performance indicator“) kao što su broj sati edukacije po zaposleniku i veličinu prometa (GSIA, 2021.). Ovaj

se pristup obično izražava ulaganjem u najviši decil, kvintil ili kvartil, na temelju propisanih ESG kriterija. Dosljednost metodologije rangiranja i izloženost portfelja ponderirana pozicijom prema više rangiranim poduzećima ključni su za ovu ESG strategiju. Ključni izazov s kojim se ova strategija suočava jest raznolikost ESG metodologija ocjenjivanja i nedostatak konvergencije ocjena. Može se postići da poduzeće ima visoku ocjenu na temelju metodologije upravitelja portfelja, ali lošiju ocjenu na drugom skupu ESG metrika koje koristi ulagač fonda ili platforma za distribuciju fonda kao što je Morningstar. Stoga će se „best-in-class” portfelji testirati na transparentnost i na dosljednost. Zbog ovog ograničenja ova strategija će imati puno manje slobode za izvođenje i primjenu vlasničkih istraživanja na poduzećima s nižim bodovanjem koje slučajno pokazuju pozitivan zamah ili poboljšanje u svojim ESG metrikama. Uobičajena kritika za „best-in-class” ESG strategije je da njihov fokus donosi sve manje povrate ESG-a s malo mogućnosti da se pokažu inkrementalni dobiti putem aktivnog vlasništva (CFA, 2021.).

6. Investicije koje se baziraju na održivom razvoju jest strategija koja uključuje niz tema s ciljem omogućavanja investitorima odabir specifičnih područja ulaganja, obično s bliskom vezom s održivim razvojem. Pojava novih proizvoda i fokusiranje na određene teme naglo su se povećali, što pokazuje eksponencijalni rast ove strategije u posljednje vrijeme. Ulaganja s tematikom održivosti koja su usredotočena na dugoročne investicijske teme povezane s ciljevima održivog razvoja, kao što su nestašica vode, energetska učinkovitost, smanjenje ugljika, poljoprivredni prinosi i pristup obrazovanju, mogu se lako integrirati u portfelje. Kako bi ulagači bili sigurni da doista koriste prave metrike, mogu osmisliti metodologije pomoću kojih mogu pratiti učinkovitost svog izbora održivosti te mjerenjem parametara (npr. Intenzitet emisije ugljika) koje mogu pratiti kroz cijeli lanac vrijednosti (Eurosif, 2018.).

7. Od početka kreiranja i objava ciljeva održivog razvoja Ujedinjenih naroda (UN), ulagači su se ponajviše željeli usredotočiti na ulaganje s utjecajem na zajednicu kao strategiju održivog ulaganja koja najbolje može utjeloviti postizanje tih ciljeva. Ta vrsta održivog ulaganja predviđa specifične karakteristike koje ga podupiru, a to su: namjernost (engl. „intentionality”) ESG utjecaja, očekivanja povrata, mjerenje utjecaja tj. učinka te dugoročni horizont ulaganja. Svi navedeni kriteriji povezani su sa svim strategijama održivog ulaganja, osim mjerenja učinka, koje se stoga smatra ključnim kriterijem za ovaj investicijski pristup. Rizici koje ulagači ovdje prepoznaju povezani su s nedostatkom postavljenih metrika što može ugroziti usporedivost te imati posljedice na postupak dubinske analize investitora (Eurosif, 2018.).

Svaki ulagač i upravitelj fondom bira strategiju koja najviše odgovara njihovim ciljevima. Bitno je naglasiti kako strategije održivih ulaganja nisu međusobno isključive te se stoga mogu primjenjivati kombinirano (Ivanišević Hernaus, 2013.).

### **3.2. Regulatorne odredbe investicijskih fondova osnovanih na okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima**

Politički ciljevi ovih zakonodavnih dijelova su brojni, a između ostalog želi se osigurati zaštitu od *greenwashinga* za investicijske proizvode koji se prodaju u Europskoj uniji, dodatno ugraditi održivost u upravljanje rizikom za sve investicijske proizvode i usmjeriti kapital prema održivim investicijskim aktivnostima i dalje od neodrživih investicijskih aktivnosti kako bi se poduprlo opredjeljenje EU-a prema klimatski neutralnom gospodarstvu 2050. EU SFDR također ulaže velike napore u normalizaciju rizika održivosti svih obuhvaćenih proizvoda. Organizira održive investicijske proizvode u tri velike skupine. Od ožujka 2021. društva za upravljanje imovinom imaju obvezu objaviti ovu klasifikaciju za sve svoje fondove (Medium, 2022.).

Prva skupina investicijskih proizvoda je „Article 9” ili tamno zeleni (engl. „dark green“) fondovi su proizvodi kojima je cilj održivo ulaganje. Kao što je definirano u SFDR-u, održivo ulaganje može pridonijeti ekološkom ili društvenom cilju. Međutim, ne smiju činiti značajnu štetu (engl. „do no significant harm” - DNSH) nijednom od ovih ciljeva. Općenito govoreći, sredstva iz tamno zelenih fondova više će biti usmjerena na učinak (engl. „impact-oriented”) (CFA, 2021.). Tamnozeleni fondovi stavljaju etička pitanja u središte svega što rade. Imaju strogi proces koji u potpunosti izbjegava bilo koje poduzeće ili industriju koja ne ispunjava ekološke ili druge etičke kriterije. Vrste industrija koje tamnozeleni fondovi izbjegavaju uključuju naftu, plin, testiranje na životinjama i duhan (Fidelity, b.d.).

Druga skupina je „Article 8“ ili svijetlo zeleni (engl. „light green“) fondovi, proizvodi koji šire promiču ekološka i/ili društvena obilježja. Uzimajući u obzir ESG kriterije kao jedan od mnogih čimbenika, održivo ulaganje ne mora biti cilj definiranja. Očekuje se da će se većina ESG investicijskih proizvoda označavati kao „Article 8” (CFA, 2021.). Ovi fondovi su puno fleksibilniji u pristupu kompanijama u koje ulažu. Ovi fondovi prepoznaju odgovornu praksu, ali moraju biti očiti u industriji koja se inače smatra manje etičkom. Primjeri uključuju prijevoznika poduzeća koja žele smanjiti emisije ugljika, naftne i plinske kompanije koje se diversificiraju u obnovljive izvore energije ili proizvođače solarnih ploča (Fidelity, 2018.).



Zadnja skupina investicijskih proizvoda su „Article 6” fondovi koji opisuju one fondove koji aktivno ne promiču ciljeve održivog ulaganja ili ne integriraju kriterije održivosti na načine koji bi se mogli otvoreno oglašavati kao takvi. Za fondove koji nisu ni u jednoj nijansi zelene svejedno vrijede neke obveze izvještavanja, primjerice, moraju se objaviti podaci o tome kako su rizici održivosti integrirani u investicijske odluke. Ipak, fondovi iz „Article 6“ zapravo mogu integrirati održivost isključivo kao sredstvo za upravljanje rizikom. Drugim riječima, SFDR pretpostavlja da svi ulagači tretiraju rizike održivosti kao dio svog većeg, stalnog okvira upravljanja rizikom. Ako obuhvaćeni fondovi ne uzimaju u obzir održivost, od njih se traži jasno objašnjenje razloga u predugovornim objavama fonda. Budući da će ovo zakonodavstvo preoblikovati velik dio održivih financija unutar EU-a i utjecati na druge regionalne regulatorne pristupe, vrijedi uključiti neke od temeljnih zakonodavnih elemenata (CFA, 2021.).

Direktiva o tržištima financijskih instrumenata (engl. „Markets in Financial Instruments Directive” – MiFID) (2004/39/EZ) primjenjiva u cijeloj Europskoj uniji od studenog 2007. Predstavlja kamen temeljac regulacije financijskih tržišta Europske unije kojom se želi povećati transparentnost na financijskim tržištima EU i standardizira regulatorne objave potrebne za društva koja posluju u EU. Također, cilj ove direktive je i poboljšati njihovu konkurentnost stvaranjem jedinstvenog tržišta za investicijske usluge i aktivnosti te osigurati visok stupanj usklađene zaštite za ulagače u financijske instrumente. MiFID utvrđuje poslovne i organizacijske zahtjeve za investicijska društva, zahtjeve za autorizacijom za regulirana tržišta, regulatorno izvještavanje kako bi se izbjegla zlouporaba tržišta, obvezu transparentnosti trgovanja za dionice i pravila o uvrštenju financijskih instrumenata u trgovanje. MiFID II / MiFIR stupila je na snagu 3. siječnja 2018. (ESMA, b.d.). MiFID II usklađuje primjenu nadzora među državama članicama i proširuje opseg propisa. Konkretno, nameće više zahtjeva za izvještavanje i testova kako bi se povećala transparentnost. MiFID II proširuje opseg zahtjeva prema MiFID-u na više financijskih instrumenata pa dionice, roba, dužnički instrumenti, ročnice i opcije, fondovi kojima se trguje na burzi i valute također spadaju u njegovu nadležnost (Kenton, 2021.). EU je predložio izmjene pravila o prikladnosti MiFID II kako bi se osiguralo da se okolišne, društvene i upravljačke (ESG) preferencije ulagača uzmu u obzir tijekom procesa investicijskog savjetovanja i upravljanja portfeljem. Europska komisija je u procesu izmjene i dopune MIFID II kako bi osigurala da će ubuduće upravitelji bogatstva morati uzeti u obzir „preferencije održivosti“ klijenata kao dio cjelokupnog procesa prikladnosti (Martino i Messini, 2020.).

### 3.3. Tržište održivih investicijskih fondova

Početak 2020. globalna održiva ulaganja dosegla su 35.300 mlrd. USD na pet glavnih tržišta (Europa, Sjedinjene Američke Države, Kanada, Australazija i Japan) obuhvaćenih izvješćem GSIA (2021.), što je povećanje od 15% u posljednje dvije godine (2018.-2020.) i povećanje od 55% u posljednje četiri godine (2016.-2020.). Ukupna imovina kojom se upravlja profesionalno tijekom izvještajnog razdoblja narasla je na 98.400 mlrd. USD. Prijavljena imovina održivog ulaganja pod upravljanjem čini ukupno 35,9% ukupne imovine pod upravljanjem (engl. „assets under management” – AUM). To predstavlja rast od 2,5 postotnih bodova u odnosu na prethodno izvještajno razdoblje. Održiva ulaganja nastavljaju rasti na globalnoj razini (GSIA, 2021.).

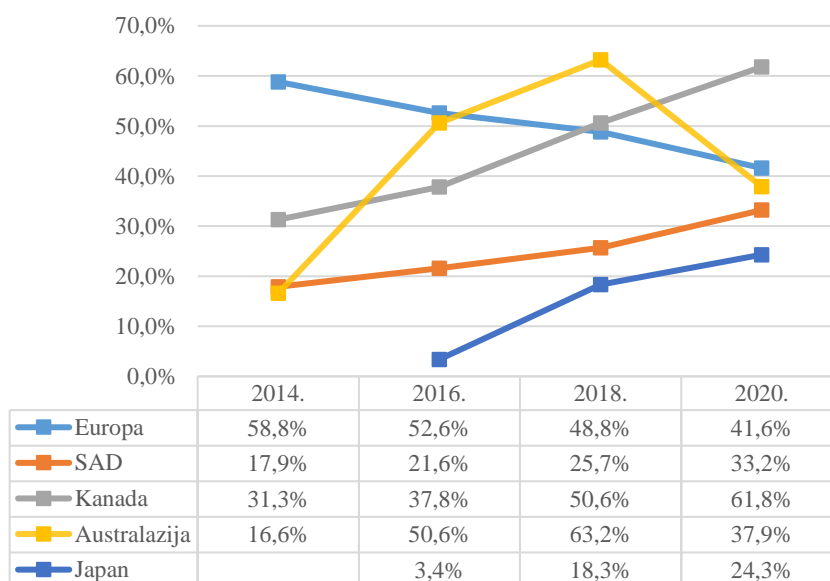
Tablica 3 Globalna imovina pod upravljanjem 2016., 2018. i 2020. godine, u mlrd. USD

	2016.	2018.	2020.
<b>Ukupna AUM</b>	81.948	91.828	98.416
<b>Ukupna održiva AUM</b>	22.872	30.683	35.301
<b>% održive AUM</b>	28%	33%	36%

Izvor: GSIA (2021.)

Udio održivog ulaganja u odnosu na ukupnu upravljaju imovinu nastavio je snažno rasti u Kanadi, Sjedinjenim Državama i Japanu. Nasuprot tome, Australazija i Europa izvijestile su o nižem udjelu održive investicijske imovine u odnosu na ukupnu upravljaju imovinu za razdoblje od 2018. do 2020. To odražava značajne promjene u načinu definiranja održivog ulaganja u tim regijama, čineći usporedbe s prethodnim verzijama ovog izvješća GSIA-e vrlo teškim i naglašava evoluciju tržišta održivih ulaganja u obje regije. U Europi je to velikim dijelom potaknuto snažnim zakonodavnim pritiskom koji sada izričito postavlja standarde održivosti za održive financijske proizvode (GSIA; 2021.).

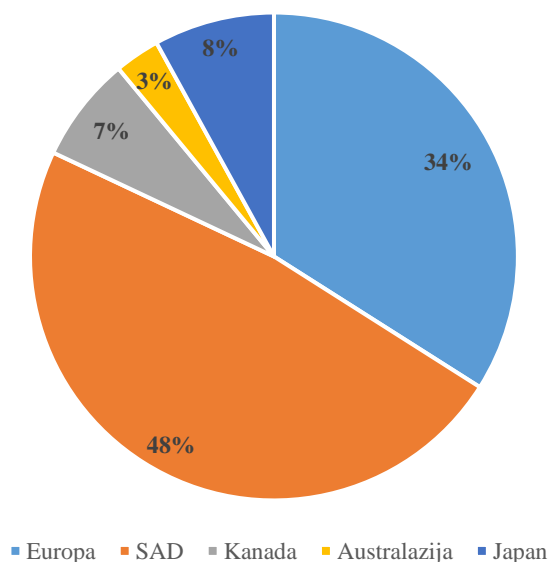
Grafikon 2 Udio održive investicijske imovine u odnosu na ukupnu upravljaju imovinu 2014.-2020



Izvor: GSIA (2021.)

Sjedinjene Američke Države i Europa predstavljaju više od 80% globalne imovine održivog ulaganja u 2020. godini. Udjeli globalne imovine održivog ulaganja u Kanadi (7%), Japanu (8%) i Australaziji (3%) ostali su relativno nepromijenjeni u posljednje dvije godine (GSIA, 2021.).

Grafikon 3 Udio globalne imovine održivog ulaganja po regiji, 2020.



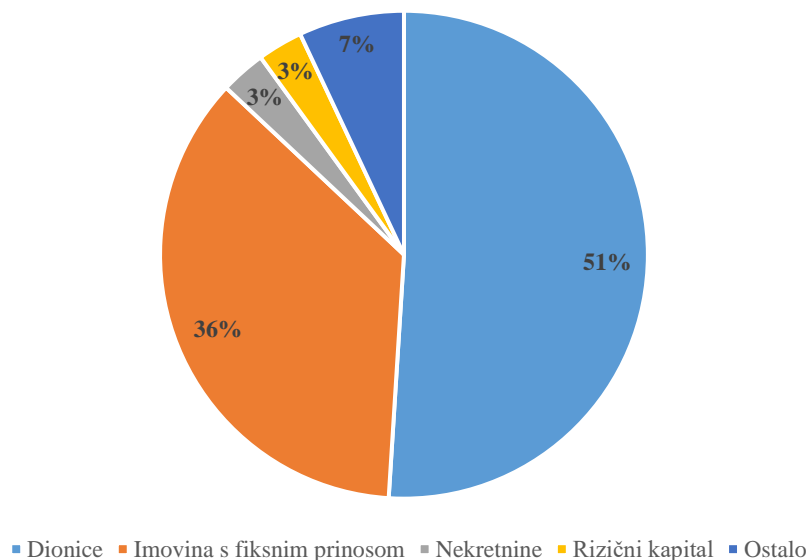
Izvor: GSIA (2021.)

Dionički fondovi su najdominantnija vrsta ESG fondova, koji predstavljaju 56% ukupnog broja ESG fonda u prosincu 2020., a slijede ih obveznički fondovi (16%) i mješoviti fondovi

(engl. „multi-asset funds”) koji čine 15%. Među ne-ESG fondovima, udio dioničkih fondova bio je mnogo manji na kraju 2020. (39%), u usporedbi s 28% za obvezničke fondove. Unatoč činjenici da su dionički i obveznički fondovi najveće kategorije ESG fondova i da su od 2016. snažno porasli (197% odnosno 181%), mješoviti ESG fondovi bili su najbrže rastuća kategorija ESG fondova s rastom neto imovine od 210% od 2016. godine (EFAMA, 2021.).

U publikaciji CFA (2021.) prikazana je raspodjela ESG imovine prema vrsti financijskih instrumenata u Europi, SAD-u, Japanu i Kanadi 2018. godine. U tim regijama je ukupno većina imovine bila alocirana u dionice (51% na početku 2018.), a sljedeća najveća kategorija je imovina s fiksnim prihodima (36%). 2016. godine samo su Europa i Kanada izvjestile o raspodjeli imovine po kategorijama imovine i to s 64% održive investicijske imovine u imovini s fiksnim prihodima, a 33% bilo je u dionicama pa se može zaključiti da se trend promijenio te da se više imovine počelo ulagati u dionice. U 2018. godini nekretnine i rizični kapital držali su po 3% globalne imovine održivog ulaganja (CFA, 2021.). Održiva ulaganja također se mogu naći u hedge fondovima, gotovini, robi i infrastrukturi, a ta imovina svrstana je u kategoriju ostala imovina na grafikonu 4.

Grafikon 4 Globalna ESG imovina po vrstama, 2018.



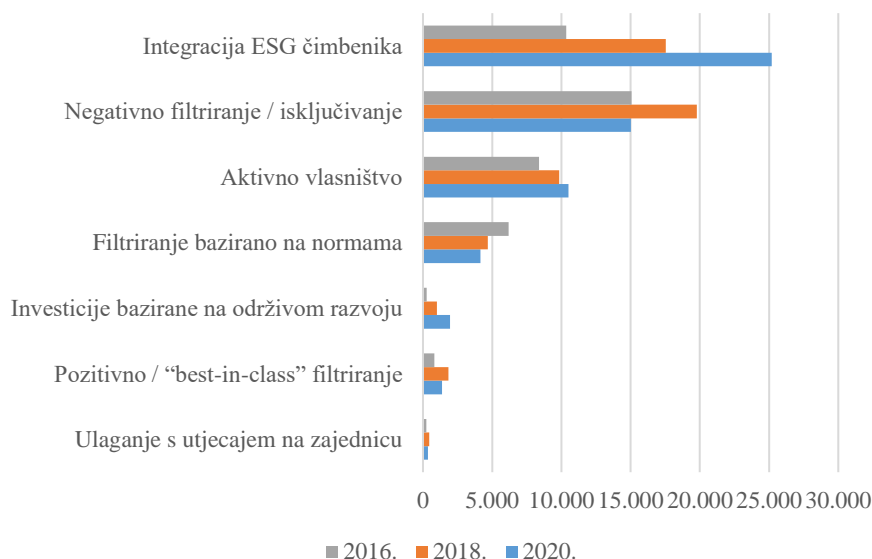
Izvor: CFA (2021.)

Prema GSIA (2021.) najznačajnija strategija održivog ulaganja na globalnoj razini je integracija ESG-a, s ukupno je 25.200 mlrd. USD u imovini pod upravljanjem koja koristi taj pristup te je to najčešće prijavljena strategija u većini regija. Sljedeće najčešće primjenjivane strategije održivog ulaganja uključuju negativno filtriranje / isključivanje s 15.900 mlrd. USD, a zatim

aktivno vlasništvo s 10.500 mlrd. USD. Ovaj rezultat pokazuje promjenu u odnosu na 2018. kada je negativno filtriranje / isključivanje prijavljeno kao najpopularnije održivo ulaganje. Ovaj pomak prema ESG integraciji bio je posebno izražen u Japanu gdje je ESG integracija postala najčešća strategija održivog ulaganja. Mnoga investicijska društva sve češće koriste kombinaciju strategija, umjesto da se oslanjaju samo na jednu (GSIA, 2021.).

Grafikon 5 pokazuje globalni rast strategija održivog ulaganja od 2016. do 2020. godine. Ulaganje temeljeno na održivosti, ESG integracija i aktivno vlasništvo doživjeli su dosljedan rast tijekom tog razdoblja. Međutim, filtriranje temeljeno na normama, pozitivno filtriranje i negativno filtriranje imali su varijabilnije kretanje u promatranom razdoblju (GSIA, 2021.).

*Grafikon 5 Globalni rast ESG imovine pod upravljanjem po strategijama održivog ulaganja, 2016.-2020., u mlrd. USD*

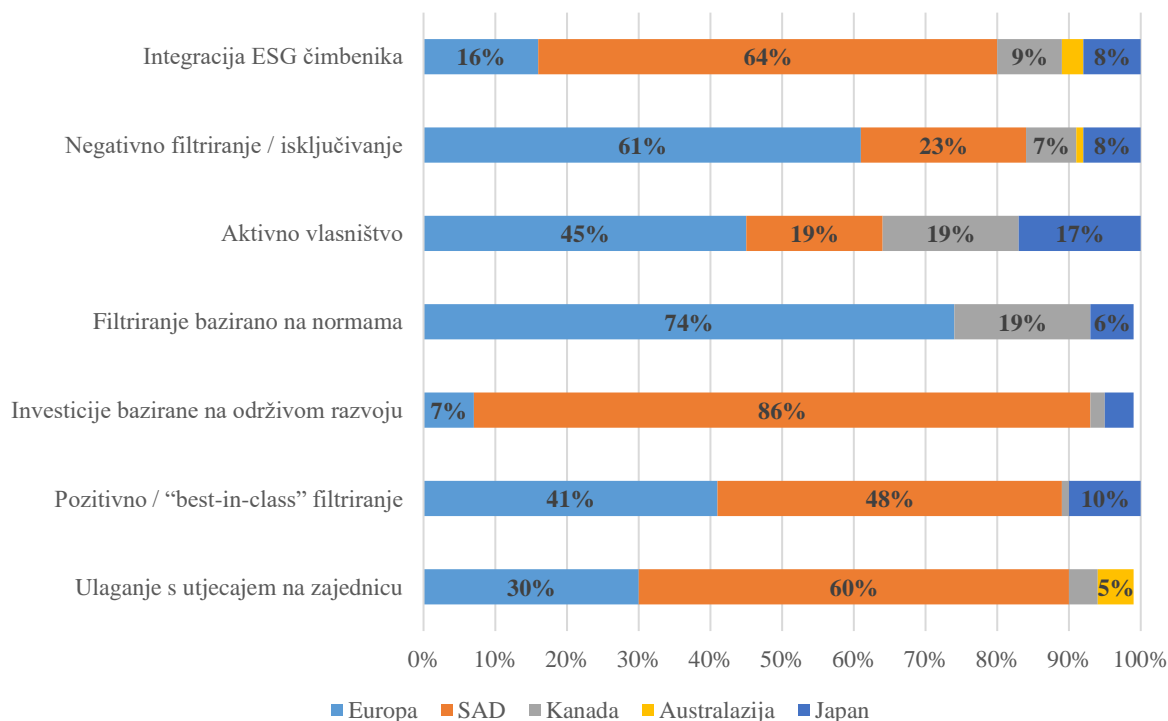


Izvor: GSIA (2021.)

Regionalne razlike u primjenjivanju strategija održivog ulaganja mogu se vidjeti na grafikonu 6. One su posljedica niza čimbenika, od kojih su neki regionalno specifični. Kao što je prije spomenuto, ulagači mogu koristiti više strategija održivog ulaganja kao sredstvo integracije rizika i prilika održivosti kao dio svojih investicijskih procesa. Kao takvo, razdvajanje ovih strategija možda nije reprezentativno za holističke trendove s kojima se industrija održivih ulaganja suočava na globalnoj razini (GSIA, 2021.). Povijesno gledano, Europa je činila većinu imovine sa strategijama temeljenim na normama i negativnim filtriranjem. Budući da nedavna Uredba Europske unije o objavljivanju podataka o održivim financijama (NFRD) postavlja zahtjeve za upravitelje ulaganja da uključe rizike održivosti u svoja ulaganja, to znači da su

negativno filtriranje, filtriranje temeljeno na normama i ESG integracija postali dio očekivane prakse svih financijskih proizvoda u regiji (GSIA, 2021.).

Grafikon 6 Regionalni udjeli, prema težini imovine, u globalnoj uporabi strategija održivog ulaganja, 2020.

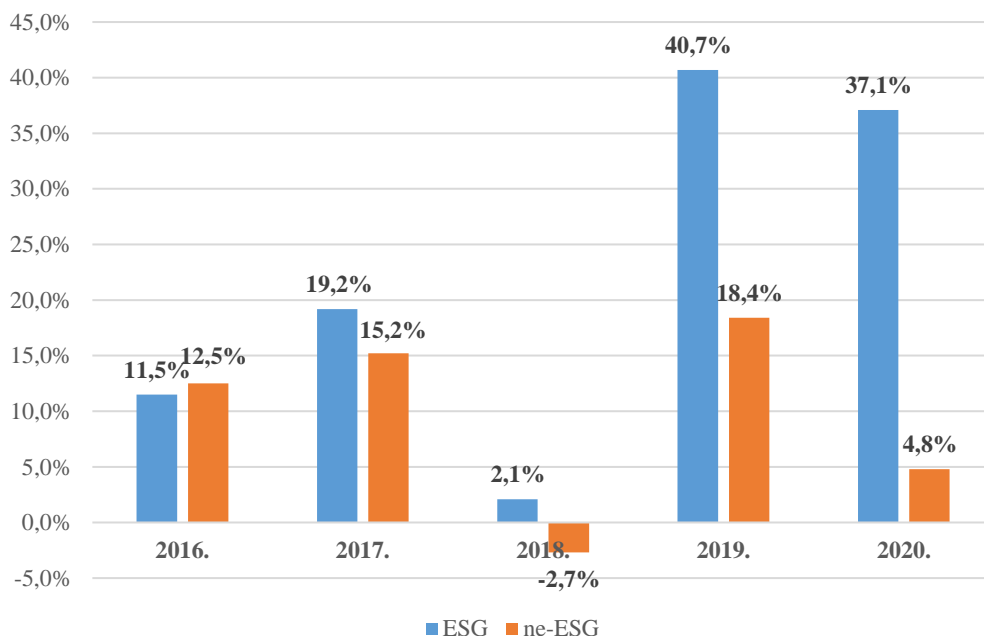


Izvor: GSIA (2021.)

Prema EFAMA (2021.) broj ESG UCITS fondova (pod time se smatraju otvoreni fondovi i fondovi kojima se trguje na burzi koji se prema svojim prospektima ili dokumentima ponude odnose na ulaganje s utjecajem, ESG kriterije ili strategiju održivosti) u Europi je u stalnom porastu tijekom posljednjih pet godina kao odgovor na stalno rastuću potražnju za održivim ulaganjem. Na temelju podataka Morningstara, u prosincu 2020. godine bilo je 2.873 ESG fondova i 25.718 ne-ESG fondova. Pasivni fondovi predstavljaju 20% neto imovine ESG fondova, a ostatak ESG fondova je pod aktivnim upravljanjem. Među ne-ESG fondovima, pasivni fondovi čine 17%, a aktivni fondovi 83% ukupne neto imovine fondova. ETF-ovi čine 8% ukupnog sveukupnog broja fonda ESG, u usporedbi s 9,2% ETF fondova koji nisu ESG. Tijekom posljednjih pet godina, broj ESG fondova porastao je više nego dvostruko u odnosu na ne-ESG fondove. Rast broja ESG fondova znatno je veći od 2017. Taj rast odražava i pokretanje novih fondova i integraciju ESG kriterija u investicijski proces postojećih fondova (EFAMA, 2021.).

Na grafikonu 7 prikazano je kako je neto imovina europskih ESG fondova značajno porasla u posljednjih pet godina, a posebno u 2019. i 2020. U prosincu 2020. neto imovina ESG fondova u Europi iznosila je 1.200 mlrd. eura. Dok su ne-ESG fondovi zabilježili rast neto imovine od samo 4,8% u 2020., ESG fondovi imali su stopu rasta od 37,1% (EFAMA, 2021.).

*Grafikon 7 Godišnja promjena neto imovine europskih ESG i ne-ESG fondova, 2016.-2020.*



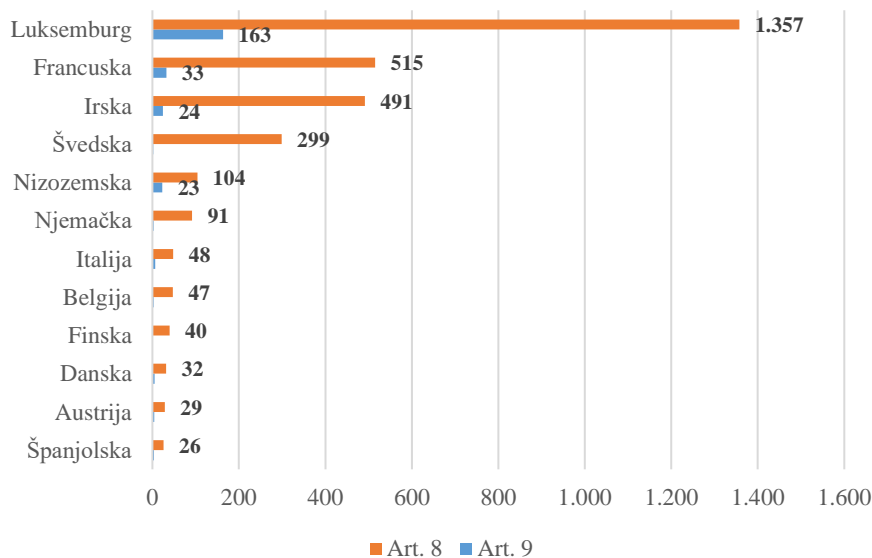
Izvor: EFAMA (2021.)

Prema PwC (2022.a) publikaciji samo u Europi, prema najboljem scenariju, očekuje se da će imovina pod upravljanjem ESG fondova činiti više od 50% ukupne imovine europskih uzajamnih fondova do 2025. godine. To će predstavljati 28,8% prosječne godišnje stope rasta (CAGR) od 2019. do 2025. godine. Europa je regija koja dominira globalnim tržištem ESG fondova, s 4.741 ESG uzajamnim fondom te time drže gotovo 70% globalne ESG imovine, a zajedno s regijom Sjeverne Amerike čine oko 90% ESG imovine pod upravljanjem (PwC, 2022.a).

Prema PwC (2022.b) ukupna imovina pod upravljanjem europskih investicijskih fondova u prvoj polovici 2021. godine iznosila je 10.429 mlrd. USD, a od toga 3.079 mlrd. USD (30%) imovine činili su fondovi koji su klasificirani kao „Article 8“, a 271 mlrd. USD (3%) fondovi kategorije „Article 9“. Od ukupno 25.827 europskih investicijskih fondova u prvoj polovici 2021. godine 4.743 (18%) ih je bilo „Article 8“, a 545 (2%) „Article 9“ (EFAMA, 2021.). Luksemburg je vodeća zemlja u Europi prema imovini pod upravljanjem ESG investicijskih

fondova s 1.357 kategoriziranih kao „Article 8“ i 163 kao „Article 9“. Slijedi Francuska s ukupno 548 ESG fondova te Irska s 515 (PwC, 2021.b).

*Grafikon 8 Vodeće europske zemlje prema imovini pod upravljanjem ESG investicijskih fondova (Article 8 i 9), 2021., mlrd. EUR*



Izvor: PwC (2022.b)

Sve navedeno u ovom poglavlju ukazuje na trend rasta popularnosti i važnosti održivih investicijskih fondova gledajući kretanje broja te imovine pod upravljanjem. Prema istraživanju CFA Hrvatska (2021.), intervjuiranjem 17 institucionalnih investitora na pitanje kakva su očekivanja ispitanika za razvoj tržišta ESG fondovima tj. proizvodima „Article 8“ i „Article 9“ sukladno kategorizaciji SFDR 47% ih je neutralno, 41% očekuje rast tržišta, a 12% smatra da će biti ograničen interes ulagača (CFA Hrvatska, 2021.).

### 3.4. Odabrani primjeri održivih investicijskih fondova

Ponuda indeksa i pasivnih fondova s integriranim ESG čimbenicima od strane upravitelja imovinom započela je 20 godina nakon aktivnih ulaganja. Upotreba indeksa ipak je ključna za investicijsku industriju – oni su mjerila uspješnosti i osnova za pasivne investicijske fondove, kao što su ETF-ovi. Prvi ESG indeks, Domini 400 Social Index (sada nazvan MSCI KLD 400 Social Index), lansirao je KLD Research & Analytics 1990. Posljednjih godina trend prema pasivnom ulaganju, a posebno preferencije ulagača prema ETF-ovima, zajedno s povećanom dostupnosti ESG podataka i istraživanja doveli su do razvoja tržišta ESG indeksa. To utječe i na sve veći apetit ulagača za ESG proizvode i potrebu za mjernim alatima koji točno odražavaju ciljeve održivi investitori. ESG čimbenici također su uspješno integrirani u faktorsko ulaganje,



pametne beta fondove i izvedenice, odražavajući prodor ESG-a unutar mnogo složenije ponude proizvoda od strane upravitelja imovinom (CFA, 2021.).

Konkurencija među pružateljima ESG indeksa i/ili agencijama za ocjenjivanje ESG danas znači da razna poduzeća pružaju ESG indekse pojedinačno ili u partnerstvu sa specijaliziranim poduzećima za korištenje kao referentne vrijednosti, kao svemire u koje se može ulagati ili za licenciranje kao pratioci investicijskog portfelja, uključujući kompanije za financijske usluge (npr. MSCI i FTSE), održive investicijske institucije (npr. Calvert), ESG istraživačke institucije (npr. Sustainalytics) i burze (npr. Nasdaq, Johannesburška burza i BM&F Bovespa) (Sinclair, Yang i Pagano, 2018.).

Prema Bloombergovom webinaru iz 2021. na temu „The Inconvenient Truths of ESG ETFs“ jedan od velikih trenutnih izazova ESG indeksa, a shodno tome i ESG ETF fondova, je da svaki od gore navedenih kreatora indeksa ima svoj model određivanja koje kompanije su prihvatljive i zadovoljavaju ESG ocjene potrebne da ih se uvrsti. Na slici 1 u nastavku prikazani su neki od ESG ETF fondova i poduzeća koja su isključili. Jasno je vidljivo da neki fondovi isključuju pojedina poduzeća zbog nezadovoljavajuće ESG ocjene, dok u drugim fondovima takvo poduzeće nije isključeno (Bloomberg, 2021.).

Slika 1 Odabrani ESG ETF fondovi s tickerima poduzeća koja su isključili

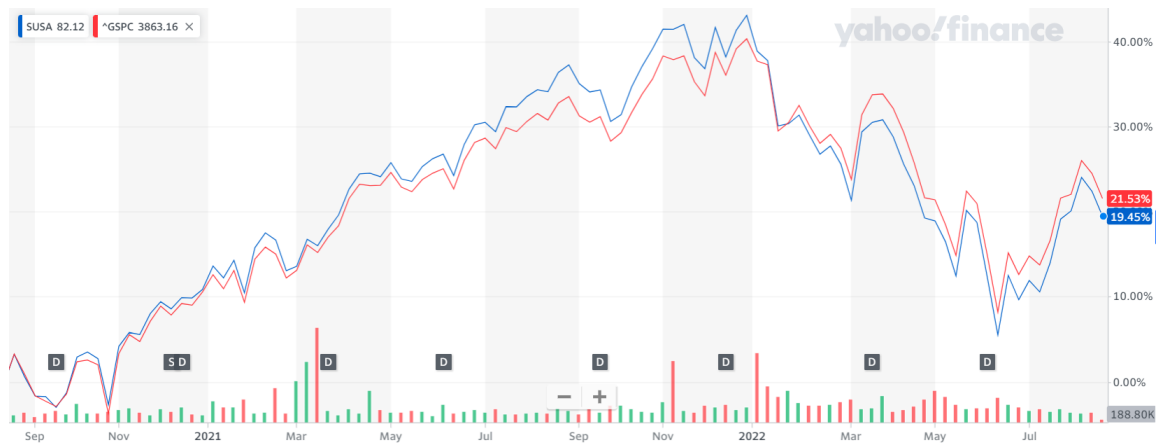
Issuer	ESGU iShares	ESGV Vanguard	USSG DWS	SUSL iShares	DSI iShares	SUSA iShares	SPYX SSGA	SNPE DWS	IQSU IndexIQ	ESG FlexShares	EFTV SSGA
1	WMT	JNJ	AAPL	AAPL	AAPL	AMZN	TSLA	TSLA	AMZN	GOOGL	TSLA
2	WFC	BRK/B	AMZN	AMZN	AMZN	JPM	XOM	JNJ	FB	JNJ	JNJ
3	PM	XOM	FB	FB	JPM	JNJ	CVX	BRK/B	JPM	V	BRK/B
4	BA	WMT	JPM	JPM	JNJ	UNH	SQ	DIS	BRK/B	BRK/B	DIS
5	LMT	CVX	BRK/B	BRK/B	BRK/B	BAC	MELI	PYPL	NFLX	PYPL	PYPL
6	MO	NEE	PYPL	PYPL	UNH	CMCSA	ZM	NFLX	XOM	NFLX	NFLX
7	GM	WFC	UNH	UNH	BAC	XOM	COP	WMT	WMT	WMT	WMT
8	DUK	HON	BAC	BAC	CMCSA	ABT	SNAP	AVGO	PFE	PFE	AVGO
9	SO	PM	CMCSA	CMCSA	NFLX	T	UBER	HON	CVX	NKE	HON
10	D	BA	NFLX	NFLX	XOM	WMT	TWLO	PM	WFC	WFC	PM
11	COF	RTX	XOM	XOM	ABT	AVGO	NXPI	ORCL	HON	HON	ORCL
12	FCX	GE	ABT	ABT	T	PFE	ROKU	BA	BMJ	UNP	BA
13	BSX	MMM	T	T	WMT	CVX	WDAY	RTX	PM	LIN	RTX
14	ETN	LMT	WMT	WMT	AVGO	LLY	MRNA	AMAT	ORCL	SBUX	AMAT
15	KLAC	MO	AVGO	AVGO	PFE	MCD	BX	NOW	BA	BA	NOW
16	DG	GM	PFE	PFE	TMO	NEE	DOCU	IBM	CAT	UPS	IBM
17	NOC	COP	TMO	TMO	CVX	MDT	VEEV	SQ	RTX	RTX	SQ
18	F	DUK	CVX	CVX	LLY	WFC	MTCH	MMM	BLK	AMAT	MMM
19	VEEV	NSC	LLY	LLY	QCOM	DHR	PINS	BKNG	GS	NOW	BKNG
20	GD	SO	QCOM	QCOM	COST	HON	LULU	ISRG	SQ	SQ	ISRG

Izvor: Bloomberg (2021.)

iShares MSCI USA ESG Select ETF (ticker SUSA) nastoji pratiti rezultate ulaganja indeksa sastavljenog od američkih poduzeća koja imaju pozitivne ekološke, društvene i upravljačke karakteristike kako ih je identificirao davatelj indeksa. Fond je izložen nizu američkih dionica velike i srednje tržišne kapitalizacije s vodećim ekološkim, društvenim i upravljačkim

praksama, izbjegava izlaganje poduzećima s niskim ESG ocjenama i ozbiljnim kontroverzama te mu je cilj izgradnja održivog portfelja kapitala. Usporedbom dvogodišnjeg kretanja prinosa SUSA fonda (plava linija) i S&P500 indeksa (crvena linija), na slici 2 grafikona u nastavku, vidljivo je kako je SUSA dugo imao veći prinos nego S&P500 sve do početka 2022. godine. Idućih 7 mjeseci do trenutka pisanja ovog rada S&P500 ga je premašio prema prinosu te je ukupni prinos SUSA fonda u promatranom dvogodišnjem razdoblju bio 19,45%, dok je vrijednost S&P500 indeksa porasla 21,53% (Yahoo Finance, b.d.).

Slika 2 Usporedba kretanja dvogodišnjeg prinosa MSCI USA ESG Select ETF (SUSA) i S&P500 indeksa



Izvor: Yahoo Finance

U tablici 4 u nastavku prikazane su neke dionice firmi koje su isključene u SUSA indeksu zbog slabe ESG ocjene, a imaju vrlo visok prinos zadnjih deset godina.

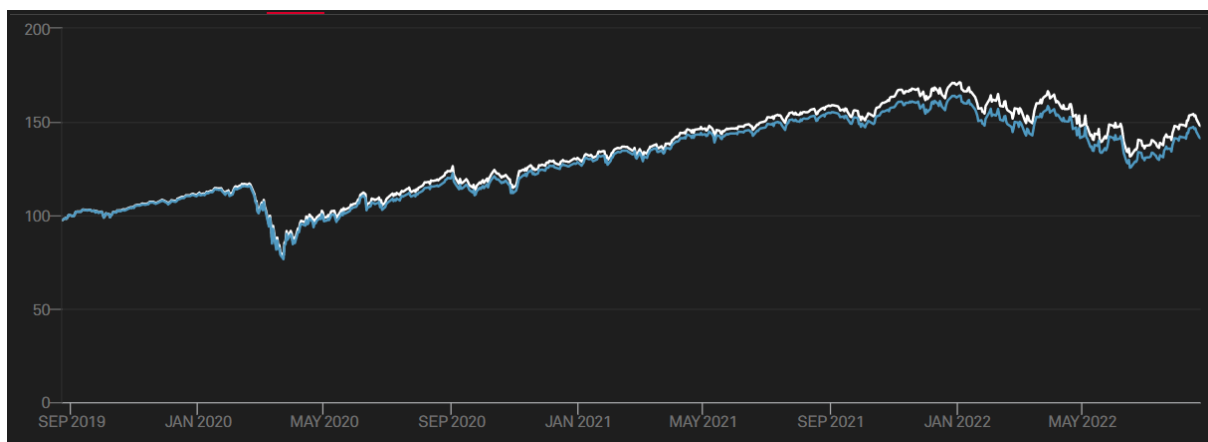
Tablica 4 Poduzeća isključena iz SUSA ESG fonda i njihov desetogodišnji prinos

Poduzeće (ticker)	10-godišnji prinos
Amazon (AMZN)	1.556%
Berkshire (BRK)	306%
Constellation Brands (STZ)	1.174%
JPMorgan (JPM)	508%
Visa (V)	1.013%
United Health Group (UNH)	975%
Mastercard (MA)	1.006%

Izvor: Bloomberg (2021.)

Nadalje, indeks S&P 500 ESG osmišljen je kako bi pružio poboljšanu zastupljenost ESG-a i povijesno je održavao profil rizika i povrata sličan onom S&P 500. Koristeći S&P DJI ESG rezultate i različita isključenja ESG-a, indeks rangira i odabire prihvatljiva trgovačka društva, ciljajući 75% tržišne kapitalizacije u svakoj S&P 500 GICS industrijskoj grupi (S&P Global, 2022.). Na slici 3 je prikaz kretanja prinosa S&P500 indeksa (plava linija) i S&P 500 ESG indeksa (bijela linija) u posljednje 3 godine. Prinos na dan 23. kolovoza 2022. iznosio je 41,25% za S&P500 sa završnom cijenom 4.128,73 USD te 47,86% za S&P 500 ESG s cijenom 361 USD (S&P Global, b.d.).

*Slika 3 Usporedba kretanja trogodišnjeg prinosa S&P500 ESG i S&P500 indeksa*



Izvor: S&P Global

Niz studija nalazi pozitivan odnos između ESG ocjena i financijskog učinka. Druga istraživanja sugeriraju da, iako dobar rezultat u ESG-u ne uništava financijsku vrijednost, odnos između ESG-ovih ocjena u bilo kojem trenutku i stvaranja vrijednosti u isto vrijeme može biti slab ili nepostojeći (McKinsey, 2022.).

Brojni SRI/ESG dionički fondovi imaju dobre rezultate, ali nije iznenađujuće vidjeti da zaostaju za mnogim kompetentnim, aktivno upravljanim zajedničkim fondovima s fiksnim prihodom i pasivno upravljanim ETF-ovima (Maks, 2018.). Istraživanje McKinseya otkrilo je da u prosjeku društva koja pokazuju poboljšanje ESG ocjena tijekom višegodišnjeg vremenskog razdoblja mogu pokazati veće povrate dioničara u usporedbi s usporedivim društvima iz industrije u razdoblju nakon poboljšanja ESG rezultata, a učinak ovog rezultata povećao se posljednjih godina (McKinsey, 2022.).

Nedavne industrijske i akademske studije pokazuju da ESG ulaganje može pomoći u poboljšanju upravljanja rizikom i ograničiti gubitke na teškom tržištu, što dovodi do povrata

koji nisu niži od onih od tradicionalnih ulaganja. Oni također pokazuju da su, tijekom posljednjeg desetljeća, ESG fondovi imali tendenciju ne samo nadživjeti, već i nadmašiti usporedive tradicionalne fondove (Faure, 2021.).

Prema istraživanju Geise i sur. (2019.), društva s jakim ESG karakteristikama imaju konkurentsku prednost koja može biti posljedica učinkovitijeg korištenja resursa, boljeg razvoja ljudskog kapitala ili boljeg upravljanja inovacijama. Osim toga, poduzeća s visokom ESG ocjenom obično su bolja u izradi dugoročnih poslovnih planova i dugoročnih planova poticaja za viši menadžment. Poduzeća s visokom ESG ocjenom koriste svoju konkurentsku prednost za stvaranje neuobičajenih povrata, što u konačnici dovodi do veće profitabilnosti. Veća profitabilnost rezultira većim dividendama. Također, obično imaju natprosječnu kontrolu rizika i interne standarde usklađenosti, ali i unutar svog upravljanja opskrbnim lancem. Zbog boljih standarda kontrole rizika, poduzeća s visokom ESG ocjenom rjeđe pate od ozbiljnih incidenata kao što su prijevara, pronevjera, korupcija ili slučajevi parnica što dovodi do manjeg rizika repa u cijeni dionice izdavatelja. Tijekom proteklih 10 godina, poduzeća s višom ESG ocjenom manje su osjetljiva na sustavne tržišne šokove i stoga pokazuju manji sistemski rizik. Time se pokreće transmisijski mehanizam gdje niži sistemski rizik znači da kapital poduzeća ima nižu beta vrijednost, pa stoga investitori zahtijevaju nižu stopu povrata te se to prevodi u niži trošak kapitala za poduzeće. Konačno, niži trošak kapitala vodi izravno do posljednjeg koraka mehanizma prijenosa: u okviru DCF modela, poduzeće s nižim troškom kapitala imalo bi višu vrijednost (Giese i sur., 2019.).

Vojtko i Padysak (2019.) analizirali su u svom radu odnos između ESG-a i prinosa u periodu 2010. - 2017. godine u Eurozoni i Sjevernoj Americi. Od 2010. do 2013. nisu pronađeni dokazi o isplativosti integracije ESG-a te su prema toj studiji, ESG rezultati u strategijama odabira dionica doveli do neutralnih ili negativnih rezultata. U novijem razdoblju dolazi do značajne promjene jer je većina pokazatelja između 2014. i 2017. godine postala pozitivna te se može zaključiti da je ulaganje u ESG postalo isplativo od 2014. godine (Vojtko i Padysak, 2019.).

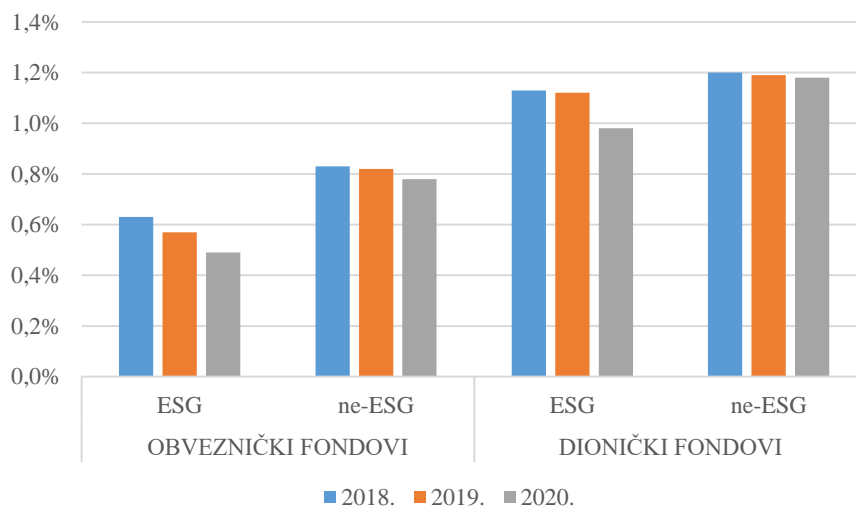
Prema Whelan i sur. (2021.) pregledom više od 1000 studija objavljenih između 2015. i 2020. godine, pozitivan odnos između ESG-a i financijskog učinka pronađen je za 58% studija usmjerenih na operativne pokazatelje kao što su ROE, ROA ili cijena dionice, pri čemu 13% pokazuje neutralan utjecaj, 21% mješovite rezultate (ista studija nalazi pozitivne, neutralne ili negativne rezultate) i samo 8% pokazuje negativan odnos. Ostali zaključci izvedeni iz tih studija su da objavljivanje o ESG čimbenicima samo po sebi ne utječe na financijski učinak;

upravljanje poslovanjem s ciljem prilagodbe za niskougljičnu budućnost poboljšava financijske rezultate; poboljšana financijska izvedba pod utjecajem ESG-a postaje izraženija tijekom dužeg vremenskog razdoblja te ESG ulaganje pruža zaštitu od negativnih strana, osobito tijekom društvene ili ekonomske krize (Whelan i sur., 2021.).

Izvješće EFAMA-e (2021.) pokazuje da je uspješnost ESG fondova i onih koji nisu ESG uglavnom slična od 2016., s iznimkom 2020. kada su ESG fondovi zabilježili veći bruto učinak. Ovo istraživanje jedno je od onih koje potvrđuje da ulagači u prosjeku ne moraju žrtvovati dugoročne povrate kako bi podržali prijelaz na održivije gospodarstvo (EFAMA, 2021.).

Prema EFAMA (2021.), ESG fondovi u prosjeku naplaćuju nešto niže naknade nego ne-ESG fondovi što sugerira da upravitelji ESG fondova nastoje privući ulagače i doseći kritičnu veličinu natjećući se na temelju smanjenih naknada.

*Grafikon 9 Prosječne naknade europskih ESG i ne-ESG obvezničkih i dioničkih investicijskih fondova, 2018.-2020.*



Izvor: EFAMA (2021.)

## **4. KVALITATIVNO ISTRAŽIVANJE O PERCEPCIJI RAZVOJA ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH FONDOVA**

### **4.1. Cilj istraživanja**

Motivacija za pisanje ovog rada jest rast popularnosti i važnosti koncepta održivih ulaganja u inozemstvu te nedovoljna zastupljenost teme ESG-a izvan krugova financijske industrije u Republici Hrvatskoj. Zbog sve veće važnosti teme klimatskih promjena i očuvanja okoliša, održivo ulaganje kao koncept s vremenom napreduje te se mijenja mentalitet stanovništva. Na taj način rast potražnje za financijskim proizvodima koji se temelje na okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima izravno utječe na rast ponude istih. Pitanje je kakav je način razmišljanja i stav hrvatskog stanovništva o važnosti borbe protiv klimatskih promjena, zaštite ljudskih i radničkih prava te ulaganja kapitala u održive društveno odgovorne projekte i poduzeća.

Ovim radom i istraživanjem pokušala se razjasniti slika o stvarnoj razini svijesti o važnosti nefinancijskih informacija u poslovanju, upravljanju imovinom i donošenju investicijskih odluka. Cilj istraživanja je i analizirati potražnju hrvatskih ulagača za održivim proizvodima društava za upravljanje investicijskim fondovima te otkriti postoji li trenutno potreba za razvojem takvih proizvoda. Također, analiziralo se i stanje u društvima za upravljanje investicijskim fondovima, kakvi su im planovi za budućnost te planiraju li staviti fokus na investicijske fondove koji uzimaju u obzir okolišne, društvene i upravljačke čimbenike prije analize financijske i fundamentalne slike poduzeća u koje se ulaže. Nadalje, ciljevi su istražiti ulogu države i nadzorne institucije u provođenju kvalitetne zakonske regulative te donošenju sankcija pri kršenju iste. Također, pokušao se donijeti zaključak tko bi trebao biti odgovoran i zadužen za rast svijesti o važnosti održivog ulaganja te kako doprinijeti da se taj trend što kvalitetnije i brže implementira u hrvatsko financijsko tržište.

### **4.2. Metodologija istraživanja**

Navedeni ciljevi preispitat će se kroz sljedeći metodološki okvir. Kvalitativnom analizom će se intervjuiranjem stručnjaka relevantnih za područje istraživanja, ispitati njihovi stavovi o trenutnoj zastupljenosti i razvijenosti održivih investicijskih fondova u svijetu, ali s naglaskom na hrvatsko tržište te mišljenje o budućnosti takvih financijskih proizvoda. Znanstveno je opravdano preispitati različita mišljenja uključenih strana za koje se vjeruje da imaju znanja i iskustva s navedenom tematikom te mogu dati multidisciplinarni pristup istraživanom

problemu. Iz tog razloga proveden je triangulacijski proces s ciljem uvida u više perspektiva održivih investicijskih fondova, njihovoj budućnosti te općenito značajnosti ESG koncepta.

Istraživanje se provodi kvalitativnom analizom kroz triangulacijski proces analizom tržišta održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj provodeći intervjue s dionicima tri ključne skupine. Nadzorno tijelo (2 ispitanika) s jedne strane, društva za upravljanje investicijskim fondovima (9 ispitanika) s druge strane te ulagači u investicijske fondove (5 ispitanika) s treće strane. Svi ispitanici predstavljaju važnost u oblikovanju i razvoju sustava održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj.

U zdravstvenim i socijalnim istraživanjima individualni intervjue uobičajena je metoda prikupljanja podataka. Individualni intervjue metoda je stjecanja uvida u percepcije, iskustva i razumijevanja ispitanika o temi koja pridonosi dubinskom prikupljanju podataka. Međutim, intervjue zahtijeva znatna znanja i vještine ispitivača pa stoga predstavlja više od isključivo konverzacijske interakcije dvije osobe (Frances, Coughlan, i Cronin, 2009.). Triangulacija znači korištenje više metoda ili izvora podataka u kvalitativnim istraživanjima za razvoj sveobuhvatnog razumijevanja fenomena (Patton, 1999.) te je to metoda koja se koristi s ciljem povećanja vjerodostojnosti i valjanosti nalaza istraživanja (Cohen, Manion, i Morrison, 2000.). Obično se koristi u kvalitativnim istraživanjima kako bi se povećala valjanost i autentičnost studije (Bryman, 2012.) te omogućuje usporedno gledanje podataka pruženih iz različitih izvora podijeljenih u tri skupine ljudi. Triangulacija izvora podataka korištena za stjecanje više perspektiva i potvrđivanje podataka uključuje prikupljanje podataka od različitih tipova ljudi, uključujući pojedince, obitelji, skupine i zajednice (Carter, 2014.). Triangulacija dionika jedan je od načina na koji istraživači mogu provjeriti različite perspektive složenog pitanja, a triangulacijska perspektiva dionika osmišljena je tako da istraži najširi spektar gledišta, otkrije eventualno prešućena pitanja i omogući sudionicima da u povjerenju razotkriju stajališta i zabrinutosti u okruženju (Strier i Werner, 2016.).

Ukupno je obavljeno 16 intervjua u razdoblju od srpnja do kolovoza 2022. u Zagrebu. Intervjuirane osobe bile su kontaktirane putem e-maila ili društvene mreže LinkedIn s priloženim dokumentom koji je sadržavao opis istraživanja i pitanja. Neki ispitanici odgovorili su na pitanja intervjua u pisanom obliku i poslali povratno elektroničkom poštom, dok je s drugim dijelom ispitanika proveden razgovor uživo uz paralelno skriptiranje njihovih odgovora.

Intervjui su obavljani sa ispitanicima koji su najupućeniji u tematiku istraživanja. Ispitanici koji predstavljaju skupinu nadzornog tijela su dvoje zaposlenika nadzornog tijela za investicijske fondove u Hrvatskoj. Svi ispitanici iz društava za upravljanje investicijskim fondovima bili su zaposlenici s dugogodišnjim radnim iskustvom u industriji na različitim razinama pozicija u svojim društvima u vrijeme intervjuiranja. Predstavnici skupine ulagača su zaposleni te imaju višegodišnje iskustvo investiranja, kako u investicijske fondove, tako i samostalno.

Kriterij za uključivanje stručnjaka iz industrije investicijskih fondova bio je stručnost i ekspertiza u području upravljanja investicijskim fondovima, upravljanja imovinom i portfeljem te djelatnost njihovih poduzeća i institucija. Nadzorna tijela odabrana su na temelju supervizorske nadležnosti. Kriterij za uključivanje ulagača bio je multidisciplinarnost i iskustvo u području istraživanja. Svi ispitanici su tržišni profesionalci s dugogodišnjim iskustvom u svom području. Spremnost za sudjelovanje bila je velika, sve ih je interesirala tema istraživanja, bili su svjesni njene aktualnosti u Republici Hrvatskoj i svijetu te su se zanimali za krajnji rezultat.

Intervju je činilo 10 pitanja koja su tražila mišljenje ili percepciju ispitanika o temi. Prvo pitanje traži od ispitanika da ocijene informiranost i znanja iz ESG područja u industriji društava za upravljanje investicijskim fondovima, s naglaskom na svoje Društvo. Drugo ispituje u kojoj mjeri postojeći investicijski fondovi primjenjuju ESG faktore, gdje je izvjestan prostor za razvoj novih strategija upravljanja imovinom. Trećim pitanje želi se saznati mišljenje ispitanika o *greenwashingu* te mogućim načinima njegovog sprječavanja. U četvrtom pitanju traži se mišljenje o osnovnom razlogu zašto investitori integriraju ESG čimbenike u svoje investicijske odluke. Peto pitanje traži procjenu najvažnijeg ESG čimbenika za ulagače i upravitelje investicijskih fondova. Šesto i sedmo pitanje ispituje o interesu potrošača/klijenata za temu ESG investicijskih fondova, na koji način dolaze do informacija o održivim fondovima i nefinancijskih informacija. Cilj osmog pitanja je saznati stajalište ispitanika o održivim ulaganjima u Hrvatskoj i globalno, vide li ih kao prolazni trend ili buduću realnost. Deveto pitanje traži mišljenje ispitanika o glavnim izazovima u integriranju ESG čimbenika u investicijske odluke ulagača te ulagačke strategije upravitelja investicijskim fondovima. Zadnje pitanje ispituje kako ispitanici gledaju na učinak intenzivnijeg uvođenja ESG-a na potrošače, društvo, gospodarstvo i okoliš u cjelini.



### 4.3. Rezultati istraživanja

Svi ispitanici u pravilu ocjenjuju informiranost zaposlenika unutar društava za upravljanje investicijskim fondovima kao vrlo dobru, posebice u zadnjih godinu do dvije te kako tvrdi jedan od ispitanika iz društava za upravljanje „taj eksponencijalni rast u informiranosti i znanju sam po sebi govori o sve većoj važnosti ESG-a i njegovom doprinosu koji ostvaruje kako u industriji tako i u pojedinim društvima.“ Njihova dobra informiranost s jedne strane je i nužna s obzirom na uvođenje novih regulativa na razini Europske unije, posebice SFDR koji će od 2023. zahtijevati od svih društava za upravljanje određenu razinu nefinancijskog izvještavanja na temu ESG čimbenika. Jedan od ispitanika izjavio je da je u njihovom društvu „dobra informiranost, ali bi mogli još i bolje. Najviše se pričalo o tome kad se uvodila regulativa i kad se moralo birati hoćemo li kao društvo primjenjivati ESG u našim fondovima.“

Na drugo pitanje ispitanici su odgovarali u kojoj mjeri društva za upravljanje investicijskim fondovima primjenjuju okolišne, društvene i upravljačke čimbenike u svoje investicijske strategije. Svako društvo je slučaj za sebe pa su tako neka, iako se nisu još klasificirali kao „Article 8“ ili „Article 9“, počeli s procedurama i procesima koje im osiguravaju da se klasificiraju kao „Article 8“ bez puno prilagođavanja potencijalnim dodatnim i novim regulativama. Također, u Hrvatskoj ima društava koja u svojoj ponudi nude (kroz master-feeder strukturu) napajajuće fondove koji su fokusirani na jedan od tri ESG faktora. Ispitanik iz društva za upravljanje investicijskim fondovima tvrdi da „upravo kreiranje novih fondova koji za cilj imaju fokus na jedan od tri ESG čimbenika otvara prostor za razvoj novih strategija.“ U Hrvatskoj ima i onih koji se nisu opredijelili ni za jedan od „zelenih“ kategorija, već za „Article 6“ jer smatraju da će „još dugo vremena trebati da se napravi neka značajnija promjena budući da je teško za očekivati da u skorijoj budućnosti fundamentalni financijski čimbenici budu manje prioritetni nego okolišni, društveni ili upravljački.“

Na iduće pitanje ispitanici su dali svoje mišljenje o *greenwashingu* te rješenjima kako ga izbjeći ili umanjiti vjerojatnost njegovog nastanka. Sve tri skupine ispitanika složne su oko toga da je adekvatna i stroga regulativa glavni alat za sprječavanje lažnog oglašavanja poduzeća ili investicijskog fonda kao „zelenog“. Ispitanik koji predstavlja nadzornu instituciju smatra da je „regulativa koja je stupila na snagu 2021. već sad imala veliki utjecaj na povećanje transparentnosti objavljivanih informacija te će to rezultirati lakšim mjerenjem napretka održivih ulaganja. Naime, *greenwashing* je kao pojava prisutna u svim industrijama, ali u financijskom sektoru ju je lakše iskorijeniti dobro uspostavljenim i detaljnim legislativama.“

Jedan od ispitanika koji je iz skupine ulagača smatra da je „uz regulativu, bitno i tržište koje mora znati prepoznati lažno „ozelenjavanje“ poduzeća te pravne službe koje će naplaćivati kazne takvim slučajevima.“ Ispitanik iz društva za upravljanje tvrdi da „kao što SFDR određuje koji set podataka društva za upravljanje moraju objavljivati za fondove kojima upravljaju, na snagu će stupiti regulativa koja će određivati koje podatke će i izdavatelji (kompanije čijim se dionicama trguje na burzi) morati objavljivati. Takva praksa bi trebala riješiti (ili barem znatno umanjiti) problem *greenwashinga*. Potencijalni problem nastaje u vremenskoj razlici primjene regulativa budući da regulativa za izdavatelje stupa na snagu nakon regulative za ponuditelje investicijskih proizvoda.“

Četvrto pitanje tražilo je mišljenje o razlozima zašto investitori integriraju ESG čimbenike u svoje investicijske odluke. Mnogo je racionalnih odgovora na ovo pitanje, ali ispitanici su najčešće izdvojili utjecaj regulatornih odredbi pa tako jedan ispitanik iz društva za upravljanje ističe kako je „u Hrvatskoj još uvijek glavni razlog to što regulativa tako nalaže i potiče, a u inozemstvu se tržište održivih investicijskih fondova bolje razvilo jer je potaknuto potražnjom investitora kojima je bitno da poduzeće u koje ulažu posluje održivo i da brine o zajednici.“ Također, regulativa nalaže drugim institucionalnim investitorima, primjerice društvima za osiguranje, da ulažu u ono za što ima podataka o njihovoj održivosti pa je i iz tog razloga društvima za upravljanje investicijskim fondovima u cilju da objave takve podatke. Ostali razlozi su smanjivanje investicijskog i reputacijskog rizika, povećanje dugoročnog prinosa, korištenje ESG-a kao dodatnog alata i tehnike u analizama. Predstavnik nadzorne institucije ističe i da je „među mlađim generacijama zadnjih godina sve veća svijest o važnosti zaštite okoliša, i postizanja klimatske neutralnosti.“

Na peto pitanje ispitanici su se složili da je ulagačima u investicijske fondove najvažniji okolišni čimbenik te njegovi pokazatelji, a da upravitelji fondova pridaju veću pažnju upravljačkim čimbenicima. Jedan od ispitanika iz skupine predstavnika društava za upravljanje objasnio je kako je „ulagačima okolišna komponenta najvažnija budući da je to nešto što svi vide iz prve ruke i svaki dan u medijima mogu čitati vijesti o klimatskim promjenama i posljedicama istih. Društveni i upravljački čimbenici kao takvi su ulagačima relativno apstraktni pojmovi jer ne osjećaju to na vlastitoj koži, iako su to faktori koji definitivno ne bi smjeli biti zanemareni.“ Međutim, bitno je naglasiti i kako su „društva za upravljanje investicijskim fondovima i prije gledala neke od čimbenika koji spadaju u ESG čimbenike, a posebice je fokus bio na upravljačkim čimbenicima kao što je podatak o nezavisnosti članova uprave.“

Odgovori na šesto pitanje ukazali su na to da u Hrvatskoj još uvijek ne postoji izraženiji interes, ali niti dovoljna razina znanja potrošača i klijenata za temu ESG investicijskih fondova, tj. fondova koji su kategorizirani kao „Article 8“ ili „Article 9“. Neki ispitanici ističu kako je „za sada to samo dodatni pozitivan faktor investicije nekog pojedinca“ te da „svi ulagači traže proizvode i fondove s najmanjim rizikom i zahtijevaju najveći mogući prinos.“

To potkrjepljuju i odgovori na sedmo pitanje gdje skupina ulagača dijeli stav da dosad nisu u donošenju odluke o odabiru investicijskog fonda uzimali u obzir ESG čimbenike. Međutim, ima i onih koji tvrde: „Uvijek radije promislim u što ulažem i prije ću odabrati investicijski fond koji je „zeleniji“, ali generalno je među investitorima stav da je prinos na njihov kapital prioritet.“ te „Ukoliko se dvoumim između nekih fondova, svakako bih dodatnu prednost dala onom sa boljom ESG ocjenom.“ Neki od predstavnika skupine društava za upravljanje investicijskim fondovima ističu da će „regulacija nas sve natjerati da osvijestimo važnost ESG koncepta i održivih ulaganja, a MiFID upitnikom će se morati svakog klijenta prije nego se ponudi fond, uz ispitivanje sklonosti riziku, ispitati i postoji li interes za održivim ulaganjima te će se i tim zasigurno postepeno potaknuti interes među ulagačima.“

Na osmo pitanje, u kojem se ispitalo mišljenje ispitanika o održivom ulaganju te smatraju li da je to prolazni trend i kako vide budućnost u Hrvatskoj, većina smatra da postoji potencijal za razvoj. Ispitanik iz društva za upravljanje vjeruje da je „održivo ulaganje definitivno tu da bi ostalo, i sve više će se implementirati. Trenutni problemi su očekivani i s vremenom će proći, pa će implementacija ESG faktora postati sve jednostavnija, a time i prisutnija.“ Drugi ispitanik iz skupine ulagača kaže: „Smatram da će održivo ulaganje s vremenom dobivati na sve većoj važnosti. Takve promjene sporije se odvijaju u Hrvatskoj budući da kao i svi ostali trendovi kod nas uvijek kasni i sporo se razvija, ali ulagači će biti spremni.“ Predstavnik nadzorne institucije se slaže da ovo nije prolazni trend jer su „planovi EU puno dugoročniji i kroz duži rok se može očekivati još veći opseg regulatornih zahtjeva, obveza i razvijanja legislative.“

Na predzadnje pitanje, u kojem se tražilo mišljenje vezano za najveće izazove u integriranju ESG-a u ulagačke strategije i investicijske odluke, ispitanici su istaknuli više različitih. Jedan od najčešćih odgovora odnosio se na nedostatak podataka, njihovu tešku dostupnost ili visoku cijenu. To je izravno posljedica nedovoljno razvijene regulacije pa tako jedan od ispitanika iz skupine ulagača smatra: „Sadržaj ESG izvještaja nije ujednačen, otežana je usporedba podataka između društava, a u upotrebi je više standarda (okvira) nefinancijskog izvještavanja.“ Također, jedan od ulagača mišljenja je da sve kreće od poduzeća tj. izdavatelja vrijednosnica jer „oni ne

smatraju da imaju velike koristi od prilagodbe poslovanja da bude više u skladu s okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima te to vide to kao veliki trošak. Međutim, ukoliko i kad, se uvedu sankcije svi će se morati prilagoditi jer će im inače biti još skuplje.“ Predstavnik društva za upravljanje investicijskim fondovima smatra da je „važno isprofilirati nekakvu autoritetnu instituciju koja će odrediti standardiziranu metodologiju za izračun ESG ocjena.“ Još jedan ispitanik iz skupine društava za upravljanje investicijskim fondovima istaknuo je: „Nije dovoljno definirana regulacija jer nisu svi investicijski fondovi u svijetu jednostavni. Postoje fondovi koji ulažu u razne vrste izvedenica i opcija, a to nije lako izregulirati. To stvara probleme koji zasad nisu uopće adresirani niti se razmišljalo o tome.“ Ispitanik iz nadzorne institucije kaže: „Društva za upravljanje investicijskim fondovima najviše brine opseg regulatornih promjena kojima se moraju prilagoditi. Ono što im smeta je to da puno resursa i vremena ulažu u implementaciju, a od svojih klijenata tj. ulagača trenutno još ne vide veliki interes te smatraju da hrvatski ulagači zbog slabe financijske pismenosti neće znati evaluirati njihov uloženi trud.“ Kao jedan od izazova spominjala se i potreba za značajnim dodatnim resursima, a nitko od ispitanika kao izazov nije spomenuo da ESG može imati negativan učinak na prinose niti da su istraživanja o koristima ESG ulaganja su dvojbena.

U zadnjem pitanju većina ispitanika složila se da ESG može imati samo pozitivan učinak na sve aspekte gospodarstva i sve njegove aktere. Ispitanik iz društva za upravljanje zaključio je: „ESG čimbenici uistinu rade razliku i pokušavaju napraviti ovaj svijet boljim mjestom pogotovo u kontekstu očuvanja okoliša. Naravno, svima je u interesu ostvariti profit i donijeti dodanu vrijednost svojim ulagačima i zaposlenicima. Međutim, ESG čimbenici imaju sve veći značaj i u konačnici i pozitivan utjecaj na financijski rezultat.“ Jedan od intervjuiranih ulagača smatra uzimanje u obzir ESG čimbenika pri formiranju svoje investicijske odluke kao „pozitivan pomak, ne samo u industriji fondova ili financijskoj industriji, već globalno. Potrošači mogu profitirati kroz bolje prinose (zbog prepoznavanja rizika koje nose ranije ignorirani ESG čimbenici), društvo zbog pozitivnih učinaka poduzetih aktivnosti (rad na društvenoj komponenti ESG faktora), gospodarstvo zbog smanjenja ili uklanjanja ESG rizika koji bi inače prouzročili štetu (zbog klimatskih promjena i slično), a pozitivan utjecaj na okoliš je jasan sam po sebi.“

## **4.4. Rasprava o potencijalima održivih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj**

Hrvatska, kao i većina ostalih zemalja u razvoju, zaostaje u prilagodbi trendovima koji nastaju u zapadnom svijetu gdje su financijska tržišta puno razvijenija. To ukazuje i na širok prostor za povećanje penetracije proizvoda investicijskih fondova. Pitanje je na koji način zajedničkim silama država, društva za upravljanje investicijskim fondovima i nadzorna tijela mogu potaknuti veću potražnju potrošača te tako iskoristiti potencijale održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj. Uz fokus na povećanje financijske pismenosti građana kroz edukaciju koja se već provodi duži niz godina, potrebno je razmotriti i ostale faktore koji bi mogli biti pokretači integracije i sve jače implementacije ESG koncepta na ovom području.

### **1. Povećanje financijske pismenosti građana**

Istraživanje u ovom radu pokazalo je da je jedan od uzroka nedovoljne zastupljenosti održivih investicijskih fondova i slabe potražnje za njima, slaba financijska pismenost stanovništva. Ispitanici kroz više aspekata naglašavaju važnost financijske edukacije i potencijalne pozitivne učinke na povećanje razine ulaganja hrvatskog stanovništva u investicijske fondove, ali i mijenjanje percepcije potrošača o osobnim financijama, štednji, ulaganjima i općenito financijskim tržištima. Ispitanik koji predstavlja nadzornu instituciju smatra da je „bitna edukacija svih tržišnih sudionika, prvenstveno klijenata, i podizanje razine njihove financijske pismenosti.“ Potrebno je postupno raditi na tome jer kako je jedan od ispitanika utvrdio: “Hrvatska je općenito zemlja u kojoj stanovništvo vrlo malo ulaže u financijske instrumente te je potrebno postupno razbiti strah od investiranja. Teško da će se u Hrvatskoj preskočiti tih nekoliko koraka i da će novi ulagači odmah htjeti ulagati u održive investicije i ESG.” Više ispitanika se složilo kako je jedno od rješenja uvođenje financijske pismenosti u školski obrazovni program jer je „bitno od samih početaka educirati stanovništvo, a ne samo u odrasloj dobi kad su već izgrađena (često negativna) mišljenja o financijskim institucijama i investiranju.“ Jedan od ispitanih ulagača daje ideju za uvođenje obveze objavljivanja klasifikacije investicijskih fondova prema održivosti, na portalima s pregledom hrvatskih investicijskih fondova (npr. hrportfolio.hr) s ciljem razvijanja svijesti o ESG-u među ulagačima.

### **2. Utjecaj države i razvoj regulative**

Na to se nastavlja i potreba za edukacijom zaposlenika društava za upravljanje investicijskim fondovima pa tako ispitanici iz te skupine tvrde: “Razna udruženja rade na širenju svijesti o

ESG-u pa su zaposlenici sad na dobroj razini informiranosti. Međutim, jedna stvar je biti upoznat s ESG konceptom, a druga stvar je to zaista i početi primjenjivati u svom društvu i razviti vlastiti model. Također, i kad se razvije model, postoji problem što staviti u njega jer je izazovno prikupiti potrebne podatke.” Koliko se može zaključiti iz odgovora intervjuiranih, informiranost o ESG tematici unutar industrije investicijskih fondova je na visokoj razini, ponajprije zbog EU regulative koja je uzimanje u obzir ESG čimbenika prilikom investiranja učinila obveznim. Razina znanja i iskustva ipak varira od društva do društva, s obzirom da je riječ o relativno novoj regulativi i tematici koja donedavno nije bila primarno u fokusu.

Međutim, ono što su svi ispitanici u više navrata naglasili je da regulativa trenutno nije dovoljno razrađena i standardizirana pa ima puno prostora za razvoj i utvrđivanje pravnih pojedinosti. Jedan ispitanik kaže da se „puno priča o održivim ulaganjima i ESG-u, ali zasad je malo konsenzusa kako tumačiti regulaciju jer se nisu razjasnila sva pitanja. I regulatorna institucija i društva za upravljanje imaju mnogo nedoumica kako upravljati održivim fondovima jer nema još utvrđenog „best practice” modela po čijem bi primjeru ostali razvijali svoje investicijske strategije.“ Jedno društvo za upravljanje već primjenjuje ESG čimbenike, primjerice kroz tzv. „screening” prije uvrštavanja u portfelj te nakon investicije kada dolazi do izrade ESG izvještaja za portfeljnu kompaniju. Drugo društvo ima u procesu razvoja vlastiti model izračunavanja ESG rejtinga pa u mjesečnim izvještajima prikazuje ESG ocjenu, ugljični otisak te ugljični intenzitet. Jedan od ispitanika mišljenja je da će “regulacija sigurno prisiliti da se neke osnovne stvari zadovolje. Vjerojatno je da neće biti uvjetovanja da svi investicijski fondovi postanu „dark green”, ali postoji mogućnost da će s vremenom biti potrebno da svi na neki način budu „light green” fondovi.”

Nekoliko ispitanika spomenulo je uvođenje sankcija kao jedno od rješenja kako se boriti protiv *greenwashinga* i objavljivanja netočnih informacija u nefinancijskim izvještajima. Sankcije mogu dugoročno utjecati na povećanje relevantnosti i ozbiljnosti koncepta održivih ulaganja i investicijskih fondova. Neizravne sankcije isto mogu utjecati na promjenu percepcije ulagača u smislu da prije nisu razmišljali koliko kompanija ispušta CO<sub>2</sub>, a s vremenom bi im mogao postati sve bitniji pokazatelj jer su svjesniji toga da će kompanija morati plaćati kazne za to. Iz toga razloga, tvrdi jedan od predstavnika skupine ulagača: “ESG čimbenici natjerali su ulagače, ali i društva za upravljanje investicijskim fondovima, da počnu dodatno valuirati poduzeća i uzimati nefinancijske informacije u obzir budući da se one mogu prelitati na novčani tok i krajnje financijske rezultate.” Jedan od ispitanih iz skupine ulagača dao je ideju o uvođenju poticaja od strane države za ulaganje u održive investicijske fondove „po uzoru na državna poticajna

sredstva za ulaganja u treći mirovinski stup, stanovništvu treba „push“ faktor da bi se pokrenuli i promijenili stav prema investiranju, a to bi onda potaknulo potražnju te posljedično i ponudu takvih financijskih proizvoda.“

### 3. Razvoj svijesti o ESG problematici i posljedice na način ulaganja

Ulaganjem u ESG definitivno se ulaže u bolju budućnost današnjih generacija, kao i u budućnost naraštaja koji dolaze. Postoji nužnost za naprednijim i osvještenijim društvom u kojem profit nije dominantna komponenta gospodarskog i društvenog napretka, već on počinje biti u službi kvalitetnijeg života cjelokupne zajednice. Osim očuvanja prirode, bitna je i komponenta međuljudskih i poslovnih odnosa koje treba sustavno unaprjeđivati raznim edukacijama.

Potrebno je mijenjati pogled na vrijednosti, a to će svakako biti lakša zadaća onim državama koje već sad imaju razvijeniju svijest o očuvanju okoliša i svijest o važnosti rodne, rasne i etničke ravnopravnosti. Pred ostalim državama, koje nisu napredovale u tom pogledu, zadaća je daleko dugotrajnija i kompliciranija pa stoga zahtjeva i dodatnu stimulaciju. Na globalnoj razini, s naglaskom na Europu i SAD, zadnjih godina primjetan je značajan rast investicijskih proizvoda koji prilikom ulaganja uzimaju u obzir ESG čimbenike, kao i iznosa kapitala uloženog u takve proizvode. Jedan od ispitanih ulagača tvrdi da je „pozitivno to što je trenutno veliki „hype“ oko zaštite okoliša te je moguće da s vremenom sve investicije postanu održive i jednostavno ulagači neće imati gdje drugdje ulagati. Ipak, ponuda prati potražnju pa je potrebno prvo mijenjati način razmišljanja i kulturu građana da se stvori svijest o važnosti očuvanja okoliša i borbe protiv klimatskih promjena.”

Jedan od ispitanika iz društva za upravljanje vjeruje da će se „u budućnosti sve više kombinirati strategije koje se vezuju uz održivo ulaganje primjerice, „best-in-class“ i isključivanje. Isključivanje pri tome ne mora biti samo izbjegavanje određenih sektora, već može značiti isključivanje državnih vrijednosnica autoritativnih režima ili država pod sankcijama. Ispitanik iz društva za upravljanje investicijskim fondovima kaže: „Best-in-class“ ima najviše smisla kao strategija jer je bolje imati u portfelju poduzeće koje radi na razvoju svojih ESG čimbenika, a ne ga automatski isključiti ako je dio nekog „prljavog“ sektora. Poznato je da se poduzeća koja dolaze iz takvih sektora i imaju stigmatu, najčešće najviše trude ostaviti dojam kako su „zeleni“ i puno ulažu u vraćanje zajednici i očuvanje okoliša.” Također, ispitanik tvrdi: „Ako i bude fijasko s ESG konceptom i to sve propadne te ode u zaborav, „impact investing“ ima velike izgleda da opstane i dugoročno zadobije na popularnosti.”

Jedan od ispitanika iz skupine ulagača kaže: „Moguće da je održivo ulaganje samo prolazni trend, kao što je u prošlosti bio sektor nekretnina, pa IT sektor, tako trenutno svi pričaju o ESG jer je fokus na borbi protiv klimatskih promjena. Upitno je koliko će se takvo razmišljanje i globalna politika zadržati.“ Međutim, većina ispitanika koji su zaposleni u društvima za upravljanje investicijskim fondovima vjeruju da će u periodu koji slijedi društva svakako morati nešto mijenjati u smjeru prema održivosti. Zbog mijenjanja potražnje, čak i ako regulativa neće tako nalagati, vjerojatno je da će društva ili razvijati vlastite modele i samostalne analize poduzeća i izdavatelja prema okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima, ili izvještavati svoje investitore o njima. Ispitanik iz nadzorne institucije zaključuje: „ESG ne može biti prolazni trend jer sudbina čovječanstva ovisi o tome.“

Tablica 5 Rezultati kvalitativnog istraživanja metodom intervjua

PODRUČJE	TEMA	CITAT
<b>Izazovi povećanja zastupljenosti održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj</b>	Nedovoljno standardizirana i razvijena regulativa	„Sadržaj ESG izvještaja nije ujednačen, otežana je usporedba podataka između društava, a u upotrebi je više standarda (okvira) nefinancijskog izvještavanja.“ „Zasad je malo konsenzusa kako tumačiti regulaciju jer se nisu razjasnila sva pitanja.“
	Slaba financijska pismenost	“Hrvatska je općenito zemlja u kojoj stanovništvo vrlo malo ulaže u financijske instrumente te je potrebno prvo postupno razbiti strah od investiranja.“
	Nerazvijena svijest o važnosti zaštite okoliša i borbe protiv klimatskih promjena	„Ponuda prati potražnju pa je potrebno prvo mijenjati način razmišljanja i kulturu građana da se stvori svijest o važnosti očuvanja okoliša i borbe protiv klimatskih promjena.“
	<i>Greenwashing</i>	„ <i>Greenwashing</i> je kao pojava prisutna u svim industrijama, ali u financijskom sektoru ju je lakše iskorijeniti dobro uspostavljenim i detaljnim legislativama.“



<b>Moguća rješenja i potencijali razvoja održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj</b>	Financijska edukacija građana i potencijalnih ulagača	„Bitno je od samih početaka educirati stanovništvo, a ne samo u odrasloj dobi kad su već izgrađena (često negativna) mišljenja o financijskim institucijama i investiranju.“
		„Uvođenje obveze objavljivanja klasifikacije investicijskih fondova prema održivosti, na portalima s pregledom hrvatskih investicijskih fondova pomoglo bi razviti svijest ulagača o važnosti ESG-a i ocjena održivosti.“
	Uvođenje sankcija i poticaja	„Sankcije mogu dugoročno utjecati na povećanje relevantnosti i ozbiljnosti koncepta održivih ulaganja i investicijskih fondova.“
		„Stanovništvu treba „push“ faktor, kao što su državni poticaji, da bi se pokrenuli i promijenili stav prema investiranju, a to bi onda potaknulo potražnju te posljedično i ponudu takvih financijskih proizvoda.“
	Neizbježnost razvoja ESG koncepta u Hrvatskoj	„U inozemstvu se tržište održivih investicijskih fondova bolje razvilo jer je potaknuto potražnjom investitora kojima je bitno da poduzeće u koje ulažu posluje održivo i da brine o zajednici.“
		„Održivo ulaganje će s vremenom dobivati na sve većoj važnosti. Takve promjene sporije se odvijaju u Hrvatskoj budući da kao i svi ostali trendovi kod nas uvijek kasni i sporo se razvija.“

Izvor: kvalitativno istraživanje autorice

## 5. ZAKLJUČAK

Koncept okolišnih, društvenih i upravljačkih (ESG) čimbenika krovni je pojam za komponente održivog i odgovornog financiranja. Pridaje se sve više pozornosti ESG-u budući da je njegovo razumijevanje nužno za ostvarenje cilja da se u nedalekoj budućnosti stvore poduzeća koja uzimaju i iskorištavaju samo ono što im je potrebno, a ekonomske, ekološke i društvene sustave ostavljaju sposobnima za beskonačno postojanje. Jedan od koraka ka ostvarenju tog cilja je korištenje nefinancijskih informacija iz ESG izvještaja uz financijske čimbenike u procesu donošenja odluka o ulaganju. Time se razvija tržište održivih (ESG) investicijskih fondova te se širi ponuda povezanih financijskih proizvoda baziranih na održivom ulaganju. Broj ESG UCITS fondova u Europi, kao i vrijednost njihove neto imovine je u stalnom porastu tijekom posljednjih pet godina kao odgovor na rastuću potražnju za održivim ulaganjem. Europska unija kontinuirano radi na razradi potrebne regulative pa tako od ožujka 2021. društva za upravljanje imovinom imaju obvezu objaviti klasifikaciju za sve svoje fondove. Ta klasifikacija investicijske fondove dijeli na tri vrste prema održivosti: prva skupina su „Article 9” ili tamno zeleni (engl. „dark green“) fondovi kojima je cilj održivo ulaganje, „Article 8“ ili svijetlo zeleni (engl. „light green“) fondovi koji šire promiču ekološka i/ili društvena obilježja te „Article 6” fondovi koji opisuju one fondove koji aktivno ne promiču ciljeve održivog ulaganja ili ne integriraju kriterije održivosti na načine koji bi se mogli otvoreno oglašavati kao takvi.

Iz provedene kvalitativne analize u ovome radu, može se istaknuti nekoliko ključnih zaključaka. Hrvatska zaostaje u prilagodbi trendovima primjene ESG čimbenika u investicijskim i financijskim proizvodima. Takvi trendovi započeli su u zapadnim državama gdje su financijska tržišta puno razvijenija te je udio stanovništva koji ulaže u investicijske fondove znatno veći. Država, društva za upravljanje investicijskim fondovima i nadzorna tijela mogu zajedničkim silama potaknuti veću potražnju potrošača te tako iskoristiti potencijale održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj. Kao prvo, potrebno je raditi na financijskoj pismenosti građana. Zatim, zakonska regulativa će na razini Europske unije tek idućih godina uzeti maha te je potrebno još neko vrijeme da se sve potrebno izregulira i donesu standardi. Trenutno je najveća stavka koja koči veći rast održivih ulaganja i održivih investicijskih fondova, uz slabu zainteresiranost i svijest ulagača o takvim proizvodima, manjak i nestandardizirano objavljivanje potrebnih nefinancijskih podataka za ESG analize i modele. Održive investicijske fondove potrebno je početi ozbiljnije shvaćati budući da u velikom dijelu Europe potražnja za takvim financijskim proizvodima eksponencijalno raste. Kako bi to bilo moguće, nužno je raditi na razvijanju

svijesti građana o važnosti borbe protiv klimatskih promjena, načinima očuvanja okoliša te krajnjim rezultatima koje održiva ulaganja mogu omogućiti društvu u cjelini.

Najveći doprinos istraživanja je kvalitativna analiza, multidisciplinarnost koja je uvedena te sama provedba triangulacije. Prema saznanjima autorice, ovo je prvi rad u Hrvatskoj koji koristi kvalitativnu metodologiju kroz triangulacijski proces na području održivih investicijskih fondova i preispituje njihove mogućnosti u budućnosti, generalno, ali i s fokusom na hrvatsko financijsko tržište. Tema je iznimno aktualna i relevantna te su zaključci rada korisni donositeljima odluka i zainteresiranim stranama u oblikovanju sustava održivih investicijskih fondova. Većina ispitanika skeptična je oko primjene okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika u Hrvatskoj u opsegu koji je prisutan u državama s razvijenijim financijskim tržištima. Međutim, svi ispitanici koji su sudjelovali u istraživanju u svrhu pisanja ovog rada podržavaju koncept ESG-a, a njegove učinke na sve aspekte gospodarstva, društva, okoliša i poslovanja poduzeća vide isključivo pozitivno te se nadaju da neće postati prolazni trend, već zaživjeti kao buduća realnost.

Ograničenja ovog istraživanja su u tome da je nezahvalno predviđati budućnost te što ona nosi sa sobom, ali je znanstveno opravdano ispitati mišljenja različitih strana te iz toga pokušati izvući zaključak. Tehnikom intervjuiranja nije moguće pretjerano generalizirati, osobito s obzirom da je broj ispitanika relativno mali. Analizom dobivenih informacija kvalitativnog istraživanja zahtjevno je dovesti do jedinstvenog zaključka budući da dobiveni podaci mogu biti u suprotnosti jedan s drugim.

Preporuka je provesti daljnja istraživanja na većem uzorku i proširenjem spektra ispitanika kako bi se potvrdili nalazi ovog rada te dobila još šira slika i opsežniji zaključci. Također, prostor za daljnja istraživanja o ovoj tematici mogu biti kroz provedbu kvantitativne analize, u budućnosti, kad relevantni podaci potrebni za takvu analizu budu dostupni javnosti i usporedivi.

## POPIS LITERATURE

1. Alfier, K. (2020.), Odgovorno ulaganje i održivost u sektoru financijskih usluga Europske unije, *Hrvatski časopis za osiguranje*, 3, 133-151., Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/242252>
2. Basić, L. i Ivanišević Hernaus, A. (2019.), Uloga burze vrijednosnica u sustavu održivih i odgovornih financijskih ulaganja: analiza poslovnog slučaja, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 17(2), 75-100., Dostupno na: <https://doi.org/10.22598/zefzg.2019.2.75>
3. Berg, F., Kölbel, J. i Rigobon, R. (2022.), Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, *Review of Finance*, <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
4. Bernoville, T. (2022.), The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://plana.earth/academy/csr-d-corporate-sustainability-reporting-directive/>
5. Bloomberg (2021.), BI Analyst Briefing: the Inconvenient Truths of ESG Etf's, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.bloomberg.com/professional/blog/webinar/bi-analyst-briefing-the-inconvenient-truths-of-esg-etfs/>
6. Bloomberg (2022.), *ESG losing its mojo*, Newsletter Elements
7. Boffo, R. i Patalano, R. (2020.), *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, Dostupno na: <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>
8. Bryman, A. (2012.), *Social research methods*, New York: Oxford University Press
9. Carter, N. (2014) The use of triangulation in qualitative research, *Oncology Nursing Forum*, Vol. 41, No. 5, str. 545–547.
10. CFA Hrvatska (2021.), ESG regulativa i implikacije za domaće tržište kapitala, preuzeto 15. kolovoza 2022. s [https://www.cfacroatia.org/files/ugd/64916a\\_f03014e5a1c94dbcaac69767e80219.pdf](https://www.cfacroatia.org/files/ugd/64916a_f03014e5a1c94dbcaac69767e80219.pdf)
11. CFA Institute (2015.), *Environmental, Social, and Governance Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx>
12. CFA (2021.), *ESG Investing: Official Training Manual*, CFA Society of the UK
13. Climate Bonds Initiative (2021.), *Sustainable Debt: Global State of the Market 2020* [e-publikacija], Dostupno na: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_sd\\_sotm\\_2020\\_04d.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf)
14. Cohen, L., Manion, L. i Morrison, K. (2000.) Research Methods in Education, *Open Access Library Journal*, 2(8), <http://dx.doi.org/10.4324/9780203224342>

15. Drew, M. E. (2022.), Assessing the ESG Implications of Russia's Invasion of Ukraine, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.troweprice.com/financial-intermediary/us/en/insights/articles/2022/q1/assessing-the-esg-implications-of-russias-invasion-of-ukraine.html>
16. EFAMA (2021.), *Market insights: ESG investing in the UCITS market* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Market%20Insights%20Issue4%20ESG%20funds.pdf>
17. Erste AM (b.d.), Erste Green Equity, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.erste-am.hr/hr/ulagatelji/informacije-o-fondovima/erste-green-equity/HRERSIUEGRE2>
18. ESMA (2022.), *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024* [e-publikacija], Dostupno na: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051\\_sustainable\\_finance\\_roadmap.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf)
19. ESMA (b.d.), MIFID II, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
20. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019.), *Taxonomy: Technical report* [e-publikacija], Dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf)
21. Europska komisija (2020.), Komunikacija Komisije Europskom parlamentu na temelju članka 294. stavka 6. Ugovora o funkcioniranju Europske unije o stajalištu Vijeća o donošenju Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja 2018/0178 (COD) te o izmjeni Uredbe 2019/2088 o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga, COM/2020/155 final, Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=COM:2020:0155:FIN>
22. Europska komisija (b.d.a), Corporate sustainability reporting, preuzeto 15. kolovoza 2022. s [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)
23. Europska komisija (b.d.b), Europski zeleni plan, preuzeto 15. kolovoza 2022. s [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_hr](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_hr)
24. Europska komisija (b.d.c), Provedba europskog zelenog plana, preuzeto 15. kolovoza 2022. s [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal\\_hr](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal_hr)
25. Europski parlament (2022.), *European green bonds: A standard for Europe, open to the world* [e-publikacija], Dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS\\_BRI\(2022\)698870\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI(2022)698870_EN.pdf)
26. Eurosif (2018.), *European SRI Study 2018* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>

27. Eurosif (2021.), *Eurosif Report 2021: Fostering Investor Impact – Placing it at the heart of sustainable finance* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/11/2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf>
28. EY (2017.), *Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business to investors?* [e-publikacija], Dostupno na: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/purpose/purpose-pdfs/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/purpose/purpose-pdfs/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf)
29. Faure, J. C. (2021.), *ESG Investing: An overview of current and past trends, performance and challenges* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.normanalex.com/wp-content/uploads/2021/08/ESG-Investing-An-overview-of-current-and-past-trends-performance-and-challenges.pdf>
30. Feelsgood Capital (b.d.), About, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.feelsgoodcapital.com/about>
31. Frances, R., Coughlan, M. i Cronin, P. (2009.), Interviewing in qualitative research, *International Journal of Therapy and Rehabilitation*, 16(6), <https://doi.org/10.12968/ijtr.2009.16.6.42433>
32. Kell, G. (2018.), The Remarkable Rise Of ESG, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.forbes.com/sites/georgkell/2018/07/11/the-remarkable-rise-of-esg/?sh=48788ec81695>
33. Fidelity (b.d.), Sustainable and ESG investing terminology, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.fidelity.co.uk/esg-and-sustainable-investing-terminology/#accordion-b5c17b28>
34. Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z. i Nishikawa, L. (2019.), Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83., Dostupno na: <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
35. GSIA (2021.), *Global Sustainable Investment Review 2020* [e-publikacija], Dostupno na: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
36. Hanfa (2021.), Hanfa donijela Smjernice za nefinancijsko izvještavanje poduzeća prema okolišnim, upravljačkim i društvenim (ESG) ciljevima, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.hanfa.hr/vijesti/hanfa-donijela-smjernice-za-nefinancijsko-izvje%C5%A1tavanje-poduze%C4%87a-prema-okoli%C5%A1nim-upravlja%C4%8Dkim-i-dru%C5%A1tvenim-esg-ciljevima/>
37. Hassel, L., Nilsson, H. i Nyquist, S. (2005.), The value relevance of environmental performance, *European Accounting Review*, 14(1), 41-61., Dostupno na: <https://doi.org/10.1080/0963818042000279722>
38. ICAM (2020.), InterCapital Asset Management prvi u Hrvatskoj potpisao deklaraciju o načelima odgovornog investiranja, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://icam.hr/intercapital-asset-management-prvi-u-hrvatskoj-potpisao-deklaraciju-o-nacelima-odgovornog-investiranja/>

39. IDOP (b.d.), Što je nefinancijsko izvještavanje ili izvještavanje o održivosti?, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://idop.hr/sto-je-nefinancijsko-izvjestavanje-ili-izvjestavanje-o-odrzivosti/>
40. The Impact Investor (2022.), 8 Best ESG Rating Agencies – Who Gets to Grade?, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://theimpactinvestor.com/esg-rating-agencies/>
41. Inderst, G. i Stuart, F. (2018.), *Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors Into Fixed Income Investment* [e-publikacija], Dostupno na: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/913961524150628959/pdf/Incorporating-environmental-social-and-governance-factors-into-fixed-income-investment.pdf>
42. Ivanišević Hernaus, A. (2013.), *Razvoj društveno odgovornih financijskih ulaganja primjenom različitih strategija ulaganja*, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb
43. Katsenelson, V. (2018.), Opinion: Don't be fooled, socially responsible investing can be a money pit, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.marketwatch.com/story/socially-conscious-investing-can-be-a-money-pit-2018-03-29>
44. Kenton, W. (2021.), MiFID II, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.investopedia.com/terms/m/mifid-ii.asp>
45. Kishan, S. (2022.), ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>
46. Krivačić, D. i Antunović, M. (2018.), Nefinancijsko izvještavanje: Novi izazov za korporativne računovodstvene sustave, *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, (3-4/2018), 83-98., Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/216536>
47. Larsen, M. L. (2019.), *A growing toolbox of sustainable finance instruments*, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://greenfdc.org/a-growing-toolbox-of-sustainable-finance-instruments/>
48. London Stock Exchange (2018.), Your guide to ESG reporting: Guidance for issuers on the integration of ESG [e-publikacija], Dostupno na: [https://www.lseg.com/sites/default/files/content/Green/LSEG\\_Guide\\_to\\_ESG\\_Reporting\\_2020.pdf](https://www.lseg.com/sites/default/files/content/Green/LSEG_Guide_to_ESG_Reporting_2020.pdf)
49. M+ Grupa (2022.), *Sustainability-Linked Bond Framework*, Dostupno na: <https://mplusgrupa.com/wp-content/uploads/2022/07/Meritus-ulaganja-d.d.-Sustainability-Linked-Bond-Framework-together-with-the-Second-Party-opinion.pdf>
50. Maks, F. S. (2018.), Socially Responsible Investing: Great For Your Soul But Not Your Wallet?, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://seekingalpha.com/article/4161982-socially-responsible-investing-great-for-your-soul-not-your-wallet>
51. M&H (b.d.), Understanding ESG: Social Factors, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <http://www.mhes.com/understanding-esg-social-factors/>

52. Markota Vukić, N., Vuković, R. i Calace, D. (2018.), Non-Financial Reporting as a New Trend in Sustainability Accounting, *Journal of Accounting and Management*, VII(2), 13-26., Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/194750>
53. Martino, P. i Messini, F. (2020.), ESG preferences and MiFID suitability [e-publikacija], Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/financial-services/articles/esg-preferences-and-mifid-suitability.html>
54. McKinsey (2022.), *Does ESG really matter—and why?* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/business%20functions/sustainability/our%20insights/does%20esg%20really%20matter%20and%20why/does-esg-really-matter-and-why-vf.pdf?shouldIndex=false>
55. Medium (2022.), Understanding the relationship between the SFDR and the EU Taxonomy — will Article 8 and Article 9 fund managers need to report on Taxonomy alignment?, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://medium.com/@briink/understanding-the-relationship-between-the-sfrd-and-the-eu-taxonomy-will-article-8-and-article-9-e6e443a06b2a>
56. MSCI (b.d.), The Evolution of ESG Investing, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg/evolution-of-esg-investing>
57. Muller, C. (2021.), The Pros and Cons of Socially Responsible Investing, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.doughroller.net/investing/pros-and-cons-of-socially-responsible-investing/>
58. Nađ, T. i Dedi, L. (2021.), Izazovi i prilike ulaganja primjenom ekoloških, socijalnih i upravljačkih (ESG) kriterija, u: Družić, G., Sekur, T. (ur.), *Zbornik radova 2. međunarodne znanstvene konferencije Ekonomija razdvajanja*, (str. 317-338.), Zagreb: Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti
59. odgovorno.hr (2016.), 17 ciljeva održivog razvoja – AGENDA UN 2030., preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://odgovorno.hr/novi-ambiciozni-globalni-ciljevi-za-odrzivi-razvoj-un-2015/>
60. OECD (2019.), *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development* [e-publikacija], Dostupno na: <https://doi.org/10.1787/9789264311299-en>
61. Orsagh, M. (2020.), Climate Change Analysis in the Investment Process, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.cfainstitute.org/en/research/industry-research/climate-change-analysis>
62. Patton, M. Q. (1999.), Enhancing the quality and credibility of qualitative analysis, *Health Sciences Research*, Vol. 34, str. 1189–1208., Dostupno na: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC1089059/>
63. Posner, M. (2022.), On ESG Investing, The Economist Offers The Right Diagnosis But A Faulty Prescription, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.forbes.com/sites/michaelposner/2022/08/17/on-esg-investing-the-economist-offers-the-right-diagnosis-but-a-faulty-prescription/?sh=8cb4c6d4ccf2>



64. PwC (2022.a), *2022 - The growth opportunity of the century - Are you ready for the ESG change?* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>
65. PwC (2022.b), *EU ESG UCITS Poster* [e-publikacija], Dostupno na: <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>
66. RBA Invest (b.d.), Raiffeisen Sustainable Mix, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.rbainvest.hr/investicijski-fondovi/mjesoviti-fondovi/sustainable-mix>
67. S&P Global (b.d.), S&P 500 ESG Index, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-500-esg-index/#overview>
68. S&P Global (2022.), S&P 500 ESG Index Brochure, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/additional-material/brochure-sp-500-esg-index.pdf>
69. S&P Global (2020.), What is the “G” in ESG?, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/what-is-the-g-in-esg>
70. Saha, A., i Bose, S. (2017.), The Value Relevance of Financial and Non-Financial Information: Evidence from Recent Academic Literature, u: Ojo, M. i Van Akkeren, J. (ur.), *Value Relevance of Accounting Information in Capital Markets*, (str. 220-245.), IGI Global, Dostupno na: <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-1900-3.ch015>
71. Saiyid, A. (2022.), Green bond market tops \$500 billion in 2021: Climate Bonds Initiative, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://cleanenergynews.ihsmarkit.com/research-analysis/green-bond-market-tops-500-billion-in-2021-climate-bonds-initi.html>
72. Schuller, M. (2021.), *Green bank bonds: How the EU green bond standard will shape future issuance* [e-publikacija], Dostupno na: [https://think.ing.com/uploads/reports/Green\\_bond\\_standard\\_final\\_revised.pdf](https://think.ing.com/uploads/reports/Green_bond_standard_final_revised.pdf)
73. Sinclair, G., Yang, T. i Pagano, M. (2018.), Chapter 18. Understanding ESG Ratings and ESG Indexes, *Research Handbook of Finance and Sustainability*, Dostupno na: [https://www.researchgate.net/publication/355941057\\_Chapter\\_18\\_Understanding\\_ESG\\_Ratings\\_and\\_ESG\\_Indexes\\_by\\_M\\_Pagano\\_T\\_Yang\\_and\\_GSinclair\\_in\\_Boubaker\\_S\\_Cumming\\_D\\_Nguyen\\_D\\_K\\_2018\\_Research\\_Handbook\\_of\\_Finance\\_and\\_Sustainability](https://www.researchgate.net/publication/355941057_Chapter_18_Understanding_ESG_Ratings_and_ESG_Indexes_by_M_Pagano_T_Yang_and_GSinclair_in_Boubaker_S_Cumming_D_Nguyen_D_K_2018_Research_Handbook_of_Finance_and_Sustainability)
74. Strier, R., Werner, P. (2016.), Tracing stigma in long-term care insurance in Israel: Stakeholders' views of policy implementation, *Journal of Aging & Social Policy*, Vol. 28 No. 1, str. 29–48., Dostupno na: <https://doi.org/10.1080/08959420.2016.1111726>
75. Točka na I (2021.), Odobreno osnivanje Erste Green Equity fonda koji teži održivom ulaganju, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://tockanai.hr/biznis/financije/odobreno-osnivanje-erste-green-equity-fonda-koji-tezi-odrzivom-ulaganju-46793/>

76. UBS (2015.), *Adding Value(s) to Investing* [e-publikacija], Dostupno na: [https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/sustainable-investing/2017/us-sustainable-investing-on-the-road-to-parity-gender-lens-investing/\\_jcr\\_content/mainpar/toplevelgrid/coll/linklist/link\\_1475000723.1750619754.file/PS9jb250ZW50L2RhbS9hc3NldHMvd20vZ2xvYmFsL2Npby9kb2MvYWRkaW5nLXZhbHVlcyl0by1pbnZlc3RpbmctMjAxNS0wMy1zdXN0YWluYWJsZS1pbnZlc3RpbmctcGRm/adding-values-to-investing-2015-03-sustainable-investing.pdf](https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/sustainable-investing/2017/us-sustainable-investing-on-the-road-to-parity-gender-lens-investing/_jcr_content/mainpar/toplevelgrid/coll/linklist/link_1475000723.1750619754.file/PS9jb250ZW50L2RhbS9hc3NldHMvd20vZ2xvYmFsL2Npby9kb2MvYWRkaW5nLXZhbHVlcyl0by1pbnZlc3RpbmctMjAxNS0wMy1zdXN0YWluYWJsZS1pbnZlc3RpbmctcGRm/adding-values-to-investing-2015-03-sustainable-investing.pdf)
77. UNFCCC (b.d.), The Paris Agreement, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>
78. Uzsoki, D. (2020.), *Sustainable Investing: Shaping the future of finance* [e-publikacija], International Institute for Sustainable Development, Dostupno na: <https://www.iisd.org/system/files/publications/sustainable-investing.pdf>
79. Vojtko, R. i Padysak, M. (2019.), *Quant's Look on ESG Investing Strategies*, Dostupno na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3504767>
80. Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T. i Clark, C. (2021.), *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020*, New York: NYU STERN Center for sustainable business, Dostupno na: <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/about/departments-centers-initiatives/centers-of-research/center-sustainable-business/research/research-initiatives/esg-and-financial-performance>
81. White, N. I Ritchie, G. (2022.), *Debt Issuers Wonder If ESG Label Is Worth It as Skepticism Spreads*, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-10/debt-issuers-wonder-if-esg-is-worth-it-as-skepticism-spreads>
82. Wollmert, P. i Hobbs, A. (2022.), *Sustainability reporting: what to know about the new EU rules?*, preuzeto 15. kolovoza 2022. s [https://www.ey.com/en\\_es/assurance/how-the-eu-s-new-sustainability-directive-will-be-a-game-changer](https://www.ey.com/en_es/assurance/how-the-eu-s-new-sustainability-directive-will-be-a-game-changer)
83. Yahoo Finance (b.d.), *iShares MSCI USA ESG Select ETF (SUSA)*, preuzeto 15. kolovoza 2022. s <https://finance.yahoo.com/quote/SUSA/>

## POPIS TABLICA

Tablica 1 Okolišni, društveni i upravljački čimbenici.....	8
Tablica 2 Nefinancijske informacije .....	16
Tablica 3 Globalna imovina pod upravljanjem 2016., 2018. i 2020. godine, u mlrd. USD .....	29
Tablica 4 Poduzeća isključena iz SUSA ESG fonda i njihov desetogodišnji prinos.....	37
Tablica 5 Rezultati kvalitativnog istraživanja metodom intervjua .....	51

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1 Globalno mjesečno izdavanje zelenih obveznica, prosinac 2020. - srpanj 2022. ....	19
Grafikon 2 Udio održive investicijske imovine u odnosu na ukupnu upravljanu imovinu 2014.-2020	30
Grafikon 3 Udio globalne imovine održivog ulaganja po regiji, 2020.....	30
Grafikon 4 Globalna ESG imovina po vrstama, 2018.....	31
Grafikon 5 Globalni rast ESG imovine pod upravljanjem po strategijama održivog ulaganja, 2016.-2020., u mlrd. USD .....	32
Grafikon 6 Regionalni udjeli, prema težini imovine, u globalnoj uporabi strategija održivog ulaganja, 2020.....	33
Grafikon 7 Godišnja promjena neto imovine europskih ESG i ne-ESG fondova, 2016.-2020.....	34
Grafikon 8 Vodeće europske zemlje prema imovini pod upravljanjem ESG investicijskih fondova (Article 8 i 9), 2021., mlrd. EUR.....	35
Grafikon 9 Prosječne naknade europskih ESG i ne-ESG obvezničkih i dioničkih investicijskih fondova, 2018.-2020.....	40

## POPIS SLIKA

Slika 1 Odabrani ESG ETF fondovi s tickerima poduzeća koja su isključili.....	36
Slika 2 Usporedba kretanja dvogodišnjeg prinosa MSCI USA ESG Select ETF (SUSA) i S&P500 indeksa.....	37
Slika 3 Usporedba kretanja trogodišnjeg prinosa S&P500 ESG i S&P500 indeksa .....	38

## **Dodatak 1. Pitanja za intervju:**

1. Kako ocjenjujete informiranost i znanja iz ESG područja u industriji društava za upravljanje investicijskim fondovima i Vašem Društvu/instituciji?
2. U kojoj mjeri postojeći investicijski fondovi primjenjuju ESG faktore, gdje vidite prostora za razvoj novih strategija upravljanja imovinom?
3. Kako izbjeći problem greenwashinga?
4. Koji bi po Vašem mišljenju bio osnovni razlog zašto investitori integriraju ESG čimbenike u svoje investicijske odluke?
5. Koji čimbenik ESG-a smatrate da je najvažniji ulagačima, a koji upraviteljima investicijskih fondova?
6. Jeste li u zadnje vrijeme primijetili izraženiji interes potrošača/klijenata za temu ESG investicijskih fondova (Article 8 i Article 9 fondovi)?
7. Jeste li dosad u donošenju odluke o odabiru investicijskog fonda ili odabiru dionica u koje ulažete uzimali u obzir ESG čimbenike? Ukoliko jeste, gdje ste ih i na koji način proučili, kako ste se informirali? Ukoliko niste, zašto niste i mislite li da će Vam jednog dana ti čimbenici postati bitniji nego trenutno?
8. Smatrate li da je održivo ulaganje prolazni trend ili je nužno inzistirati na njegovoj sve većoj implementaciji kako u svijetu, tako i u Hrvatskoj? Mislite li da su hrvatski ulagači spremni za takve promjene, pogotovo uzimajući u obzir slabu financijsku pismenost i nisku razinu ulaganja u investicijske fondove?
9. Što smatrate glavnim ili najvećim izazovima u integriranju ESG-a: a) u poslovanje i prilagodbu ulagačke strategije u Društvima za upravljanje investicijskim fondovima i b) u Vaše investicijske odluke?
10. Na kraju, kako vidite učinak ESG poslovne i strateške orijentacije na potrošače, društvo, gospodarstvo i okoliš u cjelini?

## ŽIVOTOPIS

Vita Grozdanić rođena je 28. veljače 1999. godine. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, integrirani studij Poslovne ekonomije upisuje ak. god. 2017./2018., a od ak. god. 2020./2021. odabire smjer Financije.

Dobitnica je rektorove nagrade za ak. god. 2020./2021. za individualni znanstveni rad na temu „Mogućnosti financiranja šteta uzrokovanih rizikom potresa, trenutno stanje u Republici Hrvatskoj i modeli unaprjeđenja“. Od ak. god. 2019./2020. do kraja studija dobiva stipendiju za izvrsnost Sveučilišta u Zagrebu. Koautorica je poglavlja „Case Study of Atlantic Grupa“ u knjizi „Enterprise Risk Management: Theory and Practice with Selected Case Studies of Multinational Companies“ objavljene u studenom 2020. godine te članka „Kako do veće zastupljenosti osiguranja rizika od potresa u Hrvatskoj?“ u znanstvenoj monografiji „Stabilnost, institucionalni rast i perspektive razvoja hrvatskog financijskog sustava u uvjetima pandemije COVID-19“ objavljene u ožujku 2022. godine.

Tri godine bila je članica studentske udruge Financijski klub u projektnoj skupini Analiza poduzeća i industrije te Upravljanje portfeljem. U ak. god. 2020./2021. bila je jedna od koordinatora Institutional Investors LAB-a, zadužena za područje Pokazatelji i Rječnik.

Tijekom studija obavljala je studentske prakse i poslove. Demonstratorica je izv. prof. dr. sc. Tomislava Hernausa na Katedri za organizaciju i menadžment od ožujka 2019. godine do veljače 2020. godine. Od prosinca 2021. do svibnja 2022. radi u Privrednoj banci Zagreb u sektoru Proizvoda korporativnog bankarstva u odjelu Financijskog savjetovanja. Od rujna 2022. zaposlena je u Croatia osiguranju u sektoru Ulaganja na poziciji Junior portfolio managera.