

Pojavljajući prostori: ulaganje s učinkom

*Danijel Baturina**

UDK: 364.013:351.84
364.043:351.84
338.124.4

<https://doi.org/10.31297/hkju.23.4.2>

Review article / pregledni znanstveni rad

Received / primljeno: 2. 11. 2022.

Accepted / prihvaćeno: 17. 7. 2023.

Ulaganje s učinkom nova je pojavljujuća praksa koja okvirno predstavlja ideju da se može ulagati s financijskim povratom i istovremeno ostvarivati društveni učinak. Ulaganje s učinkom zadnjih nekoliko godina dobiva na važnosti i raste po obujmu, no istraživanja nisu išla ukorak s rastućim interesom praktičara, stoga ovaj rad daje obol većem razumijevanju područja. U radu se prikazuju definicijske odrednice i trendovi koji su doveli do pojavljivanja ulaganja s učinkom. Osim toga, daje se pregled puta k nastanku područja i njegove karakteristike kroz različite aspekte poput kupaca koji traže učinak, organizacija vođenim učinkom, različitih oblika financiranja, kanala i izvora kapitala kroz koji dolazi ulaganje te mjerenja i upravljanja učinkom. Rad daje i osvrt na stanje i potencijale ulaganja s učinkom u hrvatskom kontekstu te sumativno procjenjuje potencijal

* dr. sc. Danijel Baturina, docent, Studijski centar socijalnog rada Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu (Assistant Professor at the Study Centre for Social Work, University of Zagreb Faculty of Law, Croatia, email: danijel.baturina@pravo.unizg.hr).

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9063-305X>

takva načina ulaganja u široj društvenoj sferi i promišlja o budućem razvoju prakse i istraživanja ulaganja s učinkom.

Ključne riječi: ulaganje, ulaganje s učinkom, društveni učinak, mjerenje učinka, društvena promjena

1. Uvod

Ulaganje s učinkom nova je pojavljujuća praksa koja okvirno predstavlja ideju da se može ulagati s financijskim povratom i istovremeno ostvarivati određeni društveni učinak. Nastanku ove prakse prethodili su neki trendovi koji mogu naznačiti potrebu za novim načinima razmišljanja koji uključuju ulaganje s učinkom. Primjerice, to su dijelom bili zadnja ekonomska kriza koja je počela 2008. godine (OECD, 2015) pa sve do zdravstvene i ekonomske krize koju je prouzrokovala pandemija bolesti COVID-19. Također, to mogu biti i nužnost stavljanja u fokus održivog razvoja ili pak sve veće tematiziranje društvenih nejednakosti. Primjerice, prioritet ekonomskog rasta utjecao je na odnose između ljudi i njihove okoline (Lietaert, 2010) što se danas uglavnom negativno manifestira na okoliš. S druge strane, potražnja raste jer „kupci koji traže učinak“ uključujući potrošače, vlade, filantropi i druge sve više traže robu i usluge koje čine svijet boljim mjestom. Zazivaju se promjene paradigme u razmišljanju tržišta kapitala čime bi se moguće pokazao potencijal transformacije prema izgradnji boljeg društva za sve (SIIT, 2014).

Uočavaju se i neki drugi trendovi, više unutar pojedinih sektora (Mulgan et al., 2010) poput većeg interesa ulagača i filantropa za kombiniranjem ekonomskih i društvenih povrata (kao i njihova mjerenja) ili pak napredak vlada u metodama mjerenja učinaka javnih ulaganja i analizi poveznica društvenih ishoda s njima. Höchstädter i Scheck (2015), pozivajući se na brojne druge autore, navode da je ulaganje s (društvenim) učinkom dio šireg pokreta koji zahtijeva etičniji i društveno uključiviji kapitalizam, a manifestira se, između ostalog, u razvoju i rastu etičkog konzumerizma, poslovne etike i društvene odgovornosti poduzeća, društveno odgovornog ulaganja i aktivnosti povezanih sa socijalnim poduzetništvom. Dijelom se to manifestira i sve većim zahtjevima i za poduzeća i za ulagače da se usklađuju prema ESG (*environment, social, governance*) kriterijima.

Ulaganje s učinkom dobiva na važnosti i raste po obujmu. Prije nekoliko godina procjene (Vaccaro, 2014) su govorele da je područje ulaganja s

učinkom još uvijek maleno, ali brzorastuće. Postoji i velik dio novca za koji su se investicijski fondovi obvezali uključiti ekološke i društvene čimbenike te čimbenike vladavine u svoje odluke o ulaganju. GIIN (2020) procjenjuje da je veličina tržišta ulaganja s učinkom globalno oko 715 milijardi dolara, dok najnovije procjene navode da je 1.164 milijarde dolara (GIIN, 2022).¹ Sagledavanje veličina tržišta ulaganja s učinkom prema geografskim regijama (GIIN, 2020) pokazuje značajan rast volumena ulaganja s učinkom između 2015. i 2019. godine (prosječno 12 % godišnje), posebno u nekim regijama (primjerice zapadne, sjeverne i južne Europe gdje je rastao 25 % te istočne i jugoistočne Azije gdje je rastao 23 % godišnje).²

Iako se nedostatak definicijske, konceptualne i terminološke jasnoće ulaganja s učinkom može lako objasniti,³ Höchstädter i Scheck (2015) drže da to može utjecati na vjerodostojnost područja, kao i njegov daljnji razvoj. Ulaganje s učinkom u zadnjih je nekoliko godina značajno poraslo, no istraživanja nisu išla ukorak s rastućim interesom praktičara (Agrawal & Hockerts, 2021). Rad, u kontekstu pojavljivanja ulagača s učinkom i početnih faza razvoja područja u hrvatskom kontekstu, daje pregled njegovog razvoja. Zato se prikazuje pregled puta k nastanku područja te pokušaje njegovog definiranja. Nakon toga prikazat će se neke ključne karakteristike ulaganja s učinkom. Nadalje, u radu se sagledavaju neka od obilježja i potencijal takva načina ulaganja u hrvatskom kontekstu. Diskusija i zaključak dat će promišljanja o budućem razvoju i prakse ulaganja s učinkom u široj društvenoj sferi te njegovaljnjeg istraživanja.⁴

¹ Drugi izvori procjenjuju na 636 milijardi dolara (IFC, 2021). U vezanim područjima, GSIA (2021) također primjećuje i rast „održivog“ ulaganja zadnjih nekoliko godina. Sličan značajan rast uočava i KPMG (2019).

² Pri tumačenju rasta tržišta bitno je i napomenuti da analiza (Islam & Scott, 2021) pokazuje kako regije s dobro razvijenim (ili manje razvijenim) ekonomijama nisu nužno i one regije s dobro razvijenim (ili manje razvijenim) tržištem ulaganja s učinkom. Što tiče geografske i sektorske koncentracije, potražnja za investicijama je koncentriranija od njihove ponude.

³ Kao što je to, primjerice, slučaj i s konceptima društveno odgovornog ulaganja ili socijalnog poduzetništva.

⁴ Autor zahvaljuje Zdenku Babiću, Mirjani Šakić i Jeleni Pavlović na komentarima i sugestijama za poboljšanje teksta.

2. Kontekstualni okvir razvoja i definiranje ulaganja s učinkom

Unutar filantropskog sektora, nekoliko zaklada imalo je pionirsku ulogu u razvoju tržišta ulaganja s učinkom, no najviše je početnog doprinosa imala zaklada *Rockefeller* koja je i skovala termin na svom sastanku 2007. godine⁵ (SIIT, 2014). Freireich i Fulton (2009) među prvima su promovirali ulaganje u društveni i ekološki učinak, prepoznajući da se ulaganje za opće dobro kreće od perifernih ulaganja prema matici financijskih institucija. Osim toga, važan korak je bilo i stvaranje *G8 Social Impact Investment Forum and Taskforce* 2013. godine. Danas se najvećom mrežom koja okuplja ulagače s učinkom smatra *The Global Impact Investing Network* (GIIN). Isto tako, brojne velike banke i ulagači imaju odjele ili su dijelom posvećeni ulaganju s učinkom. Tržišta za ulaganja s učinkom počela su se razvijati u nekoliko zemalja, ponajviše u Velikoj Britaniji i SAD-u, ali i u Australiji, Njemačkoj, Indiji, Kini, Francuskoj, Belgiji, Kanadi i drugdje (Daggers & Nicholls, 2016). GIIN (2019) u svom mapiranju ulaganja s učinkom u globalnim okvirima nalazi najviše ulagača u SAD-u i Kanadi, zatim u zapadnoj, sjevernoj i južnoj Europi, dok u sljedećoj iteraciji mapiranja daje i nešto detaljniji pregled prema geografskim regijama (GIIN, 2020).

Rizzello i suradnici (2016) sagledavaju dosadašnje akademsko znanje u području ulaganja s učinkom gledajući prema dualnim kriterijima, društvenom pristupu i pristupu ulaganja. Nalaze brojne povezane termine, područja i radove koji, primjerice, gledaju ulaganje s učinkom kao formu ulaganja u misiju ili kao formu mikrofinanciranja. U širem prostoru ulaganja s učinkom dolazi do nove terminologije, pojmova i koncepata koji se grade iz unakrsne oplodnje društvenih i financijskih/ekonomskih koncepata (Nicholas, 2008).⁶ I drugi autori u analizama primjećuju proliferaciju

⁵ Podrijetla društveno odgovornog ulaganja datiraju još od kveкера, no noviji primjeri mogu se naći u 1960-ima (Spiess-Knafl & Scheck, 2017),

⁶ Sagledavajući različite pojmove, problem može biti što se terminologija razlikuje i često koristi naizmjenično. Primjerice, (Golka, 2019) navodi je u Britaniji raširen pojam socijalno ulaganje, dok se u SAD-u više koristi ulaganje s učinkom. Daggers i Nicholls (2016) ulaganje s (društvenim) učinkom vide kao korištenje kapitala za stvaranje određenog društvenog ili ekološkog učinka, a socijalnim ulaganjem smatraju pružanje pristupa kapitalu (koji će se trebati vratiti) za organizaciju socijalnog sektora. Ulaganje s učinkom i ulaganje s društvenim učinkom nekad se koriste kao sinonimi kako se društveni i/ili ekološki učinak koji se stvara izvan ekonomskog povrata može karakterizirati pod širim obodom termina društveni. Socijalno financiranje također je jedan od ključnih koncepata koji se koristi, a ogleda se u korištenju financijskih alata za postizanje održivog i pravednog razvoja (Baturina & Babić, 2021). Nicholls, Patton i Emerson (2015.a) vide ga kao krovni pojam koji uključuje različite

drugih pojmova koji, na neki način, uz financijski uključuju i društveni učinak (Then et al., 2017). Neki, pak, drugi autori navode (Busch et al., 2021) da se često termin ulaganja s učinkom koristi za svako ulaganje koje uključuje okolišne i društvene aspekte ili aspekte vladavine. Iz tog je razloga prvi korak razumijevanja područja njegovo definiranje.

Agrawal i Hockert (2021) sagledavaju putanju razvoja definicija analizirajući više od deset pokušaja definiranja. One su išle od širokih koji su ga željeli razlikovati od filantropskih inicijativa prema onima koje su stavljale naglasak na mješovite (financijske i društvene) vrijednosti koje se stvaraju. Pri tome naglašavaju da su između 2012. i 2016. godine definicije postale razvijenije razlikujući područje od već postojećih koncepata kao poduzetničke filantropije, društveno odgovornih ulaganja, mikrofinanciranja i obveznica društvenog učinka. Što se tiče definiranja, može se reći da ulaganje s učinkom kombinira filantropske ciljeve s načinima donošenja financijskih odluka iz *mainstream* ekonomije (Höchstädter & Scheck, 2015). Ulaganje s učinkom može se smatrati dijelom širokog „kontinuuma učinka” koji se proteže od filantropije s jedne strane do odgovornog i održivog ulaganja s druge strane, a uključuje sve one koji žele postići pozitivan (društveni i ekološki) učinak (SIIT, 2014; Calderini, Chiodo & Michelucci, 2018).

Kako je ulaganje s učinkom novo područje istraživanja, međunarodne organizacije i institucije imale su vodeću ulogu u razvoju njegove definicije. Razdoblje između 2009. i 2019. možemo nazvati desetljećem definiranja u kojem su međunarodne organizacije i institucije razvijale definicije područja (Freireich & Fulton, 2009; GIIN, 2013; SIIT, 2014; OECD, 2019). Primjerice, jedna od prvih definicija navodi da je ulaganje s učinkom aktivno plasiranje kapitala u poduzeća i sredstva koja stvaraju društveno i/ili ekološko dobro i barem povrat nominalne glavnice investitoru (Freireich & Fulton, 2009). Najveća mreža ulagača s učinkom daje razrađeniju definiciju (GIIN 2013, str. 3) te navodi da su to „ulaganja koje rade tvrtke, organizacije ili fondovi s namjerom da generiraju mjerljive društvene i okolišne učinke, a uz to financijski povrat. Mogu se napraviti kako na razvijenim tržištima tako i na tržištima u nastajanju i ciljaju na niz različitih stopa povrata ulaganja od ispodtržišnih do tržišnih, ovisno o okolnostima“.

načine financiranja; između ostalog, smatraju ulaganje s učinkom dijelom socijalnog financiranja. Moore, Westley i Nicholls (2012) također drže da je ulaganje društvenim učinkom blisko konceptu socijalnog financiranja. Postoje i drugi koncepti koji se raspravljaju. Primjerice, etičko ulaganje (Schrotengens & Boenigk, 2017) ili mikrofinanciranja (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Razlikovanje više bliskih koncepata sagledavaju i Fritz i von Schnurbein (2015) te Agrawal i Hockert (2021). U ovom radu koristimo pojam ulaganje s učinkom prema definicijama i karakteristikama koja se navode u radu.

Akademski sektor umnogome je pratio razvoj definicija do strane ključnih institucija. Iako se mnogo radova o području osvrće na definicije, tek ih nekoliko ima barem manji fokus na detaljno razlučivanje definicijskih obilježja. Definicije su s vremenom postajale kompleksnije. One se kreću prema onima koji dodaju sve više detalja, ne samo o namjeri stvaranja učinka, već i stopama povrata ili pak jasne odrednice prema mjerenju učinka. No, isto je tako očito da postoji zajednička jezgra u definicijama. Agrawal i Hockerts (2021) sagledali su velik broj definicija ulaganja s učinkom i navode da definicije u razdoblju od 2005. do 2017. godine evoluiraju prema specifičnijima i prema onima koje se mogu kvantificirati. Također, sve se usmjeravaju prema društvenoj vrijednosti koju stvaraju.

Höchstädter i Scheck (2015) navode da, unatoč manjku jasnoće koncepta u literaturi, postoji generalno slaganje da ulaganje s učinkom ima dva ključna elementa: financijski povrat i neku vrstu nefinancijskog učinka, stoga se može gledati kao financiranje s dvostrukom namjenom (Tekula & Andersen, 2019). Slično navode i drugi (SIIT, 2014; OECD, 2015; Godeke & Briaud, 2020) tvrdeći da je ono što definira ulaganje s učinkom to da ima nedvosmislen cilj ili namjeru generiranja financijskih povrata u kontekstu postavljanja ciljeva učinka i mjerenja njihova ostvarenja.⁷ Calderini, Chiodo i Michelucci (2018) vide neke ključne definicijske odrednice ulaganja s učinkom koje se mogu uzeti i kao polazišno definicijske i u ovom radu: prvo, društveni i ekološki povratu nisu slučajni, već *a priori* definirani i naknadno mjereni; drugo, koristi se proaktivni pristup u potrazi za učinkom te treće, što ga izdvaja od filantropskih aktivnosti, očekuje se barem povrat uloženog kapitala.⁸

3. Tko, što, zašto? Ključne odrednice ulaganja s učinkom

Različiti su pogledi na ulaganje s učinkom. Ono se gleda kao nova klasa imovine, strategija ulaganja, novo tržište, kao i evolucija drugih vrsta ulaganja (Chiappini, 2017). Ulaganje s učinkom nije vezano uz određeni pravni oblik. Učinkovita ulaganja mogu se napraviti u neprofitnim orga-

⁷ Perspektiva EU-a ulaganje s (društvenim) učinkom vidi kao korištenje privatnog investicijskog kapitala za financiranje aktivnosti koje generiraju društvenu korist, kao i financijski povrat. Navode da ga nekad zovu financiranje socijalnih poduzeća ili socijalno financiranje, a nekad i socijalno ulaganje (Europski parlament, 2014).

⁸ Slične odrednice predstavlja i Hummels (2016) te zaklada Rockefeller (Godeke & Briaud, 2020).

nizacijama, kao i u profitnim tvrtkama (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Također, postoji širi raspon sektora u koje se može ulagati. GIIN (2020) navodi da ulagači s učinkom najviše ulažu u financijske usluge, energiju, mikrofinanciranje, vodu, sanitarnu infrastrukturu i higijenu, hranu i poljoprivredu te onda i u druge sektore. Oleksiak, Nicholls i Emerson (2015) kao neka od područja u koja se može ulagati s učinkom navode poljoprivredu, zdravstvo, obrazovanje, ekološka pitanja i druge sektore.

Kod ulaganja s učinkom stvaranje društvene vrijednosti i profita mogu biti konkurentske aktivnosti (Agrawal & Hockerts, 2019). Freireich i Fulton (2009, str. 31–32) razlikuju ulagače po tome što stavljaju kao prioritet, društveni učinak ili financijski povrat (*impact-first investors* i *financial-first investors*).⁹ Prvi nastoje optimizirati društveni ili ekološki učinak i često su se spremni odreći nekih financijskih povrata ulaganja ako je to potrebno. Drugi nastoje optimizirati financijske povrate sa stvaranjem određenog društvenog ili ekološkog učinka. Često su to komercijalni ulagači koji traže podsektore koji nude povrate prema tržišnim stopama dok ostvaruju neka društvena ili ekološka dobra. GIIN mapiranje (2019) pokazuje da oko dvije trećine ispitanika (ulagača) u njihovim istraživanju uglavnom cilja povrate na tržišnoj stopi (66 %), a preostala trećina podijeljena je među onima koji ciljaju povrat niži od tržišne stope povrata. Što se tiče ciljeva učinka u njihovu istraživanju, 56 % ispitanika cilja i društvene ciljeve i ciljeve učinka na okoliš, 36 % cilja samo društvene ciljeve, a 7 % cilja samo ekološke ciljeve. Viviani i Maurel (2019) navode da postoje određeni rizici hibridnosti poput stavljanja većeg naglaska na jednu ili drugu stranu (financijskog povrata ili društvenog učinka), dok stvaranje vrijednosti može upravo doći (kao što je, recimo, često slučaj kod socijalnih poduzeća) iz sinergije između tih dviju dimenzija.

European Venture Philanthropy Association (EVPA, 2020) navodi spektar ekosustava učinka koji razlikuje ulaganje za učinak i ulaganje s učinkom. Primjerice, prvo je, prema njima, više usmjereno na organizacije s društvenom svrhom, a drugo, ulaganje s učinkom, dijelom prema organizacijama s društvenom svrhom (onima koji imaju nešto financijski održivije poslovne modele), ali i tradicionalnim poduzećima s društvenim učinkom te jednim dijelom tradicionalnim poduzećima koji su usklađeni s ESG kriterijima.

Agrawal i Hockerts (2021) na pojedinačnoj razini navode da ulaganje s učinkom ima šest obilježja: (1) uloženi kapital, (2) stupanj angažmana sa

⁹ U drugoj perspektivi, razvijajući tipologiju, Busch i suradnici (2021) predlažu da se razlikuju ulaganja usklađena s učinkom od onih koji generiraju učinak.

subjektom u koji se ulaže, (3) proces odabira, (4) društveni i financijski ishodi, (5) izvještavanje i rezultati i (6) uloga vlada.

Na široj razini, ulaganje s učinkom je, kao i svako tržište, kombinacija potražnje (za kapitalom za financiranje organizacija usmjerenih učinku), ponude (kapitala usmjerenog učinku) i posrednika (onih pomažu u povezivanju ponude i potražnje) (SIIT 2014).¹⁰ Glavne komponente ekosustava ulaganja s učinkom možda najjasnije navode SIIT (2014) čije ćemo elemente dalje nasloviti.

Tablica 1: „Ekosustav“ ulaganja s učinkom

Elementi „ekosustava“	Karakteristike
„Kupci“ koji traže učinak	Osiguravaju izvore prihoda koji podupiru ulaganja u organizacije s učinkom. Takvi kupci mogu uključivati vlade, potrošače, korporacije ili zaklade.
Organizacije vođene učinkom	Predstavljaju sve vrste organizacija koje imaju dugoročnu društvenu misiju, postavljaju ciljeve ishoda i mjere njihova postignuća, bilo da se radi o organizacijama u socijalnom sektoru ili poduzećima vođenim učinkom.
Oblici financiranja	Potrebni su za naslovljavanje niza različitih investicijskih zahtjeva. Primjerice, to mogu biti različite vrste zajmova, obveznica, kapitala i darovnica.
Kanali kapitala za učinak	Služe za povezivanje ulagača s organizacijama vođenima/ usmjerenima prema učinku u situacijama u kojima se izvori kapitala ne ulažu izravno u organizacije vođene učinkom. Primjerice, to mogu biti društvene banke, menadžeri fondova za ulaganja s učinkom, financijske institucije za razvoj zajednice, platforme za grupno financiranje i drugi.
Izvori kapitala za učinak	Oni koji pružaju potrebne investicijske tokove. Mogu biti vlade ili ulaganje EU-a, institucionalni investitori i banke, lokalni fondovi, dobrotvorne organizacije ili zaklade, ali i bogate individue i drugo.

Izvor: autor, prema SIIT, 2014.

Analizirajući pojedine elemente u mnogima, suvremeni autori dodaju pojašnjenja, ali je potrebno sagledati i nove elemente koje imaju svoju važnost.

Što se tiče organizacija, Chiappini (2017) govori o organizacijama koje zahtijevaju financijska sredstva kako bi ponudili dobra i usluge za rješavanje nepodmirenih društvenih potreba (također govori i o različitim vlasnicima imovine i upraviteljima imovinom koje im ta sredstva nude). Također,

¹⁰ OECD (2015) navodi pak okvir ulaganja za društveni učinak koji se sastoji od socijalnih potreba, potražnje, ponude, posrednika i okružja koje podržava i omogućujuće okoline.

moгу se razlikovati dvije grupe ulaganja s društvenim učinkom prema odnosu prema drugim akterima. To su ulagači s učinkom koji se obraćaju tvrtkama na postojećim tržištima (odnosi između ulagača i aktera nalaze se u poljima koja su prethodno organizirana kroz profitne organizacijske predloške i natjecanje) te drugi tip koji se usmjerava prvenstveno prema neprofitnim i javnim organizacijama (Golka, 2019).

Osim toga, tu su različiti oblici financiranja koji se koriste kako bi se odgovorilo na različite tipove zahtjeva za ulaganjem koji postoje. Primjerice, to mogu biti različite vrste zajmova, obveznica, kapitala i darovnica.

Što se tiče kanala kapitala za učinak, gledaju se i izvori kapitala za učinak, tu je bitno osigurati potrebne tokove ulaganja (oni, kao što smo dijelom naveli, mogu biti vlade ili EU, zaklade, lokalni fondovi, institucionalni ulagači ili banke, korporacije, dobrostojeći pojedinci i drugi). GIIN (2019) analiza pokazuje da se većina ulagača s učinkom identificira kao upravitelji fondova, dok su ostali različite druge vrste organizacija, uključujući zaklade, banke/diverzificirane financijske institucije, investicijska društva, mirovinski fondove i druge.

Kada govorimo o samim ulagačima, Hummels (2016) navodi da se ulagači usmjereni učinku uvelike razlikuju u svojim ciljevima, praksama i načinima alokacije kapitala.¹¹ Pri tome on razlikuje ulagače i regije ulaganja (različite zajednice ulagača te alokacije kroz zemljopisna područja), kao i tržište ulaganja (veličinu tržišta i ulaganja te ulaganja kroz klase imovine). U drugim sličnim karakterizacijama ulaganja s učinkom Jackson (2013) dijeli aktere četiri široke kategorije: vlasnici imovine koji posjeduju kapital, upravitelji imovinom koji raspolazu kapitalom, akteri na strani potražnje koji primaju i koriste kapital, i pružatelji usluga koji pomažu da ovo tržište funkcionira.

Osim navedenog, pitanje učinka koji se stvara iznimno je važno. Höchstädter i Scheck (2015), sagledavajući učinak koji se stvara, vide nekoliko bitnih dimenzija: demografija i geografija, organizacijski procesi, sektor proizvedenih roba i usluge, sektor te financijska ili organizacijska struktura. Mjerenje postignutog učinka posebno je pitanje, poglavito kada sagledavamo društveni učinak. Dagers (2020) ističe da postoji slaganje da ulaganje s učinkom zahtijeva mjerenje i upravljanje učinkom. Ne postoji jasan konsenzus o definiciji društvenog učinka oko koje bi se složili praktičari i istraživači, kao i jasan zlatni standard za mjerenje društvenog

¹¹ Postoje naznake da ulagači s učinkom pristupaju performansama i raspodjeli kapitala sa sve većom sofisticiranošću, uzimajući u obzir različite aspekte koji utječu na učinak (Hand et al., 2021).

učinka (Europska unija & OECD 2015.; Costa & Pesci 2016). No, društveni učinak mjeri se već nekoliko desetljeća i danas je ključna debata je li i kako je njegovo mjerenje moguće standardizirati (Nicholls, Nicholls & Patton, 2015b). Trenutno se koristi mnogo metoda i one često ovise o više faktora kao što je kontekst, dionici, tip organizacije i aktivnosti i mnogi drugi (Baturina, 2016). Globalno mapiranje ulagača s učinkom pokazuje da, iako gotovo svi ulagači mjere učinak, otprilike dvije trećine njih koristi kvalitativne informacije, nešto manji udio koristi vlastite metrike, a gotovo polovica koristi metrike usklađene s IRIS-om (*Impact Reporting and Investment Standards*) (GIIN, 2019). EVPA (2021), istraživanje sagledavajući dimenzije učinka, navode da ulagači s učinkom više ciljaju ishode ili rezultate nego sam učinak ulaganja. Chiappini (2017) kao bitan okvir za mjerenje učinka spominje i *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS) koji ocjenjuje tvrtke i fondove. Naravno, mjerenje učinka koji se proizvodi ulaganjima nužan je i nezaobilazan zahtjev kako bi se prakse ulaganja s učinkom mogle smatrati legitimnima (to navode i ključni dokumenti, npr: SIIT, 2014), no ostaje još uvijek dilema mjere li ulagači i organizacije u koje se ulažu adekvatno učinak ili ishode/rezultate.

4. Osvrt na razvoje hrvatskog konteksta ulaganja s učinkom

Razlike pronadene u praksi ulaganja s učinkom u različitim zemljama impliciraju da su institucije i lokacija bitni čimbenici koji utječu na ulaganje s učinkom (Agrawal & Hockerts, 2021). Iz tog razloga bitno se osvrnuti i na specifičnosti hrvatskog konteksta. U tome će se rad osvrnuti na različite elemente „ekosustava“ ulaganja s učinkom (SIIT, 2014) te na neka područja u kojima ulaganje s učinkom može doprinijeti hrvatskom društvu.

Ulaganje s učinkom tek nedavno počinje stidljivo biti tema u hrvatskom kontekstu i pojavljuju se određene prakse ulaganja s učinkom. Osim manjka istraživanja i analiza, GSG inicijativa (2021)¹² kao slabosti u hrvatskom kontekstu navodi i nejasan pojmovni, strateški i zakonodavni okvir te politike te nisku razina znanja o društvenom i okolišnom učinku u korporativnom, privatnom i javnom sektoru.

¹² Inicijativa želi uspostaviti nacionalni savjetodavni odbor u Hrvatskoj. Trenutno *Global Steering Group (GSG) for Impact Investment* pokriva 34 zemlje kroz svojih 29 nacionalnih i regionalnih savjetodavnih odbora. Više na <https://gsgii.org/nabs/>

Prvo možemo sagledati kupce koji traže učinak, određene oblike financiranja i kanale kapitala za učinak koji se javljaju u hrvatskom kontekstu (SIIT, 2014).

Postoje neki specifični fondovi rizičnog kapitala usmjereni učinku kao primjerice *Feelsgood Social Impact Investment Fund*, ali i neki regionalni fondovi ulažu u socijalna poduzeća ili druga poduzeća s društvenim učinkom. Na manjoj razini javljaju se i određene mreže te inkubacijski i akceleracijski programi. Primjer mogu biti, recimo, CVCA (*Croatian Venture Capital Association* ili Hrvatska mreža poslovnih anđela (CRANE) ili neki programi koje provodi ACT Grupa (GSG inicijativa, 2021). Recentni primjer može biti i BAIF (*Business Angels Impact Fund*) koji se promovira kao novi financijski instrument za ulaganje s društvenim učinkom.¹³ Zadruga za etično financiranje (ZEF) kao specifično usmjerena širem društvenom učinku (Baturina, 2016) već duže vrijeme ne uspijeva osnovati prvu etičku banku u Hrvatskoj, no provode niz projekta na tom tragu.¹⁴

U hrvatskoj su inovativni financijski instrumenti poput mikrokreditiranja, etičkog financiranja, ulaganja u društveni učinak ili pak posebnih kreditnih linija za socijalno poduzetništvo još u razvoju (Kadunc, Singer & Petričević, 2014; Vidović, 2019; Baturina & Babić, 2021). GSG inicijativa (2021) prepoznaje oblike financiranja socijalnih poduzeća s učinkom u Hrvatskoj posljednjih nekoliko godina, među kojima se ističu početci programa društvenog bankarstva nekih banaka poput Erste banke i Zagrebačke banke. Inicijativa također ističe da Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR) i Hrvatska agencija za malo gospodarstvo, inovacije i investicije (HAMAG-BICRO) kao ključne nacionalne institucije koje pružaju financiranje razvoja poduzetnika ne nude financijske proizvode isključivo krojene za socijalna poduzeća (GSG inicijativa, 2021), a ne vidi se i njihova orijentacija učinku u drugim aspektima.

Postoje i drugi tipovi sredstava koji mogu biti usmjereni učinku. Zadnjim mirovinskim reformama obveznih mirovinskih fondova otvorene su šire mogućnosti ulaganja (Puljiz, 2019), a mirovinski fondovi mogu ulagati i u razvojna poduzeća (*start-up*) (HANFA, 2021), kao i druga poduzeća. Jedan dio značajne financijske imovine koju imaju mogao bi biti potencijal ulaganja u hrvatska poduzeća s učinkom.

Osim toga, razvidno je da većina sredstava u ovim područjima dolazi od vlade ili kroz europske fondove. Općenito, u dunavskoj regiji scena ula-

¹³ <https://baif.hr/>

¹⁴ Više o njihovim aktivnostima na <https://www.zef.hr/>

gača usmjerenih učinka jest malena (Finance4change, 2019),¹⁵ stoga kao preporuku možemo navesti i namjenu određenih sredstava iz europskih fondova za ulaganje u organizacije s učinkom. U Hrvatskoj to, primjerice, može značajno premostiti probleme s financiranjem s kojima se susreću socijalna poduzeća (Vidović, 2019; Baturina & Babić, 2021). Pri tome eksperimentiranje s različitim modelima financiranja za učinak može biti koristan. Perspektiva socijalnih inovacija slabo je razvijena (Baturina, 2019), ali moguće je razvijanje inovativnih modela financiranja, primjerice, sredstvima Europskog socijalnog fonda (ESF+).

Kao daljnji element potrebno je sagledati organizacije vodene učinkom kao one koje mogu tražiti i primati ulaganje s učinkom (SIIT, 2014).

Iako smo globalno u dobu društveno odgovornog poslovanja (Cohen, 2022), ono je tek rubno tema u hrvatskom kontekstu. Neke su prakse razvijene te se dijelom prepoznaje važnost društveno odgovornog poslovanja u različitim tipovima poduzeća (Kundid, 2012; Vrdoljak Raguž & Hazdovac 2014; Pekanov Starčević, Mijoč & Mijoč, 2016). No, poduzeća velikim dijelom ne integriraju mjerljivi učinak u svoje poslove modele. Također, postoje neki širi aspekti koji razvijaju područje. Hrvatski indeks održivosti redovito dodjeljuje nagrade prema područjima ili veličini poduzeća,¹⁶ postoje i neke edukacije u području, primjerice ona Instituta za društveno odgovorno poslovanje.¹⁷ No, ukupni doseg društveno odgovornog poslovanja u Hrvatskoj jest ograničen i ne može se utvrditi da se ono etabliralo kao promjena razmišljanja koja bi značajno potraživala ulaganje s učinkom ili pogonila razvoj područja.

Socijalna poduzeća usmjerena su poduzetničkom tipu djelovanja čiji je cilj ostvarivanje određenih društvenih (i/ili ekoloških) učinaka, stoga ulaganja s učinkom mogu biti usmjerena ovom tipu organizacija. Iako ima različite korijene u prošlosti, u Hrvatskoj se socijalno poduzetništvo javlja prije gotovo dva desetljeća (Vidović, 2012) i nešto veće prepoznavanje dobiva zasebnom strategijom koja je bila usmjerena njegovu razvoju (Vlada RH, 2015). No, područje kao i mogućnosti financiranja unutar njega (što smo sagledati u ovom poglavlju), još su uvijek u razvoju (Vidović, 2019; Baturina & Babić, 2021). Iako su bile predviđene značajne mjere unaprjeđenja

¹⁵ Također, postoje naznake da ulaganje s učinkom dolazi u regiju s nekoliko fondova koji prodiru u područje i traže mogućnosti za ulaganje (<https://therecursive.com/impact-investing-cee-how-to-get-on-investors-radar/>).

¹⁶ Hrvatski indeks održivosti: <https://www.hrpsor.hr/hrio/>

¹⁷ *Impact Master*: Akademija društveno odgovornog poslovanja: <https://idop.hr/impact-master-akademija/>

financiranja u ovom području (Vlada RH, 2015), one su se djelomično implementirale (WYG savjetovanje, 2021). Nedostatak pristupa financiranju i dalje se smatra jednom od najznačajnijih prepreka za pokretanje, održivost i rast socijalnih poduzeća u hrvatskom kontekstu (Vidović, 2019; Baturina & Babić, 2021), stoga bi ulagači s učinkom bili podstreh daljnjem razvoju sektora. Osim toga, različite organizacije trećeg sektora uslijed izazova koje imaju s financijskom održivošću (Baturina, Bežovan & Matančević, 2019) ili potrage za inovativnijim načinima djelovanja (Baturina, 2019) mogle bi biti one koje potražuju ovu vrstu ulaganja.

Sagledavajući do sada razmotrene perspektive, daljnji razvoj perspektive društveno odgovorno poslovanje – poduzeća koja bi bila usmjerena učinku, socijalnog poduzetništva kao i, s druge strane, sustavnija podrška razvoju privatnih ili fondova u partnerstvu različitih dionika za ulaganje s učinkom, tek slijedi u hrvatskom kontekstu. Kao aspekt potpore, daljnji koraci rada GSG inicijative mogli bi dati zamah razvoju područja. Također, općenito kako nema pouzdanih podataka o ulagačima ili visini ulaganja s učinkom, prva preporuka u hrvatskom kontekstu mogla bi biti napraviti početno istraživanje (moguće po uzoru na inozemne prakse, primjerice GIIN, 2020) koje bi nam dalo informacije o karakteristikama i moguće o veličini sektora.

Nadalje, možemo razmotriti neka područja u kojima se ulaganje s učinkom može razviti u hrvatskom kontekstu. Što se tiče područja ulaganja, bitan aspekt gdje ulaganje s učinkom može naći svoj prostor jest održivi razvoj i zelena tranzicija. Naime, ključni europski prioriteti poput Europskog zelenog plana (Europska komisija, 2019) stavljaju u fokus preobrazbu gospodarstva EU-a za održivu budućnost i uključivanje održivosti u sve politike EU-a. Opći razvojni dokument u hrvatskom kontekstu, Nacionalna razvojna strategija 2030 (Vlada RH, 2020) kao jedan od ključnih razvojnih smjerova ističe zelenu tranziciju s ciljem da Hrvatska bude među europskim predvodnicima u pretvaranju klimatskih i ekoloških izazova u prilike, osiguravanjem pravedne i uključive tranzicije prema klimatskoj neutralnosti.¹⁸ No, druge analize (Cimeša & Pavlović, 2020) sugeriraju da se Hrvatska ne pokazuje spremnom za provedbu širih ciljeva održivog razvoja. Određene analize (Matešić, 2020) utvrđuju i nedostatak strateške usmjerenosti na ekoinovacije. Jedan aspekt jačanja perspektive zelene

¹⁸ Osim toga, ističe i digitalnu tranziciju društva i gospodarstva, no to je aspekt koji može dati doprinos u svim područjima koja se navode u ovom podglavlju, kao i u drugima.

tranzicije i održivog razvoja mogao bi biti u mobiliziranju izvora financiranja, osim onih javno alociranih, različitim formama ulaganja s učinkom.¹⁹

Ulaganja s učinkom mogu biti globalno pronađena i u zdravstvu, obrazovanju i u drugim područjima socijalne politike. Preporuke idu i u smjeru modernizacije socijalne politike koja bi više bila usmjerena na evaluacije učinaka intervencija (koje bi uključile sagledavanje njihovih financijskih i društvenih koristi), kao i na razmatranje perspektive socijalnog ulaganja (Bežovan, 2019; Babić & Baturina, 2016). Bitna područja u kojima bi se mogla primijeniti perspektiva ulaganja s učinkom jesu pružanje usluga za ranjive skupine ili njihova socijalna i radna integracija (recimo beskućnici, mlade nezaposlene osobe, usluge za djecu ili starije ili socijalna i radna integracija skupina poput bivših ovisnika ili bivših zatvorenika) ili pak ulaganja u održivija stambena rješenja ili određene aspekte zdravstva. Mnoga od tih područja trenutno su u Hrvatskoj podfinancirana u odnosu na druge zemlje EU-a (Eurostat, 2022). Također, osim i javnih izvora ili fondova EU-a, moglo bi se ulagati s učinkom u socijalna poduzeća za radnu integraciju različitih tipova (Marković, Baturina & Babić, 2017; Andelić et al., 2022).

No, kako bi se moglo odučiti o načinima ulaganja s učinkom i njihovim mogućim povratima, trebala bi se napraviti sustavna analiza troškova „društvenih pitanja“ (Cohen, 2022, str. 173), pri čemu bi se onda jasnije odredilo koliko, recimo, košta pojedina socijalna usluga po danu i korisniku, koliko koštaju postojeći programi ili kakvi su društveni troškovi ovisnosti, kriminala ili pak zdravstva i pojedinih aspekta socijalne politike. U nekim područjima vezanim za socijalnu i radnu integraciju ranjivih skupina ili još neke druge aspekte moglo bi se razmisliti o pilotiranju obveznica društvenog učinka²⁰ kako bi se procijenile njihove mogućnosti u hrvatskom kontekstu.

Daljnji aspekt mogao bi biti vezan za ruralni razvoj i poljoprivredu. Postoje određeni potencijali Hrvatske za jačanje (održive) poljoprivredne proizvodnje, kao i osnaživanje ruralnih područja. Dosad su oni bili financirani sredstvima EU-a ili sredstvima proračuna, primjerice projekt „Slavonija,

¹⁹ Jedan od primjera mogu biti zelene obveznice (ICMA, 2022) ili u hrvatskom kontekstu ulaganje u energetske zadruge, kao što su Zelena energetska zadruga i slične inicijative.

²⁰ Fox i Albertson (2011) navode neke moguće prednosti obveznica društvenog učinka poput veće učinkovitosti, više inovacija, transfera rizika, uključivanja tržišnih dionika. No, nove i izazove poput razine promjene koju je moguće ostvariti, snage dokaza o učinku ili procjene ekonomskih i fiskalnih povrata.

Baranja i Srijem²¹ ili aktivnosti lokalnih akcijskih grupa (LAG-ova) u Hrvatskoj (Baturina, 2022; Ministarstvo poljoprivrede, 2020).²² Nažalost, sektor zadrugarstva kao dijela socijalne ekonomije jest nerazvijen i stoji kao neiskorišten gospodarski potencijal (Baturina & Babić, 2021; Broz & Švaljek, 2019) i u tom području nema većih inovacija u oblicima financiranja. Ekološka proizvodnja hrane ili vrste ulaganja u razvoj ruralnih zajednice mogu biti prostori razvoja perspektive ulaganja s učinkom za ostvarivanje ekonomskih, društvenih, ali i ekoloških učinaka, prvenstveno u ruralnim krajevima Hrvatske. U tom vidu ulaganje s učinkom može pomoći ostvarivanju jačih, povezanih, otpornijih i prosperitetnijih ruralnih područja (Europska komisija, 2021).

Osim toga, jedna od preporuka bila bi vezana za jačanje perspektive mjerenja učinaka (Baturina, 2019) i kod poduzetnika i u trećem sektoru. Za ulaganje s učinkom bitno je znati što je taj učinak, kako ga prepoznati i mjeriti. No, to područje nije razvijeno u Hrvatskoj. Javljaju se pojedinačne inicijative tvrtki za savjetovanje koje promoviraju nefinancijsko izvještavanje kao jednu od usluga koje nude ili primjerice ZEF-a koji nudi uslugu mjerenja i praćenja društvenog utjecaja putem metodologije Ekonomija za opće dobro.²³ U trećem sektoru postoje inicijative koje raspravljaju o mjerenju učinka (recimo, projektne inicijative različitih organizacija, primjerice ACT Grupe²⁴ ili Zaklade za poticanje partnerstva i razvoja civilnog društva²⁵), no općenito su napori u ovom području nedostatni i dosad nema većih iskoraka.

Ovaj osvrt su naznake nekih (ne svih) tema i područja u kojima ulaganje s učinkom može dati doprinos ili biti potencijalan aspekt financiranja društvenih i ekonomskih promjena u hrvatskom društvu.

²¹ Više informacija na <https://strukturnifondovi.hr/projekt-slavonija-baranja-srijem/>

²² Program ruralnog razvoja 2014. – 2020. godine u širem području imao je cilj povećanje konkurentnosti hrvatske poljoprivrede, šumarstva i prerađivačke industrije, ali i unaprjeđenja životnih i radnih uvjeta u ruralnim područjima uopće.

²³ Projekt eCONOMIJA: <https://zef.hr/hr/novosti/vijesti/projekt-eekonomija>

²⁴ Projekt SIM4CSOs – *Social Impact Measurement For Civil Society Organizations*: <https://act-grupa.hr/en/projekti/sim4csos/>

²⁵ Regionalni centar za društvene inovacije *Istria* (ReCeD'Istria): <https://www.civilnodrustvo-istra.hr/novosti/detaljnije/edukacija-o-simm-u-okupila-18-zainteresiranih-dionika-s-podrucnja-istarske>

5. Diskusija: Vrijeme je za učinak?

Čini se da tema ulaganja s učinkom dobiva na zamahu sa sve većim brojem ulagača, upravitelja imovine i profesionalaca koji žele razviti strategije ulaganja s učinkom (Lowry et al., 2019). Neki (OXFAM, 2017) navode da se javlja potreba za pametnijim potporama i strpljivijim kapitalom koji će biti usmjeren prema maksimiziraju učinka. EVPA (2021) navodi da ulagači s učinkom razvijaju suradnje s drugima, primjerice kroz zajedničko ulaganje ili druge forme suradnje što može jačati njihovu prepoznatljivost.²⁶ Kao neke od čimbenika razvoja područja OECD (2015) vidi sve veći interes pojedinačnih i institucionalnih investitora za rješavanje društvenih pitanja na lokalnoj, nacionalnoj ili globalnoj razini. Vidljiv je porast broj poduzetnika s društvenim učinkom koji žele pronaći inovativne načine rješavanja društvenih problema (SIIT, 2014).²⁷ Dijelom se ta perspektiva odražava u razvoju i širenju koncepta socijalnog poduzetništva koji na neki način slično želi pomiriti poduzetnički način djelovanja i ciljeve usmjerene prema društvenom učinku (Defourny & Nyssens, 2017). Za socijalne poduzetnike upravo su neki od ključnih izazova, osim ostvarivanja njihove misije, kako osigurati financijsku održivost i privući ulaganja.

Bugg-Levine i Emerson (2011) drže da će ulaganje s učinkom funkcionirati u slučajevima u kojima se zadovolje sljedeći uvjeti: rješavanje osnovnih društvenih problema zahtijeva znatna ulaganja koja donatori i vlade ne mogu sami pribaviti, pojavljuju se profitabilni i skalabilni poslovni modeli koji mogu otplatiti zajmodavce ili investitore, poslovni modeli su u ranoj fazi razvoja gdje su previše fragmentirani i maleni da bi privukli pozornost investitora iz matice te vlada i društvo podržavaju ideju da se privatnim poduzećima omogući rad na ovom tržištu.²⁸ No, isto tako SRI studija (Eurosif, 2014.) navela je niz prepreka ovakvoj vrsti ulaganja poput nedostatka održivih proizvoda/opcija, nedostatka kvalificiranih savjeta/stručnosti, zabrinutosti oko performansi/učinka, nepovjerenja/zabrinutosti oko „zele-

²⁶ No, iako postoje novi društveni izazovi i tržišta kapitala pokazuju povoljne uvjete za nove investicijske strategije, ulaganje s učinkom još je uvijek tržišna niša u većini razvijenih zemalja, s ograničenim dokazima o financijskoj uspješnosti (FASE, Ashoka & McKinsey, 2016).

²⁷ Pojedini autori (primjerice Jackson, 2013) ulaganje usmjereno društvenom učinku vide kao jedno od najkreativnijih područja i područja koja najviše obećavaju u pogledu inovativnog financiranja usmjerenog razvoju.

²⁸ Također Wilton (2021) drži, ako se ispune određeni uvjeti, da ulaganje s učinkom ima potencijal stimulirati proizvodnju i potrošnju dobara s pozitivnim društvenim i ekološkim učincima.

nog pranja“ (*green washing*) i rizika povrata. Vaccaro (2014) drži da javnost želi i trebala bi imati bolji pristup mogućnostima ulaganja s učinkom te da će to izgraditi raznolikije, otpornije i bolje informirano tržište.

Šire gledajući, postavlja se i pitanje koliko ulaganje s učinkom ima potencijal djelovati kao širi pokret kojim bi kapitalizam postao društveno inkluzivniji (Höchstädter & Scheck, 2015; Tekula & Andersen, 2019). Čini se da postoji apel za stavljanjem imperativa na učinak (OECD, 2019). Takvi etički pritisci također karakteriziraju društveno odgovorna i filantropska ulaganja. No naravno, postoji i upozorenje koju ističe EGSO (2014) što se tiče financiranja socijalnog sektora da ulaganje s društvenim učinkom ne bi trebalo zamijeniti javnu odgovornost nego nadopuniti druge izvore financiranja. Složeni društveni problemi često su ovisni o putu te imaju kao zadatosti neravnoteže u moći i privilegijama (Mollinger-Sahba et al., 2020) što može (a ne bi trebalo) biti zanemareno u perspektivi ulaganja s učinkom.

Postavlja se pitanje je li ulaganje s učinkom dio odgovora na postojeće probleme ili su potrebna radikalnija djelovanja na ekonomsko-socijalno-ekološki model odgovora na trenutačne i buduće izazove koji uključuje sinergiju ekonomskih, socijalnih i okolišnih politika i djelovanja (D'Alisa et al., 2016; Koch, Buch-Hansen & Fritz, 2017; Raworth, 2017), posebno imajući u vidu radikalna ulaganja u područje ekološke održivosti koja su potrebna za dolazak do neto nula emisija štetnih plinova koja bi mogla transformirati globalnu ekonomiju (McKinsey, 2021). Primjerice, GSG (2019, pozivajući se na druge relevantne izvore) navodi da je potrebno 2,5 bilijuna dolara godišnjeg financiranja i brojna inovativna rješenja za postizanje ciljeva održivog razvoja UN-a. Ta brojka jasno ističe potrebu za novom vrstom kapitala i ulaganja.

Završno, sagledavajući sam pojam u akademskom kontekstu, neki autori vide potrebu za daljnjom analizom i dekonstrukcijom pretpostavki koje okružuju ulaganje s učinkom i povezane koncepte te praktičnu konstrukciju nijansiranijeg i prilagodljivijeg pristupa premošćivanja društvenih inovacija s ekonomskim tržištima (Mollinger-Sahba et al., 2020). Europski gospodarski i socijalni odbor (EGSO, 2014) urgira da se ulaganje s učinkom ne definira ishitreno, nego da se utvrde njegova zajednička obilježja i prate kako će se ono razvijati u državama članicama. Agrawal i Hockerts (2021) naznačuju i neke smjerove razvoja istraživanja o ulaganju s učinkom vezane za institucionalnu okolinu, dionike, aktere i akcije, dubinske analize, odnose između organizacija, ishode i njihovo mjerenje. Daggers i Nicholls (2016) taj okvir vide u tri teme: segmentiranje područja, podaci i transparentnost te uloga vlade. To mogu biti i korisne

početne točke za planiranje istraživanja u hrvatskom kontekstu. Sa strane istraživanja, ulaganje s učinkom zahtijeva multidisciplinarni pristup (npr. ekonomija, pravo, sociologija, socijalna politika, okolišne znanosti) te nadilaženje sektorskih podjela i rada u samo jednoj domeni/sektoru. Dagers i Nicholls (2016) govore o potencijalnoj ulozi akademskog sektora koja može biti u suradnji i aktivnoj podršci razvoju sektora te doprinosu praksi, ali kritičkom sagledavanju razvoja ulaganja s učinkom. Stoga ovaj rad može biti i svojevrsni zagovor za uključivanje hrvatskog akademskog sektora u razmatranje ove teme.

6. Zaključak

Ulaganje s učinkom praksa je koja se pojavljuje, a čije se razumijevanje također razvija zadnjih godina. Dagers i Nicholls (2016) vide ulaganje s učinkom kao polje istraživanja u nastajanju za koje postoji interes, ali ne i jezgra ideja, teorije ili podataka, kako su akademski doprinosi raštrkani i različiti, te dolaze iz različitih perspektiva i pokrivaju različite teme.²⁹ Dagers (2020) naglašava da, iako još uvijek postoji i zbunjenost oko ulaganja s učinkom, ono raste, ali ne znamo točno što se sve računa kao ulaganje s učinkom. Situacija se dijelom mijenja (primjerice, vidjeti Agrawal & Hockerts, 2021), no još uvijek je područje koje se razvija u smislu konceptualizacije te istraženosti. Stoga rad daje doprinos njegovu razumijevanju kao globalno relativno nove teme, što posebno vrijedi u hrvatskoj akademskoj javnosti, ali i u praksi.

S druge strane, nesumnjivo je da ulaganje s učinkom dobiva na važnosti i raste po obujmu. Kao donekle disruptivni element, ulaganje s učinkom može biti podrška potrebi razmišljanja o novoj ekonomiji ili modernizaciji financijskog sustava. Neki vide da jezgra ulaganja s učinkom ima u fokusu određene potencijale transformacijske promjene³⁰ (Busch et al., 2021), no te transformacijske promjene daleko su od ostvarenja. Ako se želi usmjeriti ekonomiju prema stvaranju pozitivnog učinka na ljude i planet, tada ulaganje s učinkom neće biti dovoljno. Drži se da je potrebna reforma pravila koja reguliraju funkcioniranje ekonomije, pri čemu ulaganje s učin-

²⁹ Osim toga istraživanja i radovi su uglavnom dolazili iz malog broja anglosaksonskih zemalja, posebice Ujedinjenog Kraljevstva i SAD-a, Australije i Kanade (Michelucci, 2017)

³⁰ Neki razmatraju i kako može ulaganje s učinkom biti povezano s promjenama sistema (Godeke & Briaud, 2020).

kom može imati ulogu³¹ (Schwartz & Finighan, 2020). Cohen (2022) vidi mogućnosti preoblikovanja kapitalizma koji će učinak staviti u središte ekonomskog sustava.

Stoga praćenje razvoja ulaganja s učinkom, kao i njegovo istraživanje treba nastaviti u širem, ali i u hrvatskom kontekstu. Trenutno se u Hrvatskoj kao praksa stidljivo pojavljuje bez šire podrške politika ili prepoznavanja, stoga je pitanje kako će se i u kojim područjima profilirati u budućnosti. U radu se daju naznake nekih od mogućih prostora razvoja koncepta u hrvatskom kontekstu. Rad bi stoga mogao poslužiti za poticanje rasprave u hrvatskom kontekstu o tome koliko je koncept relevantan, može li se razvijati te je li to i u kojim područjima vrijedno. Time se stvara okvir za daljnja razmatranja, istraživanja i kritičko sagledavanje ulaganja s učinkom.

Literatura

- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2019). Impact investing strategy: Managing conflicts between impact investor and investee social enterprise. *Sustainability*, 11(15), 4117, <https://doi.org/10.3390/su11154117>
- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2021). Impact investing: Review and research agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 33(2), 153–181, <https://doi.org/10.1080/08276331.2018.1551457>
- Anđelić, J., Baturina, D., Bežovan, G., Ciglar, D., & Matančević, J. (2022). *B-WISE – WP1 – Country Fiche Croatia. Erasmus+ project B WISE. Research report*. B WISE: Brussels.
- Babić, Z., & Baturina, D. (2016). Koncept socijalnih investicija kao odgovor na krizu i nove izazove socijalne države: trendovi i perspektiva. *Revija za socijalnu politiku*, 23(1), 39–60, <https://doi.org/10.3935/rsp.v23i1.1280>
- Baturina, D. (13.12., 2016). *Utjecaj trećeg sektora na socio-ekonomski razvoj Republike Hrvatske* [doktorska disertacija]. Zagreb, Hrvatska: Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet.
- Baturina, D. (2019). The struggles of shaping social innovation environment in Croatia. *Annals for Istrian and Mediterranean Studies- Series Historia et Sociologia*. 29(2), 323–334.
- Baturina, D., Bežovan, G., & Matančević, J. (2019). Challenges of third sector development in Croatia. In M. Auferbauer, G. Berc, A. Heimgartner, Lj. Rihther, & R. Sundbay (Eds.), *Social development. Way to Understanding Society and*

³¹ Ono može, primjerice, otkrivati nove prilike za ulaganja, poticati filantropie da ciljaju više. Ali može biti i aspekt lobiranja za promjenu pravila te pritom biti glas koji potiče vlade da internaliziraju eksterne učinke i tako sva ulaganja pretvore u ulaganja s učinkom (Schwartz & Finighan, 2020).

- Practising Social Work* (str. 69–87). Zurich, Švicarska: LIT Verlag GmbH & Co. KG Wien.
- Baturina, D., & Babić, Z. (2021). *Socijalna ekonomija i socijalno poduzetništvo*. Zagreb, Hrvatska: Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet.
- Baturina, D. (7. listopada, 2022). *Utjecaj LAG-ova na održivi lokalni razvoj*. Izlaganje na skupu: Dugoročna vizija za ruralna područja EU-a – prema jačim, povezanim, otpornijim i naprednijim ruralnim područjima. Osijek, Hrvatska.
- Bežovan, G. (2019). Hrvatska socijalna politika u vremenu globalizacije i europeizacije. U: G. Bežovan, V. Puljiz, Z. Šućur, Z. Babić, I. Dobrotić, T. Matković, & S. Zrinščak, (Ur.), *Socijalna politika Hrvatske, II. Izdanje*. Zagreb, Hrvatska: Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet.
- Broz, T., & Švaljek, S. (2019). Mikrokozmos zadružnog gospodarstva: gdje i kako posluju hrvatske zadruge? *Sociologija i prostor*, 57(2), (214), 107–138, <https://doi.org/10.5673/sip.57.2.1>
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact Investing. Transforming How We Make Money While Making a Difference. *Innovations Technology Governance Globalization*, 6(3), 9–18, <https://doi.org/10.7312/columbia/9780231158633.003.0020>
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Kelin, Cl. Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Webber, O. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, (1), 33, <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Calderini, M., Chiodo, V., & Michelucci, F.V. (2018). The social impact investment race: Toward an interpretative framework. *European Business Review*, 30(1), 66–81, <https://doi.org/10.1108/EBR-10-2016-0134>
- Chiappini, H. (2017). *Social impact funds. Definition, assessment and performance*. London, UK: Palgrave Macmillan, <https://doi.org/10.1007/978-3-319-55260-6>
- Cimeša, M., & Pavlović, A. (2020). Razvoj hrvatskog transformacijskog sustava kao preduvjet provedbe ciljeva održivog razvoja. *Socijalna ekologija*, 29(2), 179–205, <https://doi.org/10.17234/SocEkol.29.2.2>
- Cohen, R. (2022). *Učinak: Preoblikovanje kapitalizma za pokretanje stvarnih promjena*. Zagreb, Hrvatska: Udruga Profesor Baltazar.
- Costa, E., & Pesci, C. (2016). Social impact measurement: why do stakeholders matter? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(1), 99–124, <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2014-0092>
- Daggers, J., & Nicholls, A. (2016). *The landscape of social impact investment research: Trends and opportunities*. New York, SAD: GIIN.
- Daggers, J. (2020). What is the value of impact investing? *International Review of Applied Economics*, 34(5), 687–691, <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1770411>
- Defourmy, J., & Nyssens, M. (2017). Fundamentals for an international typology of social enterprise models. *Voluntas*, 24(3), 2469–2497, <https://doi.org/10.1007/s11266-017-9884-7>
- Europski gospodarski i socijalni odbor (EGSO) (2014). *Mišljenje Europskog gospodarskog i socijalnog odbora o Ulaganjima s društvenim učinkom*. (2014/C 458/03).

- Europski parlament (2014). *Social impact bonds private finance that generates social returns*. Dostupno na [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2014/538223/EPRS_BRI\(2014\)538223_REV1_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2014/538223/EPRS_BRI(2014)538223_REV1_EN.pdf)
- Europska komisija (2019). *Komunikacija komisije. Europski zeleni plan*. Dostupno na <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019DC0640&from=EN>
- Europska komisija (2021). *Komunikacija komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija Dugoročna vizija za ruralna područja EU-a – do 2040. ostvariti jača, povezana, otporna i prosperitetna ruralna područja*. Dostupno na <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0345>
- Europska unija & Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD) (2015). *Policy brief on social impact measurement for social enterprises*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- Eurosif (2014). *European SRI Study*. Dostupno na <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-Study-2014.pdf>
- Eurostat (2022). *Total general government expenditure on social protection, 2020 (% of GDP)*. Dostupno na [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Total_general_government_expenditure_on_social_protection,_2020_\(%25_of_GDP\).png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Total_general_government_expenditure_on_social_protection,_2020_(%25_of_GDP).png)
- European Venture Philanthropy Association (EVPA) (2020). *The investing for impact toolkit*. Dostupno na https://www.evpa.ngo/sites/www.evpa.ngo/files/publications/EVPA_Investing_for_Impact_Toolkit_2020.pdf
- European Venture Philanthropy Association (EVPA) (2021). *The 2020 investing for impact survey*. Dostupno na <https://www.evpa.ngo/insights/2020-investing-impact-survey-snapshot-european-investors-impact>
- FASE, Ashoka, McKinsey (2016). *Achieving impact for impact investing. A road map for developed countries*. London, UK: FASE, Ashoka & McKinsey.
- Finance4change (2019). *D3.1.2. State of the art analysis of social investment markets in the Danube region*. Dostupno na <https://www.interreg-danube.eu/approved-projects/finance4socialchange>
- Fox, C., & Albertson, K. (2011). Payment by results and social impact bonds in the criminal justice sector: New challenges for the concept of evidence-based policy? *Criminology & Criminal Justice*, 11(5), 395–413, <https://doi.org/10.1177/1748895811415580>
- Fritz, T. M., & von Schnurbein, G. (2015). *Mission investing in Europe – A meta-analysis*. CEPS working paper series, No. 5. Basel, Švicarska: CEPS.
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). *Investing for social and environmental impact*. New York, SAD: Monitor Institute.
- Global impact investing network (GIIN) (2013). *Perspectives on progress: The impact investor survey*. New York, SAD: GIIN and Rockefeller foundation.
- Global impact investing network (GIIN) (2019). *Annual impact investor survey webfile*. New York, SAD: GIIN and Rockefeller foundation.

- Global impact investing network (GIIN) (2020.) *Annual impact investor survey*. New York, SAD: GIIN and Rockefeller foundation.
- Global impact investing network (GIIN) (2022). *GIINsight: Sizing the impact investing market 2022*. New York, SAD: GIIN and Rockefeller foundation.
- Godeke, S., & Briaud, P. (2020). *Impact investing handbook – An implementation guide for practitioners*. New York, SAD: Rockefeller Philanthropy Advisors.
- Golka, P. (2019) *Financialization as welfare. Social impact investing and British social policy, 1997–2016*. Cham, Švicarska: Springer, https://doi.org/10.1007/978-3-030-06100-5_6
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2021). *Global sustainable investment review 2020*. London, UK. Dostupno na <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Global Steering Group (GSG) (2019). *Investing for a better world: Strengthening the financial services value chain to meet the sustainable development goals*. London, UK. Dostupno na <https://gsgii.org/reports/investing-for-a-better-world/>
- Hand, D., Sunderji, S., Nova, N., & De, I. (2021). *Impact investing decision-making: Insights on financial performance*. New York, SAD: GIIN.
- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) (2021). *Smjernice o uređenim sustavima za prikupljanje kapitala*. Zagreb, Hrvatska: HANFA.
- Höchstädter A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing. Understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475.
- Hummels, H. (2016). Impact investment. The emergence of new beacon in investing? U: V. Vecchi, L. Balbo, M. Brusoni & S. Caselli (Eds.), *Principles and practice of impact investing a catalytic revolution* (str. 1–25). Sheffield, UK: Greenleaf publishing limited.
- International Capital Market Association (ICMA) (2022). *Green bond principles: Voluntary process guidelines for issuing green bonds*. Dostupno na https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf
- International Finance Corporation (IFC) (2021). *Investing for impact. The global impact investing market 2020*. Dostupno na <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2021/impact-investing-market-2020>
- Islam, S. M., & Scott, T. (2021). Current demand and supply of impact investments across different geographic regions, sectors, and stages of business: Match or mismatch? *Australian Journal of Management*, 03128962211053411, <https://doi.org/10.1177/03128962211053411>
- Jackson, E. T. (2013). Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 95–110, <https://doi.org/10.1080/20430795.2013.776257>
- Kadunc, M., Singer, S., & Petričević, T. (2014). *A map of social enterprises and their eco-systems in Europe Country Report: Croatia*, Brussels, European Union.
- Koch, M., Buch-Hansen, H., & Fritz, M. (2017) Shifting priorities in degrowth research: An argument for the centrality of human needs. *Ecological Economics*, 138, 74–81, <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.03.035>

- KPMG (2019). *The numbers that are changing the world. Revealing the growing appetite for responsible investing*. Dostupno na <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2019/10/ie-numbers-that-are-changing-the-world.pdf>
- Kundid, A. (2012). Društveno odgovorno poslovanje banaka u Republici Grvatskoj. *Ekonomika misao i praksa*, 21(2), 497–528.
- Lietaert, M. (2010) Cohousing's relevance to degrowth theories. *Journal of Cleaner Production*, 18(6), 576–580, <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2009.11.016>
- Lowry, W., Humphreys, H., Nguyen, Q., & Schwartz, R. (2019). *Impact investment: After 15 years of hype, what has actually changed?* London, UK: ClearlySo.
- Marković, L., Baturina, D., & Babić, Z. (2017). Socijalna poduzeća za radnu integraciju (WISE) u postsocijalističkim zemljama. *Hrvatska revija za rehabilitacijska istraživanja*, 53(1), 139–158, <https://doi.org/10.31299/hrri.53.1.11>
- Matešić, M. (2020). Eko-inovacije za održivi razvoj. *Socijalna ekologija*, 29(2), 153–177, <https://doi.org/10.17234/SocEkol.29.2.1>
- McKinsey (2021). *The net-zero transition: What it would cost, what it could bring*. New York, SAD: McKinsey.
- Michelucci, F. V. (2017). Social impact investments: Does an alternative to the Anglo-Saxon paradigm exist? *Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 28(6), 2683–2706. <http://www.jstor.org/stable/44668909>, <https://doi.org/10.1007/s11266-016-9783-3>
- Ministarstvopoljoprivrede(2020).*Programruralnograzvoja2014.–2020.godine*. Dostupno na https://ruralnirazvoj.hr/files/Programme_2014HR06RDNP001_11_1_hr.pdf
- Mollinger-Sahba, A., Flatau, P., Schepis, D., & Purchase, S. (2020). New development: Complexity and rhetoric in social impact investment. *Public Money and Management*, 40(3), 250–254, <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1714318>
- Moore, M-L., Westley, F.R., & Nicholls, A. (2012). The social finance and social innovation nexus. *Journal of Social Entrepreneurship*, 3(2), 115–132, <https://doi.org/10.1080/19420676.2012.725824>
- Morgan, J. P. (2010). *Impact investments: An emerging asset class*. New York, SAD: JP Morgan and GIIN.
- Mulgan, G., Reeder, N., Aylott, M., & Bo'sher, L. (2010). *Social impact investment: The challenge and opportunity of Social Impact Bonds*. London, UK: The Young Foundation.
- Nicholls, A., Paton, R., & Emerson, J. (2015.a). *Social finance*. Oxford, UK: Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198703761.001.0001>
- Nicholls, A., Nicholls, J., & Paton, R. (2015.b). Measuring social impact. U: A. Nicholls, R. Paton & J. Emerson (Eds.), *Social Finance* (str. 253–281). Oxford, UK: Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198703761.001.0001>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2015). *Social impact investment. Building an evidence base*. Dostupno na <https://read.oecd-ili->

- brary.org/finance-and-investment/social-impact-investment_9789264233430-en#page1
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2019). *Social impact investment*. Dostupno na https://read.oecd-ilibrary.org/development/social-impact-investment-2019_9789264311299-en
- Oleksiak, A., Nicholls, A., & Emerson, J. (2015). Impact investing A market in evolution. U: A. Nicholls, R. Paton, & J. Emerson (Eds.), *Social finance* (str. 207–250). Oxford, UK: Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198703761.001.0001>
- OXFAM Discussion Papers (2017). *Impact investing: Who are we serving? A case of mismatch between supply and demand*. Cowley, Oxford: Oxfam GB.
- Pekanoval Starčević, D., Mijoč, I., & Mijoč, J. (2016). Does it pay off to be socially responsible? Empirical and accounting evidence from listed companies. *Ekonomski pregled*, 67(4), 283–305. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/167851>
- Puljiz, V. (2019). Mirovinski sustav. U: G. Bežovan, V. Puljiz, Z. Šučur, Z. Babić, I. Dobrotić, T. Matković, & S. Zrinščak (Ur.), *Socijalna politika Hrvatske II. izdanje* (str. 109–158). Zagreb, Hrvatska: Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet.
- Raworth (2017). *Doughnut economics: Seven ways to think like a 21st-century economist*. New York, SAD: Random House.
- Rizzello, A., Migliazza, M. C., Care, R., & Trotta, A. (2016). Social impact investing: A model and Research Agenda. U: O. Weber (Ed.), *Routledge handbook of social and sustainable finance* (str. 102–124). Oxford, UK: Routledge.
- Schrötgens, J., & Boenigk, S. (2017). Social impact investment behavior in the nonprofit sector: First insights from an online survey experiment. *Voluntas* 28, 2658–2682, <https://doi.org/10.1007/s11266-017-9886-5>
- Schwartz, A., & Finighan, R. (2020). Impact investing won't save capitalism. *Harvard business review*. Dostupno na <https://hbr.org/2020/07/impact-investing-wont-save-capitalism>
- Social Impact Investment Task Force (SIIT) (2014). *Impact investment: The invisible heart of markets. Harnessing the power of entrepreneurship, innovation and capital for public good*. London, UK: Global Steering Group for Impact Investment.
- Spiess-Knafl, W., & Scheck, B. (2017). *Impact investing. Instruments, mechanisms and actors*. London, UK: Palgrave Macmillan, <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66556-6>
- Then, V., Schober, C., Rauscher, O., & Kehl, K. (2017). *Social return on investment analysis measuring the impact of social investment*. London, UK: Palgrave.
- Tekula, R., & Andersen, K. (2019). The role of government, nonprofit, and private facilitation of the impact investing marketplace. *Public Performance & Management Review*, 42(2), 142–161, <https://doi.org/10.1080/15309576.2018.1495656>
- Vaccaro, J. (2014). *Impact investing for everyone: A blueprint for retail impact investing. Report produced for the social impact investment taskforce, established by the G8*. Nizozemska: Triodos Bank.
- Vidović, D. (2007., 2012). *Socijalno poduzetništvo u Hrvatskoj* [doktorska disertacija]. Zagreb, Hrvatska: Sveučilište u Zagrebu, Filozofski fakultet.

- Vidović, D. (2019). *Social enterprises and their ecosystems in Europe: Country report – Croatia*. Luxembourg, Publications Office of European Union: European Union.
- Vlada RH (2015). *Strategija razvoja društvenog poduzetništva u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2015. do 2020. godine*. Dostupno na <https://www.esf.hr/wordpress/wp-content/uploads/2015/02/Strategija-razvoja-dru%C5%A1tvenog-poduzetni%C5%A1tva-u-RH-za-razdoblje-2015-2020.pdf>
- Vlada RH (2020). Nacionalna razvojna strategija. Dostupno na <https://hrvatska2030.hr/wp-content/uploads/2021/02/Nacionalna-razvojna-strategija-RH-do-2030.-godine.pdf>
- Vrdoljak Raguž, I., & Hazdovac, K. (2014). Društveno odgovorno poslovanje i hrvatska gospodarska praksa. *Oeconomica Jadertina*, 4(1), 40–58, <https://doi.org/10.15291/oec.273>
- Viviani, J-L., & Maurel, C. (2019). Performance of impact investing: A value creation approach. *Research in International Business and Finance*, 47, 31–39, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.01.001>
- Wilton, D. (2021). Impact investing – A sleeping radical? U: A. Richards & J. Nicholls (Eds.), *Generation Impact* (str. 97–114). Bingley, UK: Emerald Publishing Limited, 97114. <https://doi.org/10.1108/978-1-78973-929-920200010>
- WYG savjetovanje (2021). *Vrednovanje djelotvornosti, učinkovitosti i učinka operativnog programa učinkoviti ljudski potencijali 2014.–2020. Grupa 7: Vrednovanje društvenog poduzetništva. Završno izvješće o provedenom vrednovanju*. Zagreb, Hrvatska: WYG savjetovanje.

EMERGING SPACES: IMPACT INVESTING

Summary

Impact investing is a newly emerging practice that represents the idea that one can invest with a financial return and at the same time achieve a social impact. Impact investing has been gaining importance and growing in volume in the last few years, but research has not kept pace with the growing interest of practitioners. Therefore, this paper, in the context of the emergence of impact investing and the initial stages of development of the field in the Croatian context, aims to facilitate better understanding of the field through several aspects. The paper presents the trends that may have led to the emergence of impact investing and an overview of the path to its emergence. It also offers definitions of impact investment. In addition, the paper provides an overview of impact investing characteristics through different aspects such as impact-seeking purchasers, impact-driven organisations, different existing forms of financing, channels and sources of cap-

ital, and impact measurement. An additional aspect of the paper is a review of the current state and potential of impact investing as a field under development in the Croatian context. The paper tries to assess the potential of such a way of investing in the wider social sphere and the future development of practice, but also the directions of impact investing research.

Keywords: *investing, impact investing, social impact, impact measurement, social change*