

Dr. sc. Josip Visković¹
Dora Kezić, mag. oec.²

PROCJENA SPREMNOSTI DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE FONDovima NA PRIMJENU ESG KRITERIJA U INVESTICIJSKIM STRATEGIJAMA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Pregledni rad / Review paper

UDK / UDC: 336.74(497.5)

DOI: 10.51650/ezrvs.19.1-2.13

Primljeno / Received: 17/02/2025

Prihvaćeno / Accepted: 15/04/2025

Svijest o utjecaju poslovnih aktivnosti na okoliš i društvo postaje sve značajnija u suvremenom poslovnom okruženju, dok strategije upravljanja koje uključuju ekološke, socijalne i upravljačke (ESG) kriterije sve više dobivaju na važnosti kao ključni čimbenici dugoročnog uspjeha. Svrha i cilj ovog rada jest teorijski i empirijski istražiti stavove ključnih upravitelja društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj o integraciji ESG kriterija u investicijske strategije, s ciljem definiranja njihove predanosti ulaganju u ESG fondove, podataka koje koriste pri donošenju investicijskih odluka, kao i očekivanjima o performansama takvih ulaganja. Korištenjem anketnog upitnika provedenog među menadžerima investicijskih fondova, ovaj rad doprinosi boljem razumijevanju trenutačne razine spremnosti i izazova s kojima se društva suočavaju u integraciji ESG kriterija u investicijske strategije. Ključni nalazi ukazuju da su društva za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj spremna, ali umjereno predana integraciji ESG kriterija, koja je primarno uvjetovana nametnutom regulativom. Pri tome odlukama ne pristupaju holistički, već naglasak stavljaju na okolišne aspekte strategije. Kao glavni izazov u korištenju primarnih podataka identificirana je vremenska neefikasnost, a u određenoj mjeri istaknuti su i dostupnost podataka te standardizacija i usporedivost. Upravo zbog toga većina društava temelji svoje odluke o ulaganju u ESG fondove na analizama provedenim na razini sektora ili pojedinih kompanija, pri čemu neki koriste modele ESG rejting agencija koje su ponekad upitne zbog svoje netransparentnosti. Konačno, ESG fondovi su još uvijek relativno novi na hrvatskom tržištu i trenutačno ne ostvaruju značajne financijske prinose, zbog čega je prisutna određena skeptičnost u pogledu njihovih dugoročnih financijskih performansi u odnosu na klasične fondove.

Ključne riječi: ESG kriteriji; održivo ulaganje; društva za upravljanje fondovima; investicijska strategija; Republika Hrvatska.

¹ Redoviti profesor; Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Cvite Fiskovića 5, 21 000 Split, Republika Hrvatska; e-mail: jviskovi@efst.hr

² Specijalist internih kontrola, Ledo Plus d.o.o., Marijana Čavića 1, 10 000 Zagreb, Republika Hrvatska; e-mail: dora-kezevic2505@gmail.com

^{*} Potpuni rezultati anketnog istraživanja dostupni su na zahtjev.

1. Uvod

Pariški sporazum iz 2015. godine označio je globalni iskorak u smanjenju utjecaja čovjeka na okoliš, s posebnim naglaskom na usklađivanje financijskih tokova prema niskim emisijama stakleničkih plinova. U veljači 2024. godine Europsko vijeće i Europski parlament postigli su dogovor o Uredbi o ESG rejtingu, čime se povećava povjerenje ulagatelja u održive proizvode. Prema novim pravilima, pružatelji ESG rejtinga moraju dobiti odobrenje za rad i zadovoljiti standarde transparentnosti pod nadzorom Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (engl. European Securities and Markets Authority - ESMA) (Europsko Vijeće, 2024).

ESG ulaganje, koje uključuje okolišne, društvene i upravljačke čimbenike (engl. Environmental, Social, Governance), relativno je nov pojam u Hrvatskoj, dok je na globalnoj razini doživio veliki rast u posljednjem desetljeću. Ključna EU Direktiva iz 2021. godine definira kako ulaganja u održivo poslovanje trebaju uzeti u obzir ESG čimbenike, što postaje obveza za upravitelje fondova. Naime, Društva za upravljanje fondovima u svim državama članicama EU u obvezi su voditi računa o rizicima održivosti što uključuje i definiranje ESG pokazatelja i provođenje ESG analize kao sredstva pomoću kojeg se tvrtke mogu ocjenjivati s obzirom na širok raspon društveno poželjnih ciljeva (Bergman i sur., 2020). Hrvatski regulatorni okvir, poput Zakona o provedbi Uredbe (EU) 2019/2088, integrirao je te smjernice, zahtijevajući veću transparentnost u politikama upravljanja fondovima. Usprkos ovim pomacima, i dalje postoje izazovi u razumijevanju i provedbi ESG kriterija, osobito u procesima, politikama, procjenama rizika i analizama ulaganja u financijskom sektoru.

Istraživanja u svijetu pokazuju rastuću svijest o ESG-u među upraviteljima fondova. Prema Kirbyu (2022), istraživanje provedeno među 22 tvrtke koje se bave ulaganjem u investicijske fondove, pokazalo je da 77% ispitanika teži da ih se percipira kao buduće tržišne lidere u ESG-u, dok 83% koristi definicije iz Uredbe o održivom financiranju. Istraživanje Russell Investments (2023) naglasilo je klimatski rizik kao glavnu brigu klijenata fondova te povećani fokus na regulatorne standarde i društvena pitanja, uključujući raznolikost na radnom mjestu. Przychodzen i sur. (2016) istaknuli su kako ESG dobiva na važnosti u donošenju odluka o kratkoročnim ulaganjima. Dodatno su istaknuli kako bihevioralni faktori, poput horizonta ulaganja ili sklonosti riziku, imaju više utjecaja na odluke o ulaganju nego objektivne karakteristike poput dobi, obrazovanja ili profesionalnog iskustva. Navedena istraživanja ukazuju na snažnu predanost ESG kriterijima kao obvezi, a ne samo opciji, te da se kompanije sve više usmjeravaju na holistički pristup upravljanju koji obuhvaća okolišne, društvene i upravljačke aspekte.

Prema istraživanju HANFA-e (2021) o implementaciji ESG politika u financijskim institucijama Republike Hrvatske, banke prednjače s oko 65% implementacije, dok više od 25% banaka planira uvođenje tih politika. Otprilike 50% nefinancijskih poduzeća i upravitelja imovinom već implementira ESG politike, dok 40% upravitelja i 20% nefinancijskih poduzeća to planira. Analizom izvješća društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom utvrđeno je da 33% tih društava (3 od 9) nema na svojim internetskim stranicama javno objavljen dokument o ESG politici, što znači da šest društava ima implementiranu i javno dostupnu ESG politiku. Većina tih društava dio je većih europskih ili globalnih grupacija, koje objavljuju ESG izvješća na razini grupe. Istraživanje HANFE jedino je takvo

provedeno na području Republike Hrvatske. Stoga je cilj ovog rada, uz davanje pregleda osnovne regulative vezane uz ESG kriterije na razini EU, anketnim upitnikom, istražiti stavove ključnih upravitelja/menadžera društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj o njihovoj informiranosti i spremnosti ulaganju u ESG fondove, te kako percipiraju regulativu i implementaciju ESG kriterija u svoje procese. Dodatna pažnja posvetit će se izazovima s kojima se susreću, vrstama analiza koje koriste te njihovim očekivanjima vezanima uz financijske performanse ESG fondova.

Na tom tragu u radu će se analizirati tri hipoteze. Prva hipoteza polazi od pretpostavke da su upravitelji fondova adekvatno informirani o ESG kriterijima, da ih u potpunosti razumiju te da u svoje ESG fondove uključuju one tvrtke koje udovoljavaju spomenute kriterije. Nadalje, pretpostavlja se kako su upravitelji fondova spremni i istinski predani integraciji sva tri aspekta ESG politika (okolišnog, društvenog i upravljačkog) u svoje investicijske strategije. Uz spomenuto utvrdit će se i koji su glavni izazovi s kojima se susreću u implementaciji. Istraživanja ukazuju da su europski investitori predani društveno odgovornom ulaganju (Barber i sur., 2020; Dyck i sur., 2019; Amel-Zahed i Serafeim, 2018), kao i to da više od tri četvrtine ispitanika želi postati liderima u ESG poslovanju (Kirby, 2022). Konačno, upravitelji fondova smatraju da usklađivanje ESG kriterija zahtijeva integraciju svih aspekata upravljanja – okolišni, društveni i upravljački (Russell Investments, 2023).

Velike investicijske tvrtke razvile su interne modele ocjenjivanja ESG-a, dok manja društva ovise o ESG rejting agencijama. Na tom tragu druga hipoteza tvrdi da upravitelji fondova prednost daju vanjskim modelima ocjenjivanja, pri čemu preferiraju sektorske/kompanijske analize, u odnosu na primarne podatke. Konzultantske tvrtke i agencije za ocjenjivanje često razvijaju i distribuiraju ESG modele prilagođene specifičnim obilježjima različitih zemalja i industrijskih sektora (Park i Jang, 2021). Nadalje van Duuren i sur. (2016) pokazali su da ESG ulaganje uključuje razmatranje i širokog spektra nefinancijskih pokazatelja uspješnosti. Što se tiče strategija ulaganja fondovi se koriste različitim strategijama poput negativnog screeninga (isključivanje tvrtki) (McKinsey & Company, 2017), pozitivnog screeninga (fokus na najbolje tvrtke), ulaganja u najbolje tvrtke u screening poolu, aktivizma i angažmana s upravama kompanija (Broccardo i sur., 2022).

Treća hipoteza istražuje tvrdnju da integracija ESG kriterija vodi boljim financijskim performansama. Naime, sve više investitora prepoznaje potencijal ESG ulaganja za ostvarivanje povrata koji premašuju one tradicionalnih ulaganja (Nilsson, 2008; Wu i sur., 2017). Prema rezultatima Galema i sur. (2008), dionice tvrtki koje zadovoljavaju ESG kriterije mogu imati više cijene u odnosu na dionice tvrtki isključenih iz portfelja zbog negativnih etičkih pitanja (npr. tvrtke koje proizvode alkohol ili duhan ili nude igre na sreću), što potencijalno poboljšava performanse fondova. Nadalje, ulaganja u projekte s pozitivnim neto sadašnjim vrijednostima i vanjskim učincima, poput zdravijeg okruženja ili veće društvene kohezije, mogu povećati cijene dionica i poboljšati rezultate ESG fonda (Renneboog i sur., 2008). Međutim, kada ključni upravitelji ESG portfelja nastoje unaprijediti financijske i društvene ciljeve, može doći do ograničavanja mogućnosti ostvarivanja visokih povrata prilagođenih riziku te povećanja troškova društava za upravljanje fondovima. Dodatno, kontroverze se javljaju kod ulaganja koja balansiraju financijske i negativne društvene učinke poput onečišćenja. Tako ESG fondovi koji isključuju zagađivače mogu ostvariti slabije financijske rezultate (barem kratkoročno).

Spomenuta istraživanja ukazuju na rastuću uključenost i spremnost upravitelja fondova za ESG ulaganja. Međutim, nedostatak istraživanja u Hrvatskoj predstavlja prazninu u razumijevanju stavova i praksi vezanih uz ESG fondove u Hrvatskoj. Stoga ovaj rad ima za cilj popuniti tu prazninu analizom informiranosti, izazova i očekivanja domaćih upravitelja fondova. Ostatak članka organiziran je na sljedeći način. Drugo poglavlje rada daje pregled osnovne regulative vezane uz ESG kriterije na razini EU. Treće poglavlje daje prikaz dosadašnjih istraživanja o spomenutoj temi. U četvrtom dijelu objašnjena je metodologija istraživanja te su prezentirani i diskutirani dobiveni rezultati. Konačno, peti dio sadrži zaključne napomene.

2. ESG strategija - regulatorni okvir

Na Konferenciji Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama (COP21) u Parizu 12. prosinca 2015. godine, postignut je značajan sporazum o borbi protiv klimatskih promjena. Središnji cilj Pariškog sporazuma je ograničiti globalni porast temperature na znatno ispod 2 °C u odnosu na predindustrijske razine, uz nastojanja da se porast dodatno ograniči na 1,5 °C. Također, cilj je povećati sposobnost zemalja u nošenju s klimatskim promjenama te prilagoditi financijske tokove ulaganjima s niskim emisijama stakleničkih plinova. Zbog svega navedenog, Pariški sporazum je potaknuo globalni financijski sektor, regulatore i financijske institucije u određivanju transparentnog okvira koji će omogućiti svim akterima na financijskom tržištu poslovanje sukladno globalnim ciljevima održivosti (United Nations, 2023a; United Nations, 2023b). Regulatorni okvir EU o održivom financiranju uključuje Regulativu o izvještavanju o održivom financiranju (engl. Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR), Uredbu o EU Taksonomiji, Direktivu o korporativnom izvještavanju o održivosti (CSRD) te Regulativu o ESG rejtingu. Dodatno, pregovara se o Direktivi o održivoj dubinskoj analizi poduzeća i predloženoj Uredbi o transparentnosti ESG aktivnosti.

Regulativa SFDR odnosno Uredba (EU) 2019/2088 na snazi je od 2021. godine i uređuje zahtjeve za objavljivanje informacija o održivosti za sudionike na financijskim tržištima, uključujući investicijske tvrtke i financijske konzultante. SFDR (2019) zahtijeva javno objavljivanje politika o integraciji rizika održivosti u investicijske odluke te izjava o utjecaju tih odluka na čimbenike održivosti. Spaans i sur. (2024) istražili su učinke obveznog objavljivanja podataka o održivom financiranju na tokove novca i investicijsko ponašanje uzajamnih fondova. Autori su pokazali kako mali ulagači (engl. retail) pozitivno reagiraju na oznake održivosti fondova, dok veliki ulagači (engl. institutional) koriste sofisticiranija mjerila, iz čega proizlazi da veliki ulagači slabije reagiraju na definirane oznake SFDR. U konačnici su autori ukazali da SFDR potiče upravitelje fondova na smanjenje emisija ugljika i povećanje ESG ocjena. Međutim, SFDR ima određene nedostatke i ograničenja, koja se među ostalim odnose na nedostatak odgovornosti i stroge zahtjeve za ograničavanje štete povezane s odlukama o ulaganju, korištenje teško mjerljivih definicija i ciljeva za održivu izvedbu investicija, kao što su angažman, politike dubinske analize i investicijske strategije, što dodatno komplicira procjenu ulagača. Naposljetku, složene i široke definicije ključnih pojmova SFDR-a omogućuju prostor za poticanje *greenwashinga* (Becker i sur., 2021). SFDR je uveden uz Uredbu EU o Taksonomiji i Uredbu o referentnim vrijednostima niskih emisija ugljika, kao dio EU Akcijskog plana za održivo financiranje.

Uredba EU o taksonomiji (2020) ključni je alat za transparentnost tržišta, usmjeravajući ulaganja u aktivnosti koje podržavaju ciljeve Europskog zelenog plana. Postavlja kriterije za gospodarske aktivnosti usklađene s ciljevima neto nulte emisije do 2050. godine (Europska komisija, 2024). Postoje četiri glavna kriterija: (i) aktivnost mora doprinositi barem jednom od šest definiranih okolišno održivih ciljeva (npr. ublažavanje klimatskih promjena, prijelaz na kružno gospodarstvo); (ii) aktivnost ne smije značajno štetiti nijednom od ciljeva; (iii) mora poštovati minimalne zahtjeve za socijalne standarde te (iv) tehnički standardi provjere moraju biti zadovoljeni. Sama Uredba EU o taksonomiji uključuje tri skupine obveznih korisnika: EU i njezine države članice, sudionike na financijskim tržištima koji nude financijske proizvode i određene velike tvrtke. Samim time, manje tvrtke, koje same ne mogu prikupiti i objaviti potpune podatke, biti će izostavljene iz razmatranja sudionika na financijskom tržištu za određene financijske proizvode. U drugim slučajevima, sudionici na financijskom tržištu morat će se osloniti na vlastite podatke i/ili pružatelje podataka treće strane, kao što su rejting agencije. Također je važno istaknuti kako okolišna održivost nije u potpunosti mjerljiva. Mjere okolišne održivosti odražavaju trenutno stanje okruženja, no ne uzimaju u obzir stanje okruženja u tranziciji. Taj problem je, u slučaju Uredbe, riješen obveznim objavljivanjem kvalitativnih, ne kvantitativnih informacija o održivosti (Och, 2020.)

Međutim, postoje određeni izazovi u pogledu dostupnosti ESG podataka, nepostojanja taksonomije za sve ESG aspekte i potencijala za *greenwashing*. Jedan od problema je i pridavanje veće važnosti okolišnom aspektu ESG kriterija. No, iako Uredba o taksonomiji predstavlja ključan alat za usmjeravanje okolišnih ulaganja, istaknuto je kako društveni i upravljački aspekti ESG kriterija nisu dovoljno zasebno definirani. Uredba postavlja tek minimalne zahtjeve za društvene standarde, dok upravljački aspekti ostaju tek rubno obuhvaćeni. Time se u praksi često zanemaruju važna pitanja poput poštivanja ljudskih prava, raznolikosti i uključivosti, radnih uvjeta, jednakosti plaća, poslovne etike i transparentnosti korporativnog upravljanja (Europska Komisija, 2020).

Regulativa o korporativnom izvještavanju o održivosti (CSRD), uvedena kao odgovor na nedostatke prethodnih okvira, značajno proširuje zahtjeve za objavom upravo društvenih i upravljačkih podataka. Uz okolišne informacije, društva su obvezna objaviti informacije o radnim uvjetima, ravnopravnosti, ljudskim pravima te ulozi i strukturi upravljačkih tijela u vezi s održivošću, čime se potiče integracija sva tri ESG stupa u korporativno odlučivanje (Europska Komisija, 2023). Od 1. siječnja 2024. godine njezina primjena obvezna je za sve velike europske tvrtke s preko 500 zaposlenih, kao i za srednje i male tvrtke, osim mikro poduzeća. Redovita godišnja izvješća, koja u digitalnom obliku sastavljaju društva, među ostalim obuhvaćaju informacije o klimatskim rizicima i planovima prilagodbe istima; uvjetima rada, ravnopravnosti, nediskriminacije i ljudskim pravima te ulozi upravljačkih tijela u pitanjima održivosti te postojanju politika tvrtke za poticanje članova tih tijela da se usredotoče na održivost i informacijama o internoj kontroli tvrtke i sustavima upravljanja rizicima u vezi s postupkom izvješćivanja o održivosti (Odobaša i Marošević, 2023).

Kao odgovor na probleme poput sukoba interesa i nedostatka transparentnosti, kao i točnosti metodologija ocjenjivanja ESG kriterija te nedostatak jasnoće terminologije i rada ESG rejting agencija, predložena je Regulativa o ESG rejtingu (2023) za poboljšanje pouzdanosti, usporedivosti i transparentnosti ESG ocjena. Cilj joj je povećati jasnoću metodologija,

sprječiti sukobe interesa i osigurati veće povjerenje na tržištu odnosno, konkretnije, cilj je poboljšati kvalitetu informacija o ESG ocjenama, poboljšanjem transparentnosti karakteristika i metodologija ESG ocjena i osiguranjem veće jasnoće u radu pružatelja ESG ocjena i sprječavanjem rizika sukoba interesa na razini pružatelja ESG rejtinga (Europska Komisija, 2024). Učinkovitost regulatornog okvira za održivi razvoj financijskog okruženja zahtijeva suradnju između države, vlade, organizacija, poduzeća i pojedinaca na financijskom tržištu. Potrebno je da financijski akteri implementiraju strategiju koja u ravnoteži ima sve aspekte ESG strategije definirane globalnim, točnije EU regulatornim okvirom, što podrazumijeva okolišno, društveno i upravljačko blagostanje financijskog tržišta zemlje.

U cilju usklađivanja regulatornih zahtjeva s praksom izvještavanja, uloga ESG kriterija postaje izuzetno važna. Svjetska inicijativa za izvještavanje (eng. Global Reporting Initiative - GRI) najpotpunije obuhvaća društvene teme kroz standarde kao što su GRI 401–419 (radni odnosi, zdravlje i sigurnost, ljudska prava, raznolikost, zajednice), dok GRI 102 obuhvaća upravljačke strukture i etičke mehanizme (GRI, 2021). S druge strane, Odbor za održive standarde u računovodstvu (eng. Sustainability Accounting Standards Board – SASB) omogućuje industrijski specifičan uvid u materijalne društvene i upravljačke rizike relevantne za investitore, posebno u kontekstu američkog tržišta i nadolazećih zahtjeva američke Komisije za vrijednosne papire (SASB, 2022).

3. Pregled dosadašnjih istraživanja o primjeni ESG strategija u društvima za upravljanje fondovima

S porastom svijesti o utjecaju na okoliš i društvo, svi akteri, a posebno velike korporacije trebaju preispitati svoje aktivnosti i strategije upravljanja. ESG strategije upravljanja imaju za cilj stvaranje otpornijih financijskih tržišta, održivi razvoj te povećanje povjerenja u financijske institucije (World Bank Group, 2017). Istraživanja (Barber i sur., 2020; Dyck i sur., 2019; Amel-Zahed i Serafeim, 2018) upućuju na značajnu predanost europskih investitora društveno odgovornom ulaganju, kao i na njihov snažniji utjecaj na implementaciju ESG politika unutar korporacija u usporedbi s investitorima iz Sjedinjenih Američkih Država i drugih regija. U europskom kontekstu, ciljevi održivog razvoja zauzimaju središnju poziciju među investicijskim prioritetima koje promoviraju vlade i regulatorna tijela. Prema Liu i sur. (2023), investitori preferiraju kompanije koje integriraju brigu o okolišu u svoje misije, vizije i strateške ciljeve. Takvim pristupom, tvrtke demonstriraju društvenu odgovornost i dosljednost etičkim načelima, što dodatno privlači pažnju investitora koji teže održivim i odgovornim praksama. No snažna posvećenost investicijskih društava održivim praksama često ostaje na razini deklaracija, istaknutih na web stranicama i marketinškim materijalima, s ciljem privlačenja investitora. Takva deklarativna predanost stvara očekivanja da će odgovorni investitori utjecati na promjenu ESG politika svojih tvrtki. Međutim, istraživanja pokazuju da društveno odgovorni ulagači često zanemaruju ESG kriterije pri odabiru ulaganja (Kim i Yoon, 2023) te ne realiziraju obećanja o ekološkom i društvenom angažmanu (Raghunandan i Rajgopal, 2022). Iz spomenutog proizlazi da je spremnost ulaganja prema ESG kriterijima više deklarativne nego stvarne naravi.

Dosadašnja istraživanja o metodama prikupljanja ESG podataka su ograničena. Većina velikih investicijskih tvrtki, poput BlackRocka i Morgan Stanleya, razvila je interne modele ocjenjivanja ESG-a, dok manja društva ovise o ESG rejting agencijama. Međutim, korištenje rejting agencija za određivanje ESG ocjena poduzeća pokazalo se ponekad netransparentnim. Agencije nude samo informacije koje tvrtke same izvještavaju, što ne smanjuje asimetriju u distribuciji ESG podataka. Stoga bi dionici, upravitelji fondova, investitori i istraživači trebali biti oprezni pri korištenju ESG ocjena agencija jer to može dovesti do pogrešne raspodjele investicijskih sredstava, temeljenih na "idiličnom" prikazu ESG ponašanja tvrtki (Drempetić i sur., 2020). ESG rezultati ovise o veličini tvrtke, koja je ključna za dostupnost podataka i resursa potrebnih za generiranje ESG informacija. Istraživanja sugeriraju da bi tvrtke trebale uložiti u pouzdane interne ESG scoring modele, umjesto da se oslanjaju samo na ocjene agencija. Korištenje internih ESG modela, s druge strane, izaziva probleme u pogledu generalizacije, usporedivosti i kontinuiteta podataka među tvrtkama. Konzultantske tvrtke i rejting agencije često distribuiraju ESG modele koji uzimaju u obzir specifične karakteristike pojedinih zemalja i industrija (Park i Jang, 2021). ESG podaci prilagođeni specifičnostima zemlje i industrije omogućuju stabilnija predviđanja performansi tvrtki koje su usvojile ESG kriterije. Posjedovati zajedničke globalne i industrijske karakteristike ESG-a omogućuje standardizaciju čimbenika procjene, što pak omogućava usporedbu podataka na globalnoj razini (Sherwood i Pollard, 2017). McKinsey & Company (2017) ističe kako sve više investitora prepoznaje ESG čimbenike kao pokretače vrijednosti te navodi kako je ključ za učinkovito investiranje integracija svih čimbenika u proces ulaganja. Pri tome u studiji ističu kako je globalno najčešće primjenjivana strategija održivog ulaganja negativni *screening*, čijom se primjenom isključuju sektori i tvrtke iz investicijskih portfelja na temelju ESG kriterija. Konačno, strategija održivog ulaganja temelji se na već dobro poznatim elementima investitorima: uspostavi ravnoteže između rizika i povrata te identifikaciji ključnih čimbenika koji značajno utječu na financijsku uspješnost poduzeća. Prema Broccardo i sur. (2022), rast pritiska na tvrtke da slijede ekološke i društvene ciljeve unutar ESG strategije doveo je do bojkotiranja tvrtki koje ne ispunjavaju te standarde. Istraživanje pak sugerira da je angažman učinkovitiji od bojkota i izlazne strategije u poticanju društveno odgovornog poslovanja.

Pitanje je i jesu li investitori uvijek spremni žrtvovati visoke povrate za društvenu korist. Naime, ESG etiketa može imati negativan učinak na performanse fonda, te iako ulaganja u ESG potiču tranziciju i razvoj ekonomije, financijski su s druge strane investitorima manje opravdana (Kuzmina i sur., 2023). Ipak, ESG ulaganja se također sve češće percipiraju kao strategije s potencijalno superiornim povratima u odnosu na konvencionalne oblike ulaganja (Chen i sur., 2023). Pri tome treba naglasiti da povrati ESG fondova ovise o strategiji upravljanja društva (Folque i sur., 2021). Barber i sur. (2020) istražili su spremnost investitora da prihvate niže financijske povrate u zamjenu za nenovčane koristi od ulaganja u imovinu koja ima za cilj i društvene koristi. Prema autorima financijski povrati "zelenih" fondova 4,7 postotnih poena manji su od tradicionalnih fondova, no društveno odgovorni investitori spremni su prihvatiti 2,5 do 3,7 postotnih poena niže povrate. Bitan faktor financijskih performansi jest i snažna pozornost medija. Naime, pozitivan učinak ESG investiranja na financijske performanse izraženiji je u dugoročno uspješnim tvrtkama s većom medijskom pažnjom. Osim toga, već i same ESG objave imaju značajan pozitivan učinak na međuodnos ESG investiranja

i financijskih performansi fonda (Chen i Xie, 2022). Stoga je u cilju ostvarivanja većih stopa povrata nužno uložiti i u adekvatnu medijsku strategiju diseminacije o ulaganjima sukladno ESG kriterijima. Sve veći broj investitora prepoznaje potencijal ESG ulaganja za ostvarivanje povrata koji premašuju one tradicionalnih ulaganja, osobito u kontekstu rastuće globalne važnosti održivosti (Nilsson, 2008). Zanimljivo je da su tijekom globalnih kriza (globalna financijska kriza 2008. godine te kriza uzrokovana virusom COVID-19), ESG fondovi ostvarivali veće povrate (Wu i sur., 2017). U konačnici ESG investiranje treba promatrati u dugom roku, jer isto potiče inovacije koje donose dugoročne koristi i značajne financijske povrate u dužem razdoblju (Whelan i sur., 2021).

4. Empirijska analiza

4.1. Metodologija istraživanja

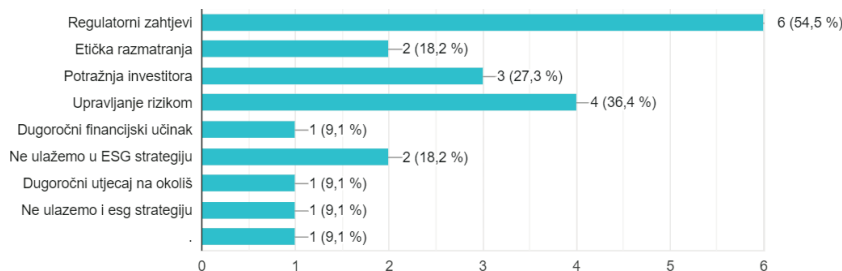
Empirijsko istraživanje provedeno je pomoću anketnog upitnika distribuiranog ključnim upraviteljima fondova kako bi se utvrdila i analizirala spremnost za integraciju ESG kriterije u investicijske strategije društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj. Empirijski podaci prikupljeni su online, putem e-mail kontakta ispitanika, korištenjem anketnog upitnika izrađenog u Google Forms-u, tijekom razdoblja od srpnja do rujna 2024. godine. Anketni upitnik sastoji se od 60 pitanja. Prvi dio obuhvaća opća pitanja o ispitanicima i društvima za upravljanje fondovima, dok se drugi dio fokusira na ispitivanje spremnosti društava za implementaciju ESG kriterija u njihove investicijske strategije. Upitnik je poslan na službene e-mail adrese svih društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj, ukupno 24 subjekta, od kojih je zaprimljeno 11 odgovora, što predstavlja stopu povrata od 46%. Prikupljeni podaci obrađeni su korištenjem programa MS Excel, a rezultati su prikazani u obliku frekvencija i postotaka te vizualizirani grafički.

4.2. Rezultati istraživanja

U istraživanju je sudjelovalo 11 ispitanika iz 10 društava za upravljanje fondovima u Hrvatskoj, od kojih je 81,8% na višim, a 9,1% na nižim i srednjim menadžerskim pozicijama. Više od polovice ispitanika (54,5%) ima preko 10 godina iskustva u upravljanju investicijskim fondovima, pri čemu je minimalan broj godina iskustva četiri. Samo 36,4% društava ima tim za ESG integraciju, dok 54,5% nema, a 9,1% je u procesu formiranja tima. Što se tiče ulaganja u ESG fondove, 45,5% društava ulaže u takve fondove, pri čemu većina (80%) alocira između 10-25% portfelja, dok 20% ulaže više od 75%.

Grafikon 1 prikazuje motivaciju društava za upravljanje fondovima u Hrvatskoj da ulažu u ESG fondove. Prema rezultatima istraživanja, najčešći razlog za ulaganje su regulatorni zahtjevi, koje je navelo šest ispitanika. Sljedeći najvažniji upravljanje rizikom, što je istaknulo četvero ispitanika, te potražnja investitora, koju su navela tri ispitanika. Dakle, ovi rezultati jasno pokazuje da primarna motivacija za ESG ulaganja ne proizlazi iz intrinzične predanosti održivim načelima, već prvenstveno iz potrebe za usklađivanjem s vanjskim regulatornim okvirima. To ukazuje na ograničenu proaktivnost društava u Hrvatskoj u integraciji ESG kriterija u svoje strategije ulaganja.

Grafikon 1: Struktura prema motivaciji društva da ulaže u ESG fondove



Izvor: Izrada autora prema rezultatima anketnog istraživanja

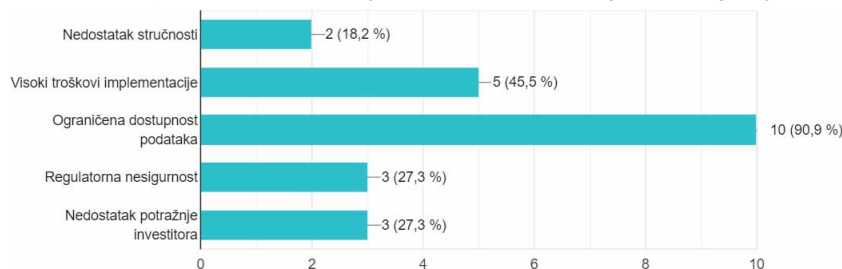
Svi ispitanici svjesni su prednosti ESG integracije, no razina njihove predanosti toj inicijativi nije jednaka. Samo dvoje ispitanika u potpunosti je posvećeno ESG principima, četvero ih pokazuje visoku razinu predanosti, dok je petero djelomično angažirano u tom području. Četiri društva već su započela s integracijom ESG kriterija u svoje poslovanje, isto toliko ih još nije pokrenulo taj proces, dok se tri društva trenutačno nalaze u fazi integracije. Većina ispitanih društava, njih 81,8 posto, nema definiran vremenski okvir za potpunu integraciju ESG-a, dok se preostalih 18,2 posto vodi rokovima koji su određeni regulatornim zahtjevima.

U pogledu održivosti, pet društava ima uspostavljenu politiku koja uključuje konkretne ciljeve za smanjenje ekološkog otiska, dok šest društava takvu politiku još nije razvilo. Kada je riječ o spremnosti za ulaganje u ESG aspekte, ona je najčešće ocijenjena srednjom vrijednošću, odnosno ocjenom 3 na Likertovoj ljestvici, što ukazuje na potrebu za daljnjim razvojem svijesti, znanja i strateškog pristupa u ovom području.

Grafikon 2 prikazuje glavne izazove s kojima se društva za upravljanje fondovima u Hrvatskoj suočavaju prilikom integracije ESG kriterija u svoje investicijske strategije. Prema rezultatima ankete, najčešći izazov je ograničena dostupnost podataka, što je istaknulo pet ispitanika. Ostali značajni izazovi uključuju: visoke troškove implementacije (četiri ispitanika), regulatornu nesigurnost (tri ispitanika), nedostatak potražnje investitora (dva ispitanika), nedostatak stručnosti (jedan ispitanik). Ovi rezultati ukazuju na to da društva za upravljanje fondovima u Hrvatskoj prepoznaju tehničke i operativne prepreke kao ključne barijere za uspješnu implementaciju ESG kriterija.

Većina društava rješava ove izazove kroz edukaciju, usmjeravanje resursa, korištenje pružatelja ESG podataka te suradnju s Grupom i klijentima. Ipak, rezultati upućuju na to da postoji jasna potreba za dodatnom podrškom, osobito u pogledu veće dostupnosti ESG podataka i jasnijih regulatornih smjernica, kako bi se olakšala i ubrzala ESG integracija u hrvatskom financijskom sektoru.

Grafikon 2: Struktura prema izazovima s kojima se društva suočavaju kod integracije ESG kriterija

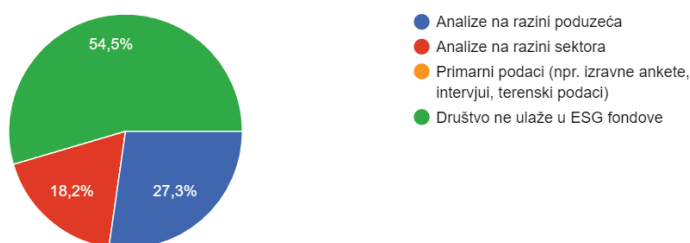


Izvor: Izrada autora prema rezultatima anketnog istraživanja

Rezultati ankete pokazuju da ESG čimbenici još uvijek nisu u potpunosti integrirani u investicijske procese kod većine društava. Konkretno, 54,5% ispitanih društava ne uključuje ESG aspekte u svim fazama odlučivanja, dok ih 27,3% to čini implicitno. Okolišni aspekt ESG-a istaknut je kao prioritet kod većine ispitanika, što potvrđuje 81,8% njih, dok društveni aspekt ima manji značaj, a upravljački aspekt u ovom trenutku nije naveden kao prioritet.

Na Grafikonu 3 prikazani su podaci na koje se društva za upravljanje fondovima u Hrvatskoj primarno oslanjaju prilikom donošenja odluka o ulaganju u ESG fondove.

Grafikon 3: Podaci na koja se društva ispitanika primarno oslanjaju kada donose odluke o ulaganju u ESG fondove



Izvor: Izrada autora prema rezultatima anketnog istraživanja

Rezultati istraživanja pokazuju da 27,3% ispitanika koristi analize na razini poduzeća, što znači da se odluke temelje na detaljnim informacijama o pojedinim tvrtkama; 18,2% ispitanika koristi analize na razini sektora, fokusirajući se na šire industrijske trendove i karakteristike dok 54,5% društava ne ulaže u ESG fondove, što ukazuje na značajan dio ispitanika koji još uvijek nije aktivan u ovom segmentu ulaganja.

Rezultati sugeriraju da većina društava koja ulažu u ESG fondove preferira sekundarne podatke (analize poduzeća ili sektora) zbog njihove vremenske i troškovne učinkovitosti, dostupnosti te standardiziranosti i usporedivosti (grafikon 4). Naime, analize na razini poduzeća/sektora omogućuju brže donošenje odluka, financijski su manje zahtjevne u usporedbi s prikupljanjem primarnih podataka, podaci na razini poduzeća/sektora su lakše dostupni i standardizirani čime se omogućuje lakša usporedba između različitih sektora i kompanija. Primarni podaci, poput anketa i terenskih istraživanja, rijetko se koriste, što odražava izazove

povezane s njihovom dostupnošću, troškovima i kompleksnosti njihove obrade. Pored toga društva koja ne ulažu u ESG fondove možda još uvijek nemaju razvijene strategije ili resurse za integraciju ESG pristupa. Dodatno, istraživanje je pokazalo da društva koja su dio većih globalnih i europskih financijskih grupacija često koriste interne modele ESG ocjenjivanja. U takvim slučajevima, podaci i analize na razini sektora i kompanija čijim se vrijednosnicama upravlja predstavljaju ključan izvor informacija za donošenje ESG investicijskih odluka.

Grafikon 4: Glavni razlozi zbog kojih ispitanici preferiraju analize na razini tvrtke/sektora u odnosu na primarne podatke



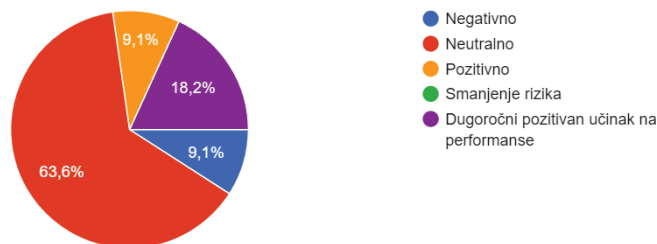
Izvor: Izrada autora prema rezultatima anketnog istraživanja

Zanimljivo je da se pet ispitanika ne slaže s tvrdnjom da analize na razini poduzeća ili sektora pružaju dovoljno informacija za učinkovito donošenje ESG investicijskih odluka, dok su četiri zauzela neutralan stav. Neutralno mišljenje prevladava i kada je riječ o važnosti primarnih podataka za sveobuhvatno razumijevanje ESG čimbenika u procesu ulaganja. Unatoč tome, većina ispitanika izražava otvorenost prema povećanom korištenju primarnih podataka u budućnosti. Čak devet njih navelo je spremnost na veće uključivanje takvih izvora informacija kako bi se dodatno poboljšalo razumijevanje i procjena ESG čimbenika u investicijskom odlučivanju.

Kao najveći izazov u integraciji ESG informacija, pet ispitanika navodi smanjenje dostupnog tržišta za ulaganje, dok troje smatra da je glavni problem nejasan utjecaj ESG pristupa na performanse fonda. Što se tiče isključivanja investicija, većina društava, točnije 90,9% ispitanika, već primjenjuje strategiju tzv. „crvenog označavanja“, koja uključuje intenzivno praćenje i/ili isključivanje dionica izdavatelja povezanih s ozbiljnim kontroverzama ili problemima u području okoliša, društva ili korporativnog upravljanja.

Grafikon 5 prikazuje percepciju utjecaja integracije ESG čimbenika na financijsku uspješnost fondova među ispitanim društvima za upravljanje fondovima u Hrvatskoj. Rezultati su pokazali da 63,6% ispitanika smatra da je utjecaj neutralan, što znači da integracija ESG-a nije značajno poboljšala niti pogoršala performanse fondova. Nadalje, 18,2% ispitanika prepoznaje dugoročni pozitivan učinak ESG integracije na performanse fondova, dok tek jedan ispitanik povezuje ESG integraciju sa pozitivnim financijskim učinkom.

Grafikon 5: Struktura prema tome kako integracija ESG-a utječe na uspješnost fonda društava ispitanika



Izvor: Izrada autora prema rezultatima anketnog istraživanja

Ovi rezultati ukazuju na oprezan stav prema ESG ulaganjima, pri čemu većina ispitanika ne vidi značajne financijske koristi u kratkom roku. Skepticizam je dodatno izražen činjenicom da većina društava nema dovoljno podataka za procjenu dugoročnih financijskih koristi ESG integracije, dok dio ispitanika vjeruje da takve koristi ne postoje. Samo jedno društvo u potpunosti podržava tvrdnju da ESG integracija poboljšava financijske performanse fondova.

Većina društava, točnije 81,8%, nije u mogućnosti usporediti izvedbu ESG integriranih fondova s fondovima koji ne uključuju ESG čimbenike jer njihovi portfelji ne sadrže ESG fondove. Dva društva koja upravljaju ESG integriranim fondovima navela su da su ti fondovi u posljednje tri godine ostvarili nešto slabiju izvedbu u odnosu na fondove koji ne primjenjuju ESG pristup.

Samo pet društava koristi financijske metrike kako bi procijenilo uspješnost ESG fondova. Od njih, tri koriste Sharpeov omjer kao ključni pokazatelj uspješnosti, dok po jedno društvo koristi Alpha, odnosno Beta metriku. Istovremeno, sedam ispitanika izjavilo je da uopće ne koristi financijske pokazatelje u svrhu procjene učinkovitosti ESG integriranih ulaganja.

Kada je riječ o dugoročnim financijskim koristima ESG integracije, nijedan ispitanik nije potvrdio postojanje takvih koristi. Većina njih, odnosno 72,7%, smatra da trenutno nema dovoljno podataka kako bi se takvi učinci pouzdano procijenili, dok 18,2% ispitanika smatra da ESG integracija ne donosi dugoročne financijske prednosti. Društva koja provode mjerenje utjecaja ESG integracije koriste interne sustave za ocjenjivanje ESG faktora, dok šest ispitanika navodi da uopće ne provodi takva mjerenja. Jedan od ispitanika naglasio je kako je "uspješnost ulaganja vrlo teško kvantificirati", ističući pritom važnost sagledavanja ESG integracije kao dugoročnog procesa čiji se rezultati mogu očitovati tek tijekom razdoblja od desetak godina.

Kada se ispitanike pitalo o procjeni rizika povezanih s ESG fondovima u usporedbi s onima koji ne uključuju ESG čimbenike, većina njih, odnosno 63,6%, zauzela je neutralan stav. Jedan ispitanik ocijenio je razinu rizika ESG fondova kao nisku, dok su dva ispitanika ocijenila rizik kao visoki, a jedan ga je označio kao vrlo visok. Na pitanje o spremnosti društava da povećaju ulaganja u ESG fondove na temelju njihove financijske izvedbe, šest ispitanika izrazilo je namjeru da to učine u budućnosti. Četvero njih izjavilo je da ne planiraju povećavati takva ulaganja, dok je jedan ispitanik ostao neodlučan.

4.3. Diskusija rezultata

Rezultati istraživanja ukazuju na to da primarna motivacija za ulaganje u ESG fondove među ispitanim društvima ne proizlazi iz iskrene posvećenosti ESG načelima, već prvenstveno iz potrebe za usklađivanjem s regulatornim zahtjevima. Iako su društva svjesna potencijalnih prednosti integracije ESG kriterija u poslovne strategije, samo manji dio pokazuje visoku razinu predanosti njihovoj provedbi, što odstupa od trendova na razvijenijim europskim tržištima, gdje je predanost implementaciji znatno izraženija (Barber et al., 2020; Kirby, 2022; Russell Investments, 2023). Dok su neka društva već započela s integracijom ESG kriterija, jednak broj još uvijek nije poduzeo konkretne korake u tom smjeru, a većina ne raspolaže jasno definiranim vremenskim okvirom za njihovu implementaciju. Nadalje, među društvima koja ulažu u ESG fondove, više od 80 % njih alocira manje od četvrtine svog portfelja u takve fondove, što ukazuje na oprezan pristup ESG investiranju. Analiza preferencija unutar ESG faktora pokazuje da društva u Hrvatskoj u najvećoj mjeri favoriziraju ekološke aspekte ESG kriterija (81,8%), dok su upravljački faktori u potpunosti zanemareni, što odstupa od praksi fondova u zapadnoeuropskim zemljama (Russell Investments, 2023). Najznačajniji izazov s kojim se društva suočavaju u procesu integracije ESG kriterija odnosi se na ograničenu dostupnost podataka, dok su u određenoj mjeri prisutni izazovi poput visokih troškova implementacije, regulatorne nesigurnosti i nedostatka potražnje investitora.

Što se tiče pristupa prikupljanju i analizi ESG podataka, među društvima koja ulažu u ESG fondove većina (60 %) se oslanja na analize na razini poduzeća, dok 40 % koristi analize na razini sektora. Primarni podaci i dalje imaju zanemariv značaj u procesu odlučivanja, što je u skladu s globalnim trendovima (Park i Jang, 2021). Preferencija podataka na razini poduzeća i sektora proizlazi iz njihove vremenske i troškovne učinkovitosti, dostupnosti te standardizacije i usporedivosti. Unatoč tome, većina ispitanika izražava spremnost za intenzivniju upotrebu primarnih podataka u budućnosti. Dodatno, istraživanje je pokazalo da dio društava u Hrvatskoj koristi interne sustave ocjenjivanja, dok se dio oslanja na ESG rejting agencije. Ovakav nalaz u skladu je s prethodnim istraživanjima (Sherwood i Pollard, 2017; Park i Jang, 2021), koja su pokazala da se manja društva češće oslanjaju na vanjske rejting sustave, dok veće kompanije razvijaju vlastite modele vrednovanja ESG faktora. S obzirom na percipiranu netransparentnost ESG rejting agencija te izazove povezane s generalizacijom, usporedivošću i kontinuitetom podataka među poduzećima, društva bi trebala ulagati u razvoj internih ESG scoring modela. Time bi se smanjio rizik od alokacije investicijskih sredstava temeljenih na potencijalno iskrivljenim prikazima ESG performansi poduzeća (Drempetic i sur., 2020). Kada je riječ o strategijama donošenja investicijskih odluka, rezultati pokazuju da je među ispitanim upraviteljima fondova dominantan kriterij odlučivanja tzv. strategija „crvenog označavanja“ (90%), koja podrazumijeva intenzivno praćenje i/ili isključivanje dionica izdavatelja povezanih s ozbiljnim kontroverzama ili nepravilnostima u području okoliša, društva ili upravljanja. Ova praksa je u skladu s prethodnim istraživanjima provedenima na globalnoj razini (McKinsey & Company, 2022).

Analiza financijskih performansi ESG fondova u Hrvatskoj ukazuje na to da je tržište ESG ulaganja još uvijek u ranoj fazi razvoja, pri čemu nedostatak dugoročnih vremenskih nizova podataka otežava donošenje konkretnih zaključaka o njihovoj profitabilnosti. Trenutni podaci sugeriraju nešto slabije prinose ESG fondova u usporedbi s tradicionalnim fondovima. Svi ispitanici koji u svom portfelju imaju ESG fondove slažu se da su prinosi ovih fondova tijekom

posljednje tri godine bili niži od onih ostvarenih u konvencionalnim investicijama. Ovi rezultati su u skladu s istraživanjem Kuzmina i sur. (2023), koji su pokazali da ESG oznaka može negativno utjecati na financijske performanse fondova te da investitori percipiraju ESG ulaganja kao manje isplativa. Međutim, ovakvi nalazi su u suprotnosti s istraživanjima Galema i sur. (2008), Renneboog i sur. (2008) te Wu i sur. (2017), koja su na razvijenim tržištima pokazala pozitivne efekte ESG integracije na prinose fondova. Što se tiče dugoročnih financijskih koristi ESG integracije, nijedan ispitanik nije potvrdio percepciju da ESG kriteriji poboljšavaju financijske performanse fondova. Opći stav ispitanika jest da integracija ESG faktora u investicijske strategije ne pridonosi poboljšanju financijske izvedbe fondova, što upućuje na skepticizam u pogledu dugoročnih prednosti ESG ulaganja. Ovakav nalaz suprotan je prethodnim istraživanjima koja sugeriraju da dugoročnije prisustvo na tržištu, u kombinaciji s inovativnim poslovnim strategijama i povećanom medijskom vidljivošću, može rezultirati većom potražnjom za ESG proizvodima i stabilnijim povratima (Nilsson, 2008; Wu i sur., 2017; Whelan i sur., 2020; Chen i Xie, 2022). Sveukupno, rezultati istraživanja ukazuju na to da društva za upravljanje fondovima u Hrvatskoj, unatoč globalnim ESG trendovima, još uvijek nisu u potpunosti predana ESG investiranju te izražavaju sumnju u potencijal ESG fondova za ostvarivanje konkurentnih financijskih rezultata u usporedbi s tradicionalnim investicijskim strategijama.

5. Zaključak

Regulatorni okvir Europske unije i ciljevi Ujedinjenih naroda povezani s ESG izvještavanjem čvrsto su uspostavljeni te predstavljaju obvezu za društva za upravljanje fondovima. Ovaj rad analizira stupanj spremnosti hrvatskih društava za upravljanje fondovima na integraciju ESG kriterija u investicijske strategije, pri čemu se analiza temelji na podacima prikupljenima anketnim upitnikom među ključnim upraviteljima fondova.

Rezultati istraživanja ukazuju na to da ključni upravitelji fondova u Republici Hrvatskoj prepoznaju važnost ESG kriterija, no njihova primjena prvenstveno je potaknuta regulatornim zahtjevima, a ne intrinzičnom motivacijom za održivo ulaganje. Ovu tezu dodatno potvrđuje činjenica da samo manji dio ispitanika pokazuje visoku razinu predanosti provedbi ESG kriterija, dok određeni broj društava još uvijek nije započeo s njihovom integracijom u vlastite strategije ulaganja. Nadalje, iako ESG kriteriji obuhvaćaju ekološke, društvene i upravljačke aspekte, rezultati istraživanja pokazuju da ključni upravitelji fondova percipiraju ekološke faktore kao najvažniji element ESG pristupa. Ovaj nalaz ukazuje na potrebu za sustavnim razvojem svijesti i dubljim razumijevanjem značaja cjelovite implementacije ESG kriterija kako bi investicijske strategije postale održivije. Društva za upravljanje fondovima koja ulažu u ESG fondove dominantno se oslanjaju na ESG rejtinge odnosno modele temeljene na analizi sektora i kompanija. Međutim, pouzdanost i transparentnost ESG rejtinga često se dovode u pitanje, što može predstavljati izazov za donošenje investicijskih odluka. Stoga bi društva trebala razviti interne modele ESG vrednovanja kako bi smanjila ovisnost o eksternim procjenama rejting agencija. Istovremeno, primarni podaci još uvijek nisu široko korišteni u ESG analizama, prvenstveno zbog troškovnih i vremenskih ograničenja, dostupnosti podataka te izazova standardizacije i usporedivosti informacija. Unatoč rastućem značaju ESG fondova na globalnim tržištima, oni u Hrvatskoj još uvijek predstavljaju relativno novu kategoriju ulaganja te ne ostvaruju značajnije financijske prinose. Konačno, ispitanici

izražavaju skepticizam u pogledu dugoročnog pozitivnog utjecaja ESG integracije na financijske performanse fondova.

Analizom postavljenih hipoteza potvrđeno je da ključni upravitelji fondova u Hrvatskoj prepoznaju značaj ESG kriterija, pri čemu primarni fokus stavljaju na ekološke aspekte i analizu na razini pojedinih kompanija i sektora, dok su u pogledu financijskih performansi ESG fondova u odnosu na tradicionalne fondove zadržali određenu rezervu. U tom kontekstu, ključno je poticati razvoj svijesti o ESG faktorima te provoditi regulatorne i tržišne inicijative koje će dugoročno pridonijeti razvoju ovog segmenta tržišta i poboljšanju financijskih performansi ESG fondova.

S obzirom na povrat anketnih upitnika od 46% (11 od 24 ispitanih upravitelja), interpretacija rezultata zahtijeva određeni stupanj opreza. Proširenje uzorka na cjelokupnu populaciju upravitelja fondova te primjena šire metodološke strategije, uključujući dubinske intervjuve, omogućili bi detaljnije razumijevanje izazova s kojima se suočavaju društva za upravljanje fondovima. Buduća istraživanja trebala bi se usmjeriti na dugoročno praćenje financijskih performansi ESG fondova kako bi se preciznije utvrdio njihov utjecaj na prinose i stabilnost tržišta kapitala. Također, potrebno je analizirati učinke regulatornih zahtjeva na poslovne odluke fondova te provesti usporednu analizu hrvatske prakse u kontekstu europskih i globalnih tržišta kako bi se identificirale najbolje prakse relevantne za domaće okruženje. Konačno, dodatni kontekst istraživanja čini globalni regulatorni okvir, uključujući odluku predsjednika Sjedinjenih Američkih Država o povlačenju iz Pariškog sporazuma te rastuće zahtjeve europskih poduzeća za pojednostavljivanjem obveza proizašlih iz Direktive o korporativnom izvještavanju o održivosti. Takve spoznaje mogu doprinijeti daljnjem razvoju ESG kriterija, unaprjeđenju njihove implementacije i jačanju održivog poslovanja fondova.

LITERATURA

1. Amel-Zahed, A. & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, Vol. 74(3), 87-103.
2. Barber, B., Morse, A. & Yasuda A. (2020). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 139(1), 162-185.
3. Becker, M. G., Martin, F. & Walter, A. (2021). The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, Volume 47(B), 102708.
4. Bergman, M.S., Deckelbaum, A.J. & Karp, B.S. (2020). The Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Introduction to ESG. Dostupno na: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/01/introduction-to-esg/> [pristupljeno 22.8.2024.].
5. Broccardo, E., Hart, O. & Zingales, L. (2022). Exit versus Voice. *Journal of Political Economy*, Vol. 130(12), 3101-3145.
6. Chen, S., Xiaoyan, H., Zhang, Z. & Zhao, X. (2023). ESG Investment in China: Doing Well by Doing Good. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 77, 101907.
7. Chen, Z. & Xie, G., (2022.). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 83, 102291.
8. Direktiva o korporativnom izvještavanju o održivosti, EU, (2023/C 161/07)

9. Direktiva o održivoj dubinskoj analizi poduzeća, EU 2024/1760
10. Drempetic, S., Klein, C. & Zwergel, B. (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, Vol. 167, 333-360.
11. Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L. & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 131(3), 693- 714.
12. Europska komisija, 2020. *Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (EU Taxonomy Regulation)* Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852> [pristupljeno 8.4.2025.]
13. Europska komisija, 2023. *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. <https://finance.ec.europa.eu> [pristupljeno 8.4.2025.]
14. Europska komisija, 2024. *EU taxonomy for sustainable activities*, Dostupno na: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en [pristupljeno 1.8.2024.]
15. Europsko Vijeće, 2024. *Environmental, social and governance (ESG) ratings: Council and Parliament reach agreement*. Dostupno na <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/> [pristupljeno 25.7.2024.]
16. Folqué, M., Escrig-Olmedo, E. & Santamaría, T. C. (2021). Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustainable Development*, 29(5), 876–890.
17. Galema R., Plantinga A. & Scholtens B. (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking and finance*, 32(12), 2646-2654.
18. GRI (2021). *Consolidated Set of GRI Sustainability Reporting Standards 2021*. *Global Reporting Initiative* <https://www.globalreporting.org> [pristupljeno 7.4.2025.]
19. HANFA (2021). *Razvoj ESG strategije kao okosnice korporativnog upravljanja*. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/media/gczjc3ab/razvoj-esg-strategije-kao-okosnice-korporativnog-upravljanja-giku-2020.pdf> [pristupljeno 2.8.2024.]
20. Kim, S. & Yoon, A. (2023). Analyzing active fund managers' commitment to ESG: Evidence from the United Nations principles for responsible investment. *Management Science*, 69(2): 741-758.
21. Kirby, A. (2022). *ESG Regulatory Reporting Asset Management Survey 2022. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) and EU taxonomy*. Ernst & Young EMEA Wealth & Asset Management. Dostupno na: https://www.ey.com/en_gl/financial-services-technical-resources/esg-regulatory-reporting-asset-management-survey-2022 [pristupljeno 3.8.2024.]
22. Kuzmina, J., Atstaja, D., Purvins, M., Baakashvili, G. & Chkareuli, V. (2023). In Search of Sustainability and Financial Returns: The Case of ESG Energy Funds. *Sustainability*. Vol. 15(3), 2716.
23. Liu, M., Tongji, G., Weiying, P. & Liangqing, L. (2023). Sustainability and Stability: Will ESG Investment Reduce the Return and Volatility Spillover Effects across the Chinese Financial Market? *Energy Economics*, Vol. 121, 106674.

24. McKinsey & Company (2017). *From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal*. Dostupno na: <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal> [pristupljeno 3.8.2024.]
25. Nilsson, J. (2008). Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior. *Journal of Business Ethics*, Vol. 83, 307–325.
26. Och, M. (2020). Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?. *Jan Ronse Institute for Company & Financial Law Working Paper No. 2020/05*
27. Odobaša, R. & Marošević, K. (2023). Expected contributions of the European corporate sustainability reporting directive (csrd) to the sustainable development of the European union, *EU and comparative law issues and challenges series* (ECLIC), Vol. 7, 593–612.
28. Park, S. R. & Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. *International Journal of Financial Studies*. Vol. 9(3), 48.
29. Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W. & Larreina, M. (2016). ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives, *Sustainability*, 8(10), 1078.
30. Raghunandan, A. & Rajgopal, S. (2022). Do ESG funds make stakeholder-friendly investments? *Review of Accounting Studies*. Vol. 27, 822–863.
31. Regulativa o ESG rejtingu, Council of the EU, 2023/0177
32. Regulativa o izvještavanju o održivom financiranju (SFDR), Uredba (EU) 2019/2088
33. Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking and finance*. Vol. 32(9), 1723–1742.
34. Russell Investments, 2023. *Russell Investments' 2023 ESG Manager Survey: ESG factors increasingly drive investment decision-making*. Dostupno na: <https://russellinvestments.com/us/about-us/newsroom/2023/russell-investments-2023-esg-manager-survey> [pristupljeno 1.8.2024.]
35. SASB (2022). *SASB Standards Overview*. Sustainability Accounting Standards Board, <https://www.sasb.org> [pristupljeno 6.4.2025.]
36. Sherwood, M. W. & Pollard, J. (2017). The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 8, 26–44.
37. Spaans, L., Derwall, J., Huij, J. & Koedijk, K. (2024). Sustainable Finance Disclosure Regulation: Voluntary Signaling or Mandatory Disclosure?
38. United Nations (2023a). *The Paris Agreement - What is the Paris Agreement?*, United Nations Climate Conference. Dostupno na: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement> [pristupljeno 1.7.2024.]
39. United Nations (2023b). *COP28 Agreement Signals "Beginning of the End" of the Fossil Fuel Era*. Dostupno na: <https://unfccc.int/news/cop28-agreement-signals-beginning-of-the-end-of-the-fossil-fuel-era> [pristupljeno 10.8.2024.]
40. Uredba EU o Taksonomiji, Europska komisija, EU 2020/852
41. van Duuren, E., Plantinga, A. & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, Vol. 138, 525–533.

42. World Bank Group (2017). *Who cares wins: connecting financial markets to a changing world*. Dostupno na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/Who-cares-wins-connecting-financial-markets-to-a-changing-world> [pristupljeno 10.8.2024.]
43. Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T. & Clark, C. (2021). *ESG and financial performance. Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020*. Dostupno na: https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM_ESG-Paper_2021-2.pdf [pristupljeno 15.8.2024.]
44. Wu, J., Lodoros, G., Dean, A. & Gioulmpaxiotis, G. (2017). The Market Performance of Socially Responsible Investment during Periods of the Economic Cycle—Illustrated Using the Case of FTSE. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 38(2), 238–251.
45. Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2019/2088 o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga i Uredbe (EU) 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088, NN 70/2021

Summary

Assessing the Readiness of Fund Management Companies to Apply ESG Criteria in Investment Strategies in the Republic of Croatia

Awareness of the impact of business activities on the environment and society is becoming increasingly important in the modern business environment, while management strategies that incorporate environmental, social, and governance (ESG) criteria are gaining importance as key factors for long-term success. The purpose of this paper is to theoretically and empirically explore the views of key managers of fund management companies in the Republic of Croatia on the integration of ESG criteria into investment strategies, with the aim of defining their commitment to ESG investing, the data they use in their decision-making, and their expectations regarding the performance of such investments. Based on a survey of fund managers, this paper contributes to a better understanding of the current state of readiness and the challenges companies face in integrating ESG criteria into their strategies. Key findings indicate that fund management companies in Croatia are willing, but only moderately committed to integrating ESG criteria, primarily due to regulatory requirements. They do not take a holistic approach to decision-making, but rather emphasize the environmental aspects of the strategy. Time inefficiency was identified as the greatest challenge in using primary data, while issues related to data availability, standardization, and comparability were also highlighted. As a result, most companies base their ESG investment decisions on sectoral or individual company analysis, with some relying on models from ESG rating agencies, which are sometimes questioned due to their lack of transparency. Finally, ESG funds are still relatively new on the Croatian market and currently do not generate significant financial returns, with some skepticism remaining about their long-term financial performance compared to traditional funds.

Keywords: *ESG criteria; asset management companies; investment strategy; the Republic of Croatia.*



This work is licensed under a **Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License**.