

Prethodno priopćenje

■ Analiza i budućnost održivih investicijskih fondova

Vita Grozdanić¹

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, a Europska unija kontinuirano radi na razradi potrebne regulative. Ciljevi rada su istražiti kakvo je stanje na hrvatskom tržištu financijskih proizvoda koji se temelje na održivosti, s fokusom na investicijske fondove, te što može povećati interes i potražnju za njima. Provedeno je istraživanje kvalitativnom analizom kroz triangulacijski proces intervjuiranjem stručnjaka relevantnih za područje teme rada, 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. Tema je iznimno aktualna i relevantna te su zaključci rada korisni donositeljima odluka i zainteresiranim stranama u oblikovanju sustava održivih investicijskih fondova. Zaključak istraživanja je da su glavni izazovi nedovoljno standardizirana i razvijena regulativa, slaba financijska pismenost građana, nerazvijena svijest o važnosti zaštite okoliša i borbe protiv klimatskih promjena te neizbježna prisutnost greenwashinga. Većina ispitanika koji su sudjelovali u istraživanju u svrhu pisanja ovog rada 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 podržavaju koncept ESG-a, a njegove učinke na sve aspekte gospodarstva, društva, okoliša i poslovanja poduzeća vide isključivo pozitivno te su mišljenja da neće postati prolazni trend, već zaživjeti kao buduća realnost.

Cljučne riječi: ESG, održivi investicijski fondovi, održiva ulaganja, kvalitativna analiza, triangulacija

1. UVODNA RAZMATRANJA

Interes za društvenim, ekološkim i etičkim pitanjima svakodnevno raste među različitim interesnim skupinama, uključujući javnost, medije, državu, poduzeća i financijski sektor, odnosno ulagače. Održivost se istražuje u različitim područjima i s različitih aspekata te ima izražen interdisciplinarni karakter. Tema ovog rada aktualna je budući da ESG (Environmental, social and governance)

¹ Vita Grozdanić, mag. oec., Croatia osiguranje d.d., e-mail: vita.grozdanic@gmail.com

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. Ono što najviše potiče održivost trenda društveno odgovornog ulaganja 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. Za kvalitativno istraživanje u ovom radu koristila se metoda intervjuiranja s ciljem uvida u više perspektiva mogućnosti razvoja održivih investicijskih fondova i njihove budućnosti na hrvatskom tržištu te općenito značajnosti ESG koncepta. 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 te kakvi su im planovi za budućnost. 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 kako doprinijeti da se taj trend što kvalitetnije i brže implementira u hrvatsko financijsko tržište.

U prvom dijelu rada pobliže je objašnjen sam predmet istraživanja, ciljevi i motivacija pisanja. U drugom poglavlju opisan je proces nastanka koncepta održivog financiranja i ulaganja te karakteristike okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika. Prikazane su prednosti i nedostaci održivih ulaganja, aktualna regulativa s naglaskom na područje Europske unije te trenutno stanje tržišta i oblici održivih ulaganja. U trećem poglavlju ukazuje se na različite strategije održivih ulaganja te stanje tržišta održivih investicijskih fondova. U četvrtom poglavlju opisano je primarno kvalitativno istraživanje o tržištu 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 Koncept održivog financiranja i karakteristike okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika

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 unaprijediti 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 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).

Klimatske promjene bit će jedan od događaja s najvećim ekonomskim utjecajem u ljudskoj povijesti. 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 načine na koji poduzeće upravlja odnosima sa svojim zaposlenicima, financijskim dionicima, zajednicama u kojima posluje i širim političkim okruženjem (M&H, b.d.). Upravljački čimbenici ESG-a obuhvaćaju razne čimbenike donošenja odluka te oni 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 (S&P Global, 2020).

Jedan od glavnih trenutnih izazova s ESG ulaganjem uzrokuju nefinancijski tj. ESG podaci. Problem je u tome što se svaka dimenzija ESG ocjene može mjeriti različito, stoga još uvijek ne postoji suglasnost o tome kako mjeriti ukupne ESG rezultate i određivati rejtinge poduzeća i projekata (Vojtko i Padysak, 2019). Dok su kreditni rejtingi S&P-a i Moody'sa u korelaciji od 99 posto, ESG rejtingi šest najistaknutijih pružatelja ESG rejtinga u korelaciji su u prosjeku samo 54 posto, a kreću se od 38 posto do 71 posto (Berg i sur., 2022).

2.2 Prednosti, nedostaci i rizici održivih ulaganja

Proces analiziranja i izvještavanja o ESG pitanjima pruža važne uvide u pozitivne i negativne implikacije na financijski i operativni rezultat poslovanja, a to se odnosi i na odluke o strategiji i kapitalnim izdacima (Saha i Bose, 2017). 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). 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. Drugo, zbog promjena okoliša i klimatskih promjena, sve više će se pridavati važnost praksama niske razine ugljika budući da će vrijednost prirodnih dobara s vremenom rasti. I treće, ESG ulaganje omogućuje da ulagači izraze vlastite vrijednosti i osiguraju da njihova štednja i ulaganja odražavaju njihove preferencije, bez kompromisa u pogledu povrata (Kell, 2018).

Prema Katsenelson (2018), društveno odgovorno ulaganje je utopijski koncept budući da je nemoguće prakticirati društveno odgovorno ulaganje na kolektivnoj osnovi, tj. tražiti od menadžera investicijskog 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*. To su tržišne prakse prema kojima javno objavljeni profil održivosti izdavatelja vrijednosnica i karakteristike financijskog proizvoda ne odražava pravilno temeljne rizike i učinke održivosti. *Greenwashing* obično dovodi do potencijalne štete za ulagače koji žele sredstva alocirati u održiva ulaganja (ESMA, 2022). Jedan od glavnih nedostataka može se istaknuti i to da je većini investitora još uvijek glavni cilj ulaganja financijskih sredstava postizanje najvećeg mogućeg povrata ulaganja (Muller, 2021).

U trenutku pisanja ovog rada, u rujnu 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 (Drew, 2022). Nakon početka rata u Ukrajini 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. (McKinsey, 2022).

2.3 Regulatorne odredbe održivog financiranja i nefinancijsko izvještavanje s fokusom na Europsku uniju

Financijska industrija trenutačno prolazi kroz razdoblje značajnih regulatornih promjena u smislu ulaganja u ESG. 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 (*EU Taxonomy*) i Uredbu o objavljivanju održivih financija (*Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*) te se time priprema na velike promjene industrije upravljanja ulaganjima. Implementacija novih zahtjeva je sada u tijeku i bit će katalizator za daljnji razvoj kako se tržište bude postupno prilagođavalo novom regulatornom režimu CFA (2021).

Na području Europske unije nefinancijsko izvještavanje postalo je obvezom određenih velikih poduzeća i grupa donošenjem Direktive o nefinancijskom izvještavanju 2014/95/EU (*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 (Krivačić i Antunović, 2018). Europska komisija je 21. travnja 2021. usvojila prijedlog Direktive o korporativnom izvještavanju o održivosti (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*), kojom bi se izmijenili postojeći zahtjevi za izvještavanje utvrđeni NFRD-om i proširilo područje primjene (Europska komisija, b.d.).

2.4 Tržište i oblici održivih ulaganja

Danas je ESG ulaganje sazrelo do točke u kojoj može uvelike ubrzati transformaciju

tržišta na bolje. U posljednjih 18 godina, ESG pokret je eksponencijalno rastao i sada predstavlja više od trećine ukupne imovine pod upravljanjem (Posner, 2022). Otkako je Europska investicijska banka (*European Investment Bank – EIB*) izdala prvu zelenu obveznicu (*green bond*) 2007. godine, izdavanje održivog duga i obveznica značajno se razvilo. Samo u 2018. godini ukupno izdanje vrijednosnica u obliku zelenih obveznica doseglo je 58,8 milijardi USD (Uzsoki, 2020). Tržište zelenih obveznica, kako globalno tako i na razini EU, raslo je prosječno 50% godišnje u razdoblju 2015. do 2020. godine (Europski parlament, 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 dodatnih instrumenta u različitim oblicima održivih obveznica, a prema Eurosif (2018) su podijeljene na društvene obveznice (*social bonds*), obveznice održivosti (*sustainability bonds*), obveznice povezane s održivošću (*sustainability-linked bonds*) te prijelazne obveznice (*transition bonds*).

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. Postoji više načina podjele vrsta održivih investicijskih fondova i njihovih ulagačkih strategija. Prema Eurosif (2018), koji prati klasifikaciju pristupa održivih ulaganja uvedenu 2012. godine, postoji sedam identificiranih kategorija strategija: integracija ESG čimbenika, aktivno vlasništvo, filtriranje bazirano na normama negativno filtriranje / isključivanje, pozitivno filtriranje / „best-in-class” (najbolji u grupi), investicije koje se baziraju na održivom razvoju te ulaganje s utjecajem na zajednicu. Prema EU SFDR, investicijski fondovi podijeljeni su u tri kategorije: *Article 9 (dark green)* fondove koji imaju za cilj održivo ulaganje te imaju strogi proces koji u potpunosti izbjegava bilo koje poduzeće ili industriju koja ne ispunjava ekološke ili druge etičke kriterije, *Article 8 (light green)* fondove koji promiču ekološka i/ili društvena obilježja i prepoznaju odgovornu praksu i *Article 6* fondove u koje spadaju svi ostali, odnosno oni bez ikakvih E, S ili G obilježja.

3. KARAKTERISTIKE ODRŽIVIH INVESTICIJSKIH FONDOVA

3.1 Tržište održivih investicijskih fondova u svijetu i Hrvatskoj

Početak 2020. globalna održiva ulaganja dosegla su 35.300 mlrd. USD na pet glavnih tržišta (Europa, Sjedinjene Američke Države (SAD), Kanada, Australazija i Japan) obuhvaćenih izvješćem GSIA (2021), što je povećanje od 15% u prethodne dvije godine (2018.-2020.) i povećanje od 55% u prethodne 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 (*assets under management – AUM*). To predstavlja rast od 2,5 postotnih bodova u odnosu na prethodno izvještajno razdoblje (GSIA, 2021).

Tablica 1: Globalna imovina pod upravljanjem 2016., 2018. i 2020. godine, u mlrd. USD

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

Izvor: GSIA (2021)

SAD i Europa predstavljaju više od 80% globalne imovine održivog ulaganja u 2020. godini (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 (*multi-asset funds*) koji čine 15% (EFAMA, 2021). Prema GSIA (2021), najznačajnija strategija održivog ulaganja na globalnoj razini je integracija ESG-a, s ukupno 25.200 mlrd. USD imovine pod upravljanjem.

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. Tijekom posljednjih pet godina, broj ESG fondova porastao je više nego dvostruko u odnosu na ne-ESG fondove što je posljedica i pokretanja novih fondova i integracije ESG kriterija u investicijski proces postojećih fondova (EFAMA, 2021). Prema PwC (2022), ukupna imovina pod upravljanjem europskih investicijskih fondova u prvoj polovici 2021. godine iznosila je 10.429 mlrd. USD, a od toga 30% imovine činili su fondovi koji su klasificirani kao *Article 8*, a 3% fondovi kategorije *Article 9*. 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, 2022).

Prema istraživanju CFA Hrvatska organizacije, 41% ispitanika iz institucionalnih investitora očekuje rast tržišta ESG fondovima tj. proizvodima *Article 8* i *Article 9* sukladno kategorizaciji SFDR, a 12% smatra da će biti ograničen interes ulagača (CFA Hrvatska, 2021). U Hrvatskoj to tržište zasad nije značajno razvijeno te su prisutna dva napajajuća investicijska fonda (*Raiffeisen Sustainable Mix* i *Erste Green Equity*) koji prilikom investiranja uzimaju u obzir ESG faktore te investicijski fond *Feelsgood Social Impact* osmišljen za ulaganje u hrvatske i slovenske *start-upove* koji se bave društveno odgovornim poslovanjem.

3.2 Financijska isplativost ulaganja u održive investicijske fondove

Niz studija nalazi pozitivan odnos između ESG ocjena i financijskog učinka. ESG ulaganje može pomoći u poboljšanju upravljanja rizikom i ograničiti

gubitke na zahtjevnom tržištu, što dovodi do povrata koji nisu niži od onih od tradicionalnih ulaganja (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. Poduzeća s visokom ESG ocjenom koriste svoju konkurentsku prednost za stvaranje neuobičajenih povrata, što u konačnici dovodi do veće profitabilnosti, a ona rezultira većim dividendama. Tijekom proteklih 10 godina, poduzeća s višom ESG ocjenom bila su manje 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 (Giese i sur., 2019). Vojtko i Padysak (2019) analizirali su u svom radu odnos između ESG-a i prinosa u periodu od 2010. do 2017. godine u Eurozoni i Sjevernoj Americi te od 2010. do 2013. nisu pronađeni dokazi o isplativosti integracije ESG-a., a 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.

4. REZULTATI I 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. 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.

Istraživanje je provedeno kvalitativnom analizom kroz triangulacijski proces analizom tržišta održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj provodeći intervjue s dionicima tri ključne skupine. Nadzorno tijelo (2 ispitanika), društva za upravljanje investicijskim fondovima (9 ispitanika) te ulagači u investicijske fondove (5 ispitanika). Ukupno je obavljeno 16 intervjua u razdoblju od srpnja do kolovoza 2022. u Zagrebu. Intervju je činilo 10 otvorenih pitanja koja su tražila mišljenje ili percepciju ispitanika o temi.

4.1 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 iz nadzorne institucije 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 država u kojoj stanovništvo vrlo malo ulaže u financijske instrumente te je potrebno postupno razbiti strah od investiranja.” 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.

4.2 Utjecaj države i razvoj regulative

Na to se nastavlja i potreba za edukacijom zaposlenika društava za upravljanje investicijskim fondovima pa tako ispitanik iz te skupine ističe: “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.

Svi ispitanici u više su navrata naglasili da regulativa trenutno nije dovoljno razrađena i standardizirana pa ima puno prostora za razvoj i utvrđivanje pravnih pojedinosti. Jedan ispitanik kaže: „Puno se priča o održivim ulaganjima i ESG-u, ali zasad je malo konsenzusa kako tumačiti regulaciju jer se nisu razjasnila sva pitanja. Još uvijek nema 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.

Nekoliko ispitanika spomenulo je uvođenje sankcija kao jedno od rješenja kako se boriti protiv *greenwashinga* i objavljivanja netočnih informacija u nefinancijskim izvještajima. Neizravne sankcije isto mogu utjecati na promjenu percepcije ulagača u smislu da prije nisu razmišljali koliko kompanija ispušta CO₂, 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, jedan od predstavnika skupine ulagača tvrdi: “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 preliti 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.“

4.3 Razvoj svijesti o ESG problematici i posljedice na način ulaganja

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. 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.“ 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 sveukupno ode u zaborav, *impact investing* ima velike izgleda da opstane i dugoročno zadobije na popularnosti.“

Jedan od ispitanika iz skupine ulagača tvrdi: „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 2: Rezultati kvalitativnog istraživanja metodom intervjua

PODRUČJE	TEMA	CITAT
Izazovi povećanja zastupljenosti održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj	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.“
	Greenwashing	„Greenwashing je kao pojava prisutna u svim industrijama, ali u financijskom sektoru ju je lakše iskorijeniti dobro uspostavljenim i detaljnim legislativama.“
Moguća rješenja i potencijali razvoja održivih investicijskih fondova u Hrvatskoj	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. Korištenje nefinancijskih informacija iz ESG izvještaja uz financijske čimbenike u procesu donošenja odluka o ulaganju doprinosi razvitku tržišta održivih (ESG) investicijskih fondova. 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: *Article 9 (dark green)* fondovi kojima je cilj održivo ulaganje, *Article 8 (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.

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. 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 globalno, ali i s fokusom na hrvatsko financijsko tržište. 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.

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 last five years in response to the growing demand for sustainable investment. Also, the European Union is continuously working on developing the necessary regulations. The objectives of this article are to investigate the state of the Croatian market for financial products based on sustainability with a focus on investment funds and what can increase interest and demand for them. The research was carried out through a qualitative analysis through a triangulation process by interviewing experts relevant to the topic, examining their views on environmental, social and governance factors with the aim of gaining insight into multiple perspectives of the possibility of developing sustainable investment funds and their future on the*

Croatian market. The topic is current and relevant, and the conclusions of the work are useful for decision-makers and interested parties in shaping the system of sustainable investment funds. The research concluded that the main challenges are insufficiently standardized and developed regulation, weak financial literacy of citizens, underdeveloped awareness of the importance of environmental protection and the fight against climate change, and the inevitable presence of greenwashing. The majority of respondents are skeptical about the application of environmental, social and governance factors in Croatia to the extent that is present in countries with more developed financial markets. However, all respondents who participated in the research for the purpose of writing this paper support the concept of ESG, and they see its effects on all aspects of the economy, society, environment and company operations as positive, and they hope that it will not become a passing trend, but take root as a future reality.

Keywords: ESG, sustainable investment funds, sustainable investing, qualitative analysis, triangulation

Navedeni izvori i korištena literatura

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>

CFA (2021), *ESG Investing: Official Training Manual*, CFA Society of the UK

CFA Hrvatska (2021), *ESG regulativa i implikacije za domaće tržište kapitala*. https://www.cfacroatia.org/_files/ugd/64916a_f03014e5a1c94dbcaac69767ebe80219.pdf (posjećeno 8. listopada 2022.)

CFA Institute (2015), *Environmental, Social, and Governance Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals*. <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx> (posjećeno 8. listopada 2022.)

Drew, M. E. (2022), *Assessing the ESG Implications of Russia's Invasion of Ukraine*. <https://www.troweprice.com/financial-intermediary/us/en/insights/articles/2022/q1/assessing-the-esg-implications-of-russias-invasion-of-ukraine.html> (posjećeno 8. listopada 2022.)

EFAMA (2021), *Market insights: ESG investing in the UCITS market*. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Market%20Insights%20Issue4%20ESG%20funds.pdf> (posjećeno 8. listopada 2022.)

ESMA (2022), *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf (posjećeno 8. listopada 2022.)

Europska komisija (b.d.), *Corporate sustainability reporting*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (posjećeno 8. listopada 2022.)

- Europski parlament (2022), European green bonds: A standard for Europe, open to the world. [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) (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Eurosif (2018), European SRI Study 2018. <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Eurosif (2021), Eurosif Report 2021: Fostering Investor Impact – Placing it at the heart of sustainable finance. <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/11/2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Faure, J. C. (2021), ESG Investing: An overview of current and past trends, performance and challenges. <https://www.normanalex.com/wp-content/uploads/2021/08/ESG-Investing-An-overview-of-current-and-past-trends-performance-and-challenges.pdf> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- 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. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- GSIA (2021), Global Sustainable Investment Review 2020. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Hanfa (2021), Hanfa donijela Smjernice za nefinancijsko izvještavanje poduzeća prema okolišnim, upravljačkim i društvenim (ESG) ciljevima. <https://www.hanfa.hr/vijesti/hanfa-donijela-smjernice-za-nefinancijsko-izvje%C5%A1tavanje-poduze%C4%87a-prema-okoli%C5%A1nim-upravljaj%C4%8Dkim-i-dru%C5%A1tvenim-esg-ciljevima/> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Ivanišević Hernaus, A. (2013), Razvoj društveno odgovornih financijskih ulaganja primjenom različitih strategija ulaganja, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb
- Katsenelson, V. (2018), Opinion: Don't be fooled, socially responsible investing can be a money pit. <https://www.marketwatch.com/story/socially-conscious-investing-can-be-a-money-pit-2018-03-29> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Kell, G. (2018), The Remarkable Rise Of ESG. <https://www.forbes.com/sites/georgkell/2018/07/11/the-remarkable-rise-of-esg/?sh=48788ec81695> (posjećeno 8. listopada 2022.)
- Krivačić, D. i Antunović, M. (2018), „Nefinancijsko izvještavanje: Novi izazov za korporativne računovodstvene sustave“, U: Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku, (3-4/2018), 83-98 <https://hrcak.srce.hr/216536>
- London Stock Exchange (2018), Your guide to ESG reporting: Guidance for issuers on the integration of ESG. https://www.lseg.com/sites/default/files/content/Green/LSEG_Guide_to_ESG_Reporting_2020.pdf (posjećeno 8. listopada 2022.)
- M&H (b.d.), Understanding ESG: Social Factors. <http://www.mhes.com/understanding-esg-social-factors/> (posjećeno 8. listopada 2022.)

McKinsey (2022), Does ESG really matter—and why? <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> (posjećeno 8. listopada 2022.)

Muller, C. (2021), The Pros and Cons of Socially Responsible Investing. <https://www.doughroller.net/investing/pros-and-cons-of-socially-responsible-investing/> (posjećeno 8. listopada 2022.)

Posner, M. (2022), On ESG Investing, The Economist Offers The Right Diagnosis But A Faulty Prescription. <https://www.forbes.com/sites/michaelposner/2022/08/17/on-esg-investing-the-economist-offers-the-right-diagnosis-but-a-faulty-prescription/?sh=8cb4c6d4ccf2> (posjećeno 8. listopada 2022.)

PwC (2022), EU ESG UCITS Poster. <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html> (posjećeno 8. listopada 2022.)

S&P Global (2020), What is the “G” in ESG? <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/what-is-the-g-in-esg> (posjećeno 8. listopada 2022.)

Saha, A., i Bose, S. (2017), „The Value Relevance of Financial and Non-Financial Information: Evidence from Recent Academic Literature“, U: Value Relevance of Accounting Information in Capital Markets, Ojo, M. i Van Akkeren, J. (ur.), IGI Global, 220-245 <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-1900-3.ch015>

Uzsoki, D. (2020), Sustainable Investing: Shaping the future of finance, International Institute for Sustainable Development. <https://www.iisd.org/system/files/publications/sustainable-investing.pdf> (posjećeno 8. listopada 2022.)

Vojtko, R. i Padyak, M. (2019), Quant's Look on ESG Investing Strategies. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3504767> (posjećeno 8. listopada 2022.)