

# Integracija ESG kriterija u investicijske strategije

---

Šipuš, Anamarija

Undergraduate thesis / Završni rad

2024

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management / Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:191:621364>

Rights / Prava: [Attribution 4.0 International](#)/[Imenovanje 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-02**



Repository / Repozitorij:

[Repository of Faculty of Tourism and Hospitality Management - Repository of students works of the Faculty of Tourism and Hospitality Management](#)



**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Sveučilišni prijediplomski studij**

**ANAMARIJA ŠIPUŠ**

**Integracija ESG kriterija u investicijske strategije**

**Integration of ESG Criteria in Investment Strategies**

**ZAVRŠNI RAD**

Opatija, 2024.

**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Sveučilišni prijediplomski studij**  
Poslovna ekonomija u turizmu i ugostiteljstvu  
Studijski smjer: Menadžment u turizmu

## **Integracija ESG kriterija u investicijske strategije**

## **Integration of ESG Criteria in Investment Strategies**

Završni rad

Kolegij: **Cost benefit analiza**

Mentor: **izv. prof. dr. sc. Siniša Bogdan**

Student: **Anamarija Šipuš**

Matični broj: **PS24461**

Opatija, rujan, 2024.



SVEUČILIŠTE U RIJECI UNIVERSITY OF RIJEKA  
FAKULTET ZA MENADŽMENT U TURIZMU I UGOSTITELJSTVU  
FACULTY OF TOURISM AND HOSPITALITY MANAGEMENT  
OPATIJA, HRVATSKA CROATIA

**IZJAVA STUDENTA - AUTORA  
O JAVNOJ OBJAVI OBRANJENOG ZAVRŠNOG/DIPLOMSKOG/DOKTORSKOG  
RADA**

Anamarija Šipuš  
(ime i prezime studenta)

PS24461  
(Matični broj studenta)

Izjavljujem da kao student - autor Završnog rada dozvoljavam Fakultetu za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci da ga trajno javno objavi i besplatno učini dostupnim javnosti u cjelovitom tekstu u mrežnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci.

U svrhu podržavanja **otvorenog** pristupa završnim / diplomskim / doktorskim radovima trajno objavljenim u javno dostupnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu, Sveučilišta u Rijeci, ovom izjavom dajem neisključivo imovinsko pravo iskorištavanja bez sadržajnog, vremenskog i prostornog mog Završnog rada kao autorskog djela pod uvjetima Creative Commons licencije **CC BY** Imenovanje, prema opisu dostupnom na <http://creativecommons.org/licenses/>.

Opatija, 9.9.2024.

Student - autor

(potpis)

## SAŽETAK

ESG je kratica za *Environmental, Social, and Governance*, odnosno okolišne, društvene i upravljačke rizike i odnosi se na procjenu i upravljanje čimbenicima unutar ova tri područja koji mogu značajno utjecati na poslovni učinak i ugled tvrtke. Razumijevanje ESG rizika uključuje analizu različitih elemenata, njihovu integraciju u procese donošenja odluka i prepoznavanje potencijalnih rizika i prilika. ESG kriteriji smatraju se relevantnim jer pomažu identificirati i upravljati rizicima, poboljšati društvenu odgovornost, poboljšati dugoročnu održivost, ispuniti očekivanja dionika, upravljati i pridržavati se propisa, te poboljšati pristup kapitalu. Uzimajući u obzir ESG čimbenike, tvrtke mogu ublažiti potencijalne rizike, privući investitore, smanjiti troškove i izgraditi pozitivnu reputaciju. ESG se također usklađuje s evoluirajućim potrošačkim i društvenim očekivanjima i regulatornim trendovima, osiguravajući da poduzeća posluju odgovorno i doprinose održivoj budućnosti. Uključivanjem čimbenika ESG-a u svoje strategije upravljanja rizikom, poduzeća mogu bolje upravljati rizicima, poboljšati operativnu učinkovitost, poboljšati svoj ugled i potaknuti inovacije. Štoviše, razmatranje ESG rizika može potaknuti inovacije i stvoriti nove poslovne prilike. Poduzeća koja prihvaćaju održive prakse i razvijaju okolišni prihvatljive proizvode ili usluge mogu iskoristiti sve veću potražnju za održivošću. To ne samo da otvara nove izvore prihoda, već također pruža konkurentsku prednost na tržištu.

**Ključne riječi:** ESG kriteriji, strategija, investicijska strategija, integracija

# SADRŽAJ

UVOD .....	1
1. ESG KRITERIJI.....	2
1.1. Okolišni rizici.....	2
1.1.1. Učinci okolišnih rizika na financijsku uspješnost.....	4
1.2. Društveni rizici.....	8
1.2.1. Nejednakost i raznolikost društvenih rizika.....	9
1.3. Upravljački rizici.....	11
2. ESG OCJENA RIZIKA .....	13
2.1. Utjecaj ESG ocjene za investitore i pretvaranje ocjena u indekse .....	13
2.2. Ključni elementi ESG pristupa procjeni rizika .....	14
3. INTEGRACIJA ESG KRITERIJA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE .....	15
3.1. Principi, strategije i vrste održivih ulaganja.....	16
3.2. Regulatorne odredbe investicijskih fondova osnovanih na okolišnim, društvenim i upravljačkim čimbenicima .....	19
3.3. Integracija ESG rizika .....	21
3.3.1. Utjecaj na odabir portfolio managera.....	22
3.3.2. Odnos između ESG integracije i financijskog učinka.....	22
ZAKLJUČAK .....	24
REFERENCE .....	25
POPIS SLIKA .....	28

# UVOD

ESG je akronim koji označava okolišno, društveno i korporativno upravljanje. Kategorija okolišnih kriterija uključuje utjecaj poduzeća na planet kroz njegov ugljični otisak, način na koji koristi prirodne resurse i rizike s kojima se poslovanje suočava zbog klimatskih promjena. Politike ili mjere poduzeća kojima se obvezuju na održivost i smanjuju svoj utjecaj na okoliš spadaju u ovu kategoriju. Društveni kriterij također je dio ESG-a koji se odnosi na to kako se poslovni subjekti odnose prema svojim zaposlenicima i kako ulaže u zajednicu. Može se pozabaviti problemima među osobljem, kao što su jednakost plaća, raznolikost i uključenost, moral zaposlenika i kultura poduzeća. Kriterij korporativnog upravljanja se odnosi na upravljanje tvrtkom, kao što je vodstvo, te na to kako se poduzeće pridržava politika lokalne i nacionalne vlade. Neki investitori koriste usklađenost kao metriku za mjerenje vrijednosti ulaganja. Također uključuje čimbenike internog upravljanja kao što su omjer plaća rukovoditelja i interna kultura poduzeća.

ESG predstavlja tri temeljna kriterija koja se moraju uzeti u obzir pri ocjenjivanju održivosti, etičkih praksi i društvene odgovornosti određene tvrtke ili investicije. Ilustrativni primjeri takvih procjena uključuju ispitivanje pristupa tvrtke klimatskim promjenama, odnosa prema zaposlenicima, interakcije s kupcima i dobavljačima, kao i prirode korporativne kulture i prakse upravljanja. ESG kriteriji čine okvir za raspravu o tome kako poslovni subjekti mogu biti društveno i okolišni odgovorni i kako se pridržavaju propisa i drugih oblika upravljanja.

Cilj završnog rada je detaljnije prikazati ESG kriterije, te način njihove integracije u investicijske strategije.

Važnost integracije ESG kriterija u investicijskim strategijama postaje sve važnija u donošenju odluka o ulaganjima zbog svog potencijala za upravljanje rizicima, stvaranje dugoročne vrijednosti, suradnju s dionicima, usklađivanje s propisima i ispunjavanje potražnje investitora.

Prilikom pisanja završnog rada korištena je znanstvena i stručna literatura koja obrađuje istu ili sličnu tematiku, te razni internetski izvori. Korištene su sljedeće metode: deskriptivna metoda, metoda analize i metoda indukcije i dedukcije.

Uz uvod, zaključak, popis literature i slika, ovaj rad strukturiran je kroz dvije temeljne cjeline, odnosno u prvoj cjelini općenito se prikazuju ESG kriteriji i njihova obilježja, dok se u drugoj cjelini rada osvrće na integraciju ESG kriterija u investicijske strategije.

# 1. ESG KRITERIJI

Rizik okolišnog, društvenog i korporativnog upravljanja ili ESG rizik (eng. *Enviromental, Social and Governance*) izraz je koji se koristi za opisivanje okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika. Učinkovito upravljanje ESG rizicima ključno je za sva poduzeća svih veličina i djelatnosti. Prepoznavanjem, procjenom i ublažavanjem ESG rizika, poduzeća mogu smanjiti svoju izloženost financijskim gubicima, reputacijskoj šteti i pravnoj odgovornosti (Deković, Žaja, Smiljčić, 2017). Identificiranje ESG rizika prvi je korak u učinkovitom upravljanju ESG rizicima, stoga je važno identificirati sve ESG rizike koji su relevantni za poduzeće, tako da može procijeniti njihova vjerojatnost i učinak te razviti i implementirati strategije ublažavanja. Posljedično, mnoga poduzeća žele implementirati ESG strategije u praksu kako bi kontrolirale svoje ESG rizike i zaštitile svoju buduću profitabilnost i kvalitetu proizvoda (Jones, 2023).

Slika 1. Definiranje ESG čimbenika



Izvor: (Štriga, 2022)

## 1.1. Okolišni rizici

Okolišni rizici uključuju načine na koje poslovanje šteti okolišu, uključujući emisije stakleničkih plinova, proizvodnju otpadnih voda, učinke na biološku raznolikost i krčenje šuma te prakse odlaganja otpada. Okolišni čimbenici fokusirani su na procjenu načina na koji poduzeće rješava izazove okoliša i upravlja njima. Učinkovito upravljanje tim rizicima uključuje smanjenje utjecaja



na okoliš i promicanje održivosti. Stoga bi poduzeća trebala odgovorno i održivo koristiti prirodne resurse, minimizirajući štetne učinke na okoliš (EBA, 2022).

Jones (2023) navodi da su se čimbenici okoliša u prošlosti smatrali zanemarivim dijelom ekonomske jednadžbe, no problemi kao što su nestašica vode, emisije ugljika, klimatski rizici, ekstremne temperature su to promijenili. Na konkurentsku poziciju poduzeća izravno utječe stanje okoliša, stoga je upravljanjem okolišem postala ključna komponentna ESG-a.

Drugim riječima, okolišnim čimbenicima ispituju se okoliše objave poduzeća, utjecaji i naponi za smanjenje emisija ugljika, pitanja koja predstavljaju stvarne rizike i prilike dionicima. Poduzeća koja zanemaruju kako njihove politike i aktivnosti utječu na okoliš izložena su većem riziku od financijskog gubitka. Poslovni subjekti mogu biti podložni novčanim kaznama od strane vlade ili regulatora, pravnim radnjama i narušavanju ugleda ako ne poduzmu potrebne korake za smanjenje emisije ugljičnog dioksida ili sprječavanje okolišnih katastrofa poput izlivanja nafte ili eksplozija rudnika. Svi ovi ishodi mogu biti štetni za vrijednost dioničara (Deković, Žaja, Smiljčić, 2017).

Kao rezultat toga, S&P Global uzima u obzir četiri varijable kada procjenjuje utjecaj poduzeća na okoliš: biološku raznolikost i korištenje zemljišta, otpad i zagađenje, emisije stakleničkih plinova i potrošnju vode. Kako bi identificirao sposobnost subjekta da uspješno funkcionira i procijeni njegovu sposobnost da predvidi i prilagodi se raznim dugoročnim poremećajima u okolišu, S&P Global Ratings provodi ESG procjene koje uzimaju u obzir potencijalne društvene rizike i rizike upravljanja. Predviđa se da će učestalost klimatskih katastrofa poput uragana, poplava, toplinskih valova i šumskih požara porasti zbog klimatskih promjena, što će povećati nesigurnost u složenom okviru koji se koristi za mjerenje korporativne održivosti (Jones, 2023). Rizici povezani s klimatskim promjenama mogu imati veliki financijski utjecaj, osobito na poduzeća koja se za njih ne pripremaju dovoljno ne ulažući toliko u nove tehnologije ili izvore energije. Dugoročna vjerodostojnost poduzeća već je pod utjecajem klimatskih promjena zbog mogućeg gubitka imovine i infrastrukture (Drljača i Bešker, 2010).

Na primjer, otapanje permafrosta na Aljasci predstavlja dugoročne egzistencijalne rizike za infrastrukturu naftnih i plinskih kompanija. Posljedično, procjena okolišnog profila organizacije pojavila se kao ključni čimbenik u određivanju njezinih glavnih prioriteta (Jones, 2023). Jones (2023) navodi da prema globalnoj studiji S&P, poduzeća koje uključuju okoliše ciljeve u svoje strategije rasta mogu nadmašiti svoje suparnike i nemaju statistički značajne razlike u izvedbi na razini pojedinca ili portfelja. Indeks S&P 500 ESG uveden je u travnju 2019. godine i uključuje

ESG standarde u indeks S&P 500 periodičnim ocjenjivanjem korporacija unutar njihovih kategorija i eliminiranjem poduzeća s lošijim rezultatima. Dajući veću težinu poduzećima koja postavljaju ciljeve smanjenja emisija, ograničavaju količinu svojih emisija stakleničkih plinova i pružaju analitičko izvješćivanje o izvedbi i ESG materijalnosti, indeks ima za cilj replicirati profil rizika i povrata S&P 500. Ključno je da ni S&P 500 ESG Index niti S&P 500 Index imaju osjetno bolje ili lošije rezultate od ostalih; zapravo, usvajanje strategije održivog ulaganja nema negativan utjecaj na rezultate (Deković, Žaja i Smiljčić, 2017).

Globalne vlasti nedosljedno reagiraju na prijetnje okolišnoj opasnosti. Regulatorna tijela u Europi sve su više uključena u uspostavljanje smjernica za izvještavanje o okolišu i vođenje energetske tranzicije prema ugljično neutralnom gospodarstvu. Preusmjeravanjem kapitala prema održivim ulaganjima, EU je posljednjih godina stvorio ambiciozan projekt za promicanje ESG kriterija na glavnim tržištima kapitala. Kohezivna federalna ekološka politika o energetskej tranziciji, dekarbonizaciji i klimatskim problemima još nije postignuta unatoč neujednačenoj reakciji SAD-a na zakone i deregulaciju. Ostale zemlje u razvoju pokušavaju pronaći ravnotežu između ubrzanja gospodarskog rasta i spremnosti za zeleniju budućnost (Jones, 2023).

Regulatori i kreatori politika također su pogođeni nedostatkom globalnog konsenzusa budući da nemaju dosljedan okvir za komuniciranje standarda i praksi upravljanja okolišem. Nedostatak standardnog jezika, smjernica i propisa također otežava poduzećima i investitorima komuniciranje zabrinutosti za okoliš. No, za poslovne subjekte koji razmišljaju unaprijed, održivost je strateški zahtjev, a procjena utjecaja poduzeća na okoliš sada je prilika za ulaganje, a ne samo način mjerenja korporativne odgovornosti (Jakovčević i Novaković, 2006).

### **1.1.1. Učinci okolišnih rizika na financijsku uspješnost**

U posljednjih nekoliko desetljeća istraživanja o važnosti poslovne odgovornosti prema okolišu stekla su popularnost. Okolišna i socijalna pitanja, kao i mogući utjecaj zabrinutosti za okoliš na financijski učinak, pokretačke su snage iza ovog razvoja. *Corporate environmental performance* (CEP) i ESG standardi dvije su ideje koje su temelj upravljanja rizikom za okoliš. Ove ideje objašnjavaju kako poslovanje poduzeća utječe na okoliš i društvo, koji su dionici (Gopel, 2022).

Prema ESG kriterijima smatra se da su okolišni rizici zastupljeni i u prošlim i sadašnjim financijskim rezultatima, odnos između okolišnih učinaka poduzeća i njegovih financijskih učinaka služi kao temelj za istraživanje okolišnih rizika. Osim toga, nudi poticaje za upravljanje i procjenu rizika za okoliš. Učinak CEP-a na financijsku izvedbu poduzeća ispituje se u pet istraživanja. Svaki se članak, s iznimkom studije, fokusira na tržišni rizik za poduzeća s različitim stupnjevima okolišne učinkovitosti. Promatrane zavisne varijable i vrsta analize korištene u ovom istraživanju bile su slične metodološke postavke. Regresijska analiza koristi se u svim istraživanjima za provjeru sustavnog rizika, koji je određen tržišnom beta verzijom (Gopel, 2022).

Većina studija analizirala je ukupni rizik prema standardnoj devijaciji, dok se Gopel (2022.) usredotočio isključivo na sustavni rizik. Osim toga, neka istraživanja uzimaju u obzir negativne ili idiosinkratične rizike. Gopel (2022.) poznat je po svojoj sofisticiranoj procjeni karakteristika rizika i povrata, primjenjivih i na pojedinačne dionice i na portfelje. Cijeli vremenski raspon, koji uključuje vremensko preklapanje radi lakšeg uspoređivanja empirijskih analiza, obuhvaća razdoblje od 1994. do 2015. godine. Ispitivanje stvarnih podataka otkriva da su CEP i tržišni rizik poduzeća obično obrnuto povezani. Osobito su poduzeća s višim CEP-om općenito manje rizične. Dokazi iz okolišni osjetljivih poduzeća poput transporta i inženjeringa također podupiru ovaj zaključak. Postoje dokazi da društvena odgovornost poduzeća i uključenost u okoliš mogu smanjiti sistemski rizik.

Taj je zaključak, međutim, u suprotnosti s Gopelovim (2022) rezultatima koji su opovrgli ovu tvrdnju. Uzimajući u obzir kako korporativna odgovornost za okoliš utječe na negativne rizike. Studije otkrivaju da ESG i CEP screening smanjuju rizik pada pojedinačnih dionica, kao i portfelja. U dvije istrage bilo je nedosljednih dokaza o određenim opasnostima. S druge strane, otkriveno je da zaštita okoliša smanjuje jedinstvene rizike poduzeća. Iako agenti CEP-a smatraju ESG ocjene alternativom, istraživanje je pokazalo da su se idiosinkratični rizici ESG portfelja neznatno povećali. Razdoblja studija, koja su od 2010. do 2015. odnosno od 2002. do 2014. godine, te korištenje ESG ocjena na razini portfelja ili na razini pojedinačnih dionica primarne su razlike u dizajnu studija. Na razini portfelja, porast prinosa može spriječiti povećanje idiosinkratičkog rizika, što često poboljšava povrate prilagođene riziku. Budući da naglašava varijacije u atributima dionica i portfelja na temelju ESG-a, ovo je otkriće posebno značajno za stvaranje okolišni zaštićenih portfelja (Gopel, 2022).

Otkriveno je da utjecaj poduzeća na okoliš dodaje vrijednost njegovoj tržišnoj vrijednosti uz učinak na tržišni rizik. Konkretno, pozitivan tisak o poslovnoj okolišnoj odgovornosti može povećati vrijednost za dioničare, ali negativan tisak o istom može smanjiti vrijednost za dioničare. Istraživanja pokazuju da, s vremenom, povećana svijest dioničara o pitanjima zaštite okoliša može dovesti do više negativnih reakcija na prakse štetne za okoliš. Studije otkrivaju da su institucionalna ulaganja u tvrtke označene kao "toksične" ili "zelene" obično manja u odnosu na njihove korporativne strategije zaštite okoliša. To implicira da je smanjena izloženost ekološkim rizicima u korelaciji sa smanjenim stvaranjem vrijednosti za dioničare, ali do poboljšanja stvaranja vrijednosti ne dolazi nužno jer tvrtka usvaja ekološki održivije prakse (Becchetti i sur., 2023).

Prema Becchetti i sur., (2023), njihovi rezultati ukazuju na pozitivnu korelaciju između emisija ugljika i rizika od ekstremnih gubitaka, pri čemu povećanje standardne devijacije emisija ugljika dovodi do porasta od 13% u standardnoj devijaciji rizika od tih gubitaka. Nadalje, nakon Pariškog sporazuma o klimatskim promjenama iz 2015. godine, potonji rizici za poduzeća s intenzivnom emisijom ugljika porasli su, što ukazuje da na financijske rizike utječu zakoni i tehnologije povezani s klimatskim promjenama. Oni istražuju kako okolišni rizici utječu na značajke financijskog rizika, posebice koliko su zarade i novčani tokovi nestabilni kao što pokazuje standardna devijacija prihoda prije oporezivanja ili vjerojatnost gubitka. Ove studije pokazuju da su poduzeća koja su podložna emisijama ugljika ili okolišnim rizicima izložena većem financijskom riziku (Becchetti i sur., 2023).

Osim toga, rizici za okoliš mogu imati dubok utjecaj na financijsku izvedbu. Istraživanje koje su proveli Petersen i sur. (2011) o američkim tvrtkama otkrili su da su ekstremne temperaturne varijacije utjecale na zaradu po dionici 40% ispitanih tvrtki. Štoviše, u industrijama koje se smatraju osjetljivima na toplinu, fluktuacije temperature obično imaju minimalne učinke na prodaju ili produktivnost. Ovaj rezultat je u suprotnosti s Nikolaouovom tvrdnjom da fizički rizici značajno povećavaju troškove i imaju značajan učinak na ekonomsku izvedbu. Obe studije naglašavaju da određena industrija određuje koliko će novca biti izgubljeno (Becchetti i sur., 2023).

Zbog većih novčanih rezervi, manjeg kratkoročnog duga i većeg dugoročnog duga među poduzećima u tim mjestima, loše vrijeme također utječe na mogućnosti financiranja. Prethodno navedeni rezultati naglašavaju nužnost da poduzeća i sektor financijskih usluga uzmu u obzir okoliše rizike povezane s akutnim i kroničnim klimatskim promjenama, uključujući, ali ne

ograničavajući se na toplinske valove, suše i druge ekstremne vremenske pojave (Petersen i sur., 2011).

Različiti nizovi istraživanja razmatraju kako zabrinutost za okoliš utječe na kapitalne troškove budući da zajmodavci i investitori mogu odražavati ono što smatraju većim financijskim rizikom. Stoga financijski sektor ima mnogo za ponuditi u smislu poticanja korporativnog sudjelovanja i odgovornosti prema okolišu. Chava (2014) ispituje odnos između rizika za okoliš i duga i kapitalnih troškova. Za procjenu izloženosti specifičnim opasnostima za okoliš koriste se tri faktora: emisije štetnih kemikalija, prekomjerna izloženost otpadu te izravna i neizravna proizvodnja prihoda od proizvoda fosilnih goriva. Rasponi bankovnih zajmova koriste se za kvantificiranje cijene duga, dok se predviđeni prinosi na dionice koriste za određivanje cijene dioničkog kapitala (Olson i Wu Dash, 2008).

Studija koju je proveo Chava (2014) detaljno opisuje rastuće kamatne stope na bankovne kredite i višu cijenu kapitala za poduzeća koji imaju više okolišne rizike. To ukazuje na to da, sa stajališta investitora, okolišni osviještena poduzeća dolaze s jedinstvenim rizicima, a rizik neplaćanja kompliciraniji je od pukog povećanja kamatnih stopa. Dodatna istraživanja podupiru rezultate o kapitalnim troškovima i pokazuju pozitivan odnos s intenzitetom ugljika, koji služi kao zamjena za rizik ugljika.

Prema Becchetti i sur. (2023), upravljanje rizikom za okoliš ključno je jer smanjuje kapitalne troškove. Autori su došli do zaključka da bolje upravljanje resursima i sudjelovanje u smanjenju rizika za okoliš povećava ekonomsku učinkovitost zaštite okoliša. Ray (2010) je dao jedine rezultate koji su bili donekle nedosljedni. Prema njegovoj analizi, nije bilo značajnih razlika između raspona zajmova poduzeću s fosilnim i nefosilnim gorivima.

Udovičić i Kadlec (2013) istražuju odnos između praksi upravljanja okolišem i politika rizika za okoliš i njihov utjecaj na tržišnu procjenu tvrtki kategoriziranih prema njihovim razinama rizika za okoliš. Autori tvrde da i priroda i veličina ovog utjecaja ovise o specifičnom kontekstu industrije. U sektorima koje karakterizira manji rizik za okoliš, prednosti proizašle iz učinkovitog upravljanja okolišem i politike su izraženije i povoljnije. To postavlja pitanje ima li upravljanje rizikom veći značaj od samog rizika. Naime, poduzeća koja posluju u tim sektorima s manje ugljika intenzivnog susreću se sa sličnim regulatornim rizicima kao i ona u industrijama s više ugljika, što rezultira jačom korelacijom između rizika za okoliš i cijene kapitala na razini poduzeća u industrijama s nižim emisijama stakleničkih plinova.

I na korporativnoj i na industrijskoj razini, vodeća uloga članstva u industriji ključna je za donošenje odluka ulagača i procjenu klimatskih rizika. Prema studijama, poduzeća koja pokazuju veću okolišnu učinkovitost i odgovornost također imaju tendenciju smanjenog tržišnog rizika. Kao rezultat toga, naglašava se koliko financijski rizik poduzeća ovisi o njezinoj predanosti očuvanju okoliša. Osim toga, studija izričito uzima u obzir zabrinutost za okoliš i kako oni utječu na financijske rezultate, posebno na profitabilnost i trošak kapitala poduzeća (Udovičić i Kadlec, 2013). Zaključno, rizici za okoliš imaju negativan odnos s financijskim rezultatima potkrijepljeni su rezultatima, koji također podupiru nalaze CEP-a. Iako su okolišna pitanja glavni izvor financijskog rizika za poduzeća i financijski sektor, ona također služe kao motivator za poboljšanje mjera financijskog učinka.

## **1.2. Društveni rizici**

ESG rizici obuhvaćaju širok spektar društvenih izazova, koji uključuju pitanja kao što su pravedna naknada, osiguranje sigurnog radnog okruženja, angažman dobavljača u održivim praksama, zaštita ljudskih prava zaposlenika i promicanje različitosti, pravednosti, i uključivanje u društvo, kao i pitanja privatnosti podataka, između ostalog. U formuliranju svojih strategija za upravljanje ESG rizicima, organizacije koje se odluče baviti društvenim rizicima moraju osigurati da svi dobavljači budu u skladu s trenutnim ESG standardima, stvoriti sigurno radno mjesto koje štiti zdravlje i sigurnost zaposlenika te provesti mjere za sprječavanje iskorištavanja kupaca i radnika.

Društveni rizici igraju ključnu ulogu u utjecaju na reputaciju marke, što kasnije utječe na interes potencijalnih i postojećih kupaca za proizvode ili usluge tvrtke. Kao takvo, rješavanje društvenih rizika ključno je za ublažavanje drugih ekoloških, društvenih i upravljačkih (ESG) rizika (Kerner, 2023). Sve je veći konsenzus da bi se organizacije trebale pridržavati svojih temeljnih vrijednosti. Diskurs koji okružuje informirane izbore potrošača u pogledu proizvoda koje kupuju, njihovog zaposlenja i organizacija koje podržavaju se intenzivira. Korporacijski sektor prepoznaje da se njegov utjecaj proteže na društvenu jednakost i šira društvena pitanja, što potiče mnoge ulagače da pomno prouče socijalnu politiku svojih odabranih tvrtki. Značajan aspekt ESG rizika koji se odnose na društvenu jednakost sposobnost je tvrtke da ispuni svoje obveze da podrži inicijative zajednice i promiče društvenu jednakost za unutarnje i vanjske dionike. Vjerojatnije je da će se rizik poduzeća

smanjiti kada se očekivanja dionika razumiju kroz organizacijske procjene rizika i ugrade u poslovnu strategiju (CFA Institute, 2018).

Prema Kerneru (2023), unutarnji i vanjski dionici uključeni su u društvenu komponentu ESG-a. Prethodno navedene grupe obuhvaćaju radnike, klijente, dobavljače i prodavače, lokalne zajednice, pa čak i međunarodnu zajednicu. Zaposlenici su pod utjecajem društva i prije nego što se zaposle. Kako bi bile pravedne i ravnopravne u svojim postupcima zapošljavanja, poduzeća moraju priznati nesvjesne predrasude. Prevladavanje nesvjesne pristranosti je teško. Na primjer, osobni intervju može biti previše naporan za kvalificiranog kandidata s poremećajem iz autističnog spektra, iako bi on bio idealan za tu ulogu. Osobu može diskvalificirati ispitivač ako ne može održati kontakt očima.

Društveni rizici obuhvaćaju način na koji zaposlenici tretiraju svoje kolege i nadređene, kriterije koji se koriste za napredovanja i povećanja plaća te procese uključene u otpuštanje zaposlenika. Za poduzeća je imperativ osigurati ravnopravan i pošten tretman svojih kupaca. Primjer nepravednog tretmana je ciljani marketing koji iskorištava specifične demografske podatke, kao što je davanje predatorskih zajmova vojnom osoblju i njihovim obiteljima. Dodatno, dobavljači mogu predstavljati različite društvene izazove, budući da poduzeća mogu nenamjerno ili namjerno stupiti u kontakt s dobavljačima koji posluju neetički (Van Greuning i Brajović Bratanović, 2006). Posljednjih godina poduzeća su kao prioritet dala podršku svojim lokalnim zajednicama. Ideja "lokalne zajednice" širi se na svjetsku perspektivu u tandemu s rastom globalnog tržišta. Organizacijski ciljevi trebali bi voditi ulaganja u, potporu i zagovaranje promjena lokalnih, nacionalnih ili međunarodnih politika i aktivnosti. Starbucks, na primjer, dodjeljuje stipendije obližnjim neprofitnim organizacijama i područjima gdje se uzgaja kava koju prodaju (Zsidisin, 2012).

### **1.2.1. Nejednakost i raznolikost društvenih rizika**

Ulagачi obraćaju više pozornosti nego ikad prije na nejednakost jer ona može dovesti do značajne volatilnosti i povećati rizik za poduzeće. Bez sumnje, poduzeća sve više rade na rješavanju nejednakosti unutar svoje radne snage, distribucijskih mreža i opskrbnih lanaca. Slično tome, brojne vlade diljem svijeta razvijaju mjere za smanjenje socioekonomske razlike. Prema

procjenama Međunarodne organizacije rada, u svijetu postoji do 40 milijuna prisilnih radnika i preko 150 milijuna djece koja rade. U međuvremenu, novine svaki dan objavljuju priče o korporativnim zlouporabama, kao što su izvršni direktori koji daju enormne bonuse dok otpuštaju veliki broj radnika (Deković, Žaja i Smiljčić, 2017).

Dugogodišnji aktivizam protiv korporativnog prekomjernog djelovanja ustupio je mjesto kritici ulagača prema sve većem broju organizacija za smanjenje naknada višim zaposlenicima. Ulagачi su 2017. sve više počeli kritizirati Standard Chartered jer direktorima osigurava bolje mirovinske planove od ostalih članova osoblja. Nakon preispitivanja odluke kao odgovor na snažan pritisak ulagača, Standard Chartered je objavio da su njegov glavni financijski direktor i glavni izvršni direktor prebačeni na istu politiku kao i ostali radnici u Ujedinjenom Kraljevstvu (CFA Institute, 2018).

Ne može se poreći da su raznolikost i inkluzija sve veći među prioritetima odbora. No, pandemija je iznijela probleme raznolikosti i inkluzije na vidjelo. Pandemija je najteže pogodila žene, osobe crne boje kože i etničke manjine, dijelom zato što su ove skupine neproporcionalno zastupljene u sektorima koji često nude nesigurne uvjete rada i niže plaće, što ih čini ranjivijima na ekonomske posljedice pandemije. Većina zaposlenih s nepunim radnim vremenom su žene, koje imaju 47% višu stopu nezaposlenosti od muškaraca, prema Institutu za fiskalne studije. Ipak, najviše zabrinjava istraživanje objavljeno u *British Medical Journalu* koje tvrdi da su društveni čimbenici uzrok "rasnih razlika u zdravstvenim ishodima, koji su postali nova globalna norma" kao rezultat rasnih i etničkih razlika u zdravstvenoj skrbi tijekom pandemije COVID-19. U usporedbi s bijelim Amerikancima i Amerikancima azijskog podrijetla, koji su imali najniže stope, Afroamerikanci trenutno su imali drugu najveću stopu bolesti i smrtnosti povezanih s COVID-19 u SAD-u, s dvostruko više slučajeva (Kerner, 2023).

Smrt Georgea Floyda u Minneapolisu u svibnju 2020. godine poslužila je kao izvanredan poticaj za reformu. Poduzeća diljem svijeta osudile su način na koji se postupalo s Georgeom Floydom i uspostavile su sveobuhvatne strategije za suočavanje sa sustavnim rasizmom u korporativnoj Americi i inozemstvu. Poduzeća su se godinama opirale nametanju kvota, no kao reakcija na rastuće javno mnijenje to se bitno promijenilo. Adena Friedman, izvršna direktorica Nasdaqa, predložila je novu uredbu u prosincu 2020. koja bi prisilila američke korporacije uvrštene na burze povezane s Nasdaqom da objave "jednoglasne izjave" u vezi sa svojim upravnim odborima i "transparentnim" podacima o raznolikosti. Osim toga, većina poduzeća Nasdaqa morala



bi ili objasniti zašto nemaju dva "različita" direktora u svojim upravnim odborima, tj. ženu i pripadnika manjinske skupine koja je "podzastupljena" ili imati barem dva "različita" direktora u njihovim upravnim odborima (Williams, 2022).

### 1.3. Upravljački rizici

Učinkovitost poslovnih operacija i administracija različitih politika uključujući otkrivanje ekoloških, društvenih i upravljačkih čimbenika (ESG), strukturiranje upravnog odbora, promicanje raznolikosti, naknade rukovoditeljima i rukovanje korupcije i prijevare zajedno sa sveobuhvatnim komunikacijskim strategijama osmišljenim za povećanje transparentnosti, svi su pod značajnim utjecajem rizika upravljanja. Poduzeća bi trebala stalno biti obaviještena o novim okolišnim pravilima i poticajima za odbore da prate i upravljaju ESG rizicima ako žele poboljšati upravljački dio svog plana upravljanja ESG rizicima (Deković, Žaja i Smiljčić, 2017).

Poduzeća koja zanemaruju uključivanje komponenti upravljanja u svoje ESG planove za prevenciju rizika riskiraju ozbiljne kazne koje bi mogle ugroziti njihovu financijsku stabilnost. Stoga je promicanje otvorenosti ključno ako se nadaju smanjenju učinaka propisa koje nameće vlada. Rizici povezani s moralnim i pravnim vodstvom organizacije, njezinom operativnom ispravnošću i transparentnošću te njezinom uključenošću u druge značajne ESG projekte smatraju se rizicima upravljanja. Iako je vlasništvo nad rizikom upravljanja povjereno upravi i višem menadžmentu, on je također djelomično u vlasništvu kontrolnih vlasnika prve linije obrane zbog njegove distribucije na više razina.

Upravni odbor i više rukovodstvo zaduženi su za postavljanje opće politike i strukture organizacije. Prema konvencionalnoj mudrosti, prva linija obrane postavlja te politike i mjere kontrole, druga linija obrane im pomaže i drži ih na oku, a treća linija obrane ih testira. Uzimajući širi pogled otkriva da, među mnogim drugim čimbenicima, političari, radnici, investitori i društveni pritisak imaju utjecaj na modele rizika upravljanja. Vodstvo organizacije je pod većim pritiskom da djeluje drugačije zbog ovih aktera. Dioničari imaju ovlasti zahtijevati odgovornost od poduzeća u pitanjima upravljanja (Jakovčević i Novaković, 2006).

Provođenje pregleda rizika upravljanja i usklađenosti moglo bi biti zastrašujuće za većinu revizora. Revizorski timovi često vjeruju da nisu opremljeni propitivati odluke koje donose najviši

dužnosnici organizacije. U sustavu upravljanja, posao revizora je procijeniti koliko su dobro informacije priopćene internim i vanjskim dionicima i koliko dobro funkcioniraju procesi donošenja odluka. Perspektiva testiranja je pristup upravljanju rizikom odozdo prema gore. Metoda se bavi jamstvom, upravljanjem rizikom i postupcima usklađenosti i namijenjena je da višim menadžerima pruži znanje i upute (Udovičić i Kadlec, 2013).

To u osnovi uključuje procjenu okoline pod pretpostavkom da ona predstavlja najbolji kalibar upravljanja. Stav uprave o rasnoj i rodnoj paritetu plaća uspoređen je s transparentnošću plaća glavnog izvršnog direktora. Interne revizije programa korporativne održivosti mogu rasvijetliti sklonost uprave da izvršava svoje društvene dužnosti. Također je očito kako se vrhunska stajališta o rukovanju privatnim informacijama odražavaju u silosima za upravljanje rizikom koji u cijelosti zanemaruju usklađenost s privatnošću. Dok se definira filozofija upravljanja i radi se na smanjenju rizika u ESG areni, može se osloniti na provjereno znanje o upravljanju rizicima i vještinama revizije usklađenosti. Budući da će rezultati poslužiti kao temelj za razumijevanje rizika upravljanja, revizori bi trebali uzeti u obzir šire organizacijske implikacije nalaza (Udovičić i Kadlec, 2013)

## **2. ESG OCJENA RIZIKA**

Organizacija može dobiti ESG ocjenu rizika nakon procjene svake od tri komponente ESG rizika. Izloženost poduzeća riziku povezanom s različitim ESG komponentama rizika, kao što su okolišna, socijalna pitanja i pitanja upravljanja, mjeri se ESG ocjenom rizika. ESG rizik izračunava se korištenjem rezultata, koji također pomaže poduzećima u podizanju potrebnih ispravaka za povećanje rezultata. Okolišni, društveni i upravljački aspekti su među različitim kategorijama povezanim s ESG rizikom koji se ocjenjuju kako bi se odredio ESG rizik. Okolišna komponenta ESG ocjene rizika, na primjer, može se izvesti iz emisija ugljika, održivosti pakiranja, izvora vode, utjecaja na biološku raznolikost i praksi gospodarenja toksičnim otpadom (Udovičić i Kadlec, 2013).

Koliko su dobro potrošači zaštićeni tijekom procesa kupnje, koliko je proizvod siguran tijekom svog životnog ciklusa, kvaliteta zaštite, kako su zaposlenici obučeni da izbjegnu opasne situacije, kako se upravlja opskrbnim lancem i kako se ispravljaju nepovoljni radni uvjeti doprinijeti socijalnom rezultatu samo su neki od pitanja u ESG procjeni rizika. Komponente upravljanja ESG-ove procjene rizika procijenit će napore poduzeća u općoj poslovnoj etici, upravljanju računovodstvom, provedbi raznolikosti i transparentnosti. Mnoga poduzeća mogu koristiti vanjske organizacije da im pomognu u određivanju ESG rezultata, ali ključno je zapamtiti da različite treće strane imaju različite tehnike za određivanje ESG rezultata organizacije. Općenito, sposobnost poduzeća da ublaži ESG rizik odražava se u tome koliko je visok ESG rizik (Touche, 2023).

### **2.1. Utjecaj ESG ocjene za investitore i pretvaranje ocjena u indekse**

ESG ulagači uključuju ESG revizije u uobičajeni postupak ulaganja. ESG ocjene su koristan dodatak financijskim procjenama, jer se budući rizici poduzeća mogu bolje razumjeti uz pomoć ESG procjene. Procjena ESG rejtinga bila bi prvi korak u procesu ulaganja ako bi se ograničila kupnja dionica na one poduzeća koje podržavaju održive poslovne prakse. Poduzeće neće biti razmatrano za portfelj ako ne ispunjava zahtjeve. Nakon utvrđivanja ocjena, određeni pružatelji usluga stvaraju indekse koje koriste vladine agencije, upravitelji imovinom, institucionalni

investitori i pružatelji ETF-ova i fondova građana. Rebalansiranje na temelju ESG rezultata i isključenje ili negativna recenzija uobičajene su dodatne faze u izgradnji indeksa. Mnoštvo čimbenika utječe na odabrana isključenja, kao što su pragovi koji se često utvrđuju na temelju tolerancije klijenta i procjena davatelja indeksa o tome što treba isključiti (Deković, Žaja i Smiljčić, 2017).

Neki čimbenici, koji se razlikuje od države do države i područja do područja, kao što su alkohol, kockanje, nuklearna energija, krzno, oružje, duhan, pornografija i fosilna goriva posebice ugljen među industrijama su ona koja se često izostavljaju. Na sastav portfelja i povrate ulaganja može se uvelike utjecati odabirom i uklanjanjem nepoželjnih trendova u industriji. Pokazatelj ESG ulaganja je snaga rasta indeksa. Proces stvaranja indeksa, mjera u kojoj se portfelji fokusiraju na izdavatelje s visokim ESG rezultatima i drugi formati poput tematskih indeksa (npr. izdavatelji s visokim "S") imaju značajan utjecaj na usmjeravanje upravljanja ESG portfeljima u cjelini (Drljača i Bešker, 2010).

## **2.2. Ključni elementi ESG pristupa procjeni rizika**

Prema Grimu (2020), postoje četiri primarne komponente ESG metodologije procjene rizika:

- Materijalni problemi s ESG-om: Ova metoda traži važne probleme s ESG-om specifične za industriju i razmatra kako bi oni mogli utjecati na ugled i financijsku izvedbu poduzeća.
- Izloženost: Uzimajući u obzir varijable uključujući poslovne operacije, opskrbeni lanac i geografsku lokaciju, procjenjuje se izloženost poduzeća glavnim ESG izazovima.
- Upravljanje: ispitivanjem politika, postupaka i informacija o učinku poduzeća, ova metoda procjenjuje koliko dobro poduzeće može upravljati svojim ESG rizicima.
- Neupravljeni rizik: Izračunava se neupravljeni rizik, a to je rizik koji postoji nakon uračunavanja "praznina u upravljanju" ili napora uprave u ime organizacije. To je nešto što je reverzibilno. "Neupravljivi rizici" upravo su ono što njihovo ime implicira: opasnosti koje menadžment nije u stanju kontrolirati.

### **3. INTEGRACIJA ESG KRITERIJA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE**

Postoji veliki broj alternativnih načina ulaganja, no svaki će ulagač odabrati onu koja mu najviše odgovara i pomoću koje će najlakše ostvariti svoje ciljeve. Strategije ulaganja mogu se okarakterizirati kao zbirka pravila i ciljeva ulaganja, koje je ključno eksplicitno identificirati prije početka ulaganja, a temelje se na brojnim aspektima. Te karakteristike su svrha ulaganja, vremensko razdoblje za postizanje ciljeva, udio kapitala koji je spreman za ulaganje, financijski instrument koji će se ulagati i profil rizika. Ako osoba želi početi ulagati na financijskim tržištima, prvo mora imati isplaniranu strategiju ulaganja koja će mu dati izvjesnu sigurnost, smanjiti rizik i bolje kontrolirati svoje emocije (Becchetti i sur., 2023).

Domaća poduzeća sve više shvaćaju nužnost integriranja ESG kriterija u svoje poslovanje. Integracija ESG-a zahtijeva promjenu u načinu razmišljanja, alternativne procjene rizika, prilagodbu poslovnih procesa ili formuliranje strategija uzimajući u obzir okoliše i društvene implikacije (Olson i Wu Dash, 2008). Za neke organizacije sve to predstavlja veliku prepreku. U tom smislu, za organizacije je ključno osigurati da su njihove inicijative održivosti povezane s ESG standardima i da se pridržavaju najboljih praksi u odgovarajućim sektorima. To uključuje stvaranje partnerskih veza s ključnim dionicima i investitorima, transparentnost u izvješćivanju o održivosti te kontinuirano praćenje i poboljšanje učinka ESG-a (Becchetti i sur., 2023).

Uz odgovarajuću strategiju, integracija ESG kriterija u poslovanje može donijeti nekoliko prednosti, poput smanjenja rizika i troškova, jačanja imidža poduzeća i otvaranja novih potencijala za poslovanje i ulaganja. Stoga bi poduzeća koje su već počele uključivati ESG u svoje poslovanje trebale nastaviti razvijati i jačati svoje planove održivosti, dok bi one koje su tek na početku procesa trebale djelovati brzo kako bi se pripremile za nadolazeće promjene i poteškoće.

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

Ivanišević Hernaus (2013) tvrdi da investitori imaju pristup različitim strategijama i vrstama održivih ulaganja, što im omogućuje da odaberu pristup koji je u skladu s njihovim financijskim ciljevima, a istovremeno pridonosi širim društvenim dobrobitima. Određene strategije održivog ulaganja temelje se na vlasništvu nad financijskom imovinom, s ciljem poticanja i poboljšanja društveno odgovorne poslovne prakse, u konačnici težeći uspostavi zdravog i održivog društva, umjesto da se isključivo koncentriraju na stvaranje i upravljanje portfeljem. Eurosif (2018), pozivajući se na taksonomiju tehnika održivog ulaganja uvedenu 2012. godine, identificira sedam različitih kategorija strategija:

1. uključivanje čimbenika okoliša, društva i upravljanja (esg),
2. angažirano upravljanje,
3. provjera u skladu s utvrđenim standardima,
4. isključujuća provjera ili deaktivacija,
5. inkluzivna provjera ili "vodeći izvođači",
6. usmjerena dodjela prema inicijativama održivog razvoja,
7. ulaganja koja imaju pozitivan učinak na zajednicu.

Integracija čimbenika okoliša, društva i upravljanja (ESG) uključuje namjerno uključivanje ovih razmatranja od strane upravitelja imovinom u konvencionalnu financijsku analizu. Ova metodologija ulaganja brzo dobiva na snazi ne samo u Europi nego i globalno, pojavljujući se kao prevladavajući pristup među ulagačima koji su predani praksama održivog ulaganja (Eurosif, 2018.). Sveobuhvatne ESG strategije obično koriste kvantitativne metodologije za korištenje ESG podataka, zajedno s temeljnim pristupima koji uključuju proaktivno uključivanje u korporativno upravljanje na razini individualne sigurnosti. Na razini portfelja, spajanje kvantitativne i temeljne ESG integracije pruža nepristran okvir za ugradnju ESG elemenata, dopunjenih interakcijama vođenim angažmanom koje poboljšavaju i pojašnjavaju odabir dionica i procese upravljanja portfeljem za krajnje ulagače (CFA, 2021).

Pristup aktivnog vlasništva djeluje iskorištavanjem utjecaja dioničara za oblikovanje korporativnog ponašanja, obuhvaćajući izravan angažman s višim rukovodstvom i/ili odborima poduzeća, pojedinačno ili zajedničko podnošenje prijedloga dioničara i glasovanje putem

opunomoćenika vođeno sveobuhvatnim ESG smjernicama (GSIA, 2021). Ovaj pristup ima istaknuto mjesto u Japanu (CFA, 2021).

Pristup filtriranja temeljen na normama omogućuje investitorima da upravljaju svojim portfeljima procjenjujući pridržavanje tvrtki utvrđenim međunarodnim standardima i normama. Ovi standardi obuhvaćaju kritična područja kao što su održivost okoliša, ljudska prava, radne prakse i antikorupcijske mjere, kako je artikulirano u različitim međunarodnim okvirima, uključujući Smjernice OECD-a za multinacionalna poduzeća. Međutim, ova strategija doživljava pad popularnosti jer ulagači sve više daju prednost isključivim ili negativnim metodama provjere. Iako je još preuranjeno utvrditi konačan pomak u preferencijama ulagača, mnogi još uvijek smatraju filtriranje temeljeno na normama legitimnom komponentom svojih strategija ulaganja, iako je vjerojatnost da će ga primijeniti kao neovisni pristup smanjena (Eurosif, 2018).

Mnogi se ulagači odlučuju za strategije isključivanja kako bi smanjili izloženost određenim sektorima ili vrijednosnim papirima koji su u suprotnosti s njihovim uvjerenjima. Ova isključenja obično ciljaju industrije koje se nazivaju "sektorima grijeha", kao što su duhan, pornografija, kockanje i alkohol, ali se također mogu proširiti na pojedinačne poduzeća ili čak cijele zemlje. Povijesno gledano, isključenja su služila kao etičke i normativne granice. Prema podacima koje je prikupio *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*, metode koje se temelje na isključenju i dalje dominiraju krajolikom ESG imovine pod upravljanjem (eng. *Assets Under Management - AUM*). Prevalencija i rast pristupa isključivanja signaliziraju pomak izvan tradicionalnih područja kao što su kontroveržno oružje i streljivo kako bi se obuhvatili sektori kao što su duhan, termo ugljen i nuklearno oružje (CFA, 2021). Trajna privlačnost negativnog pregleda nije iznenađujuća s obzirom na njegovu dugotrajnost i jednostavnost primjene, što ga čini uobičajenom ulaznom točkom za ulagače koji žele ugraditi ESG čimbenike u svoje portfelje (Uzsoki, 2020). Negativni probir ili isključenje ističe se kao dominantna strategija u Europi (CFA, 2021). Isključivanja se mogu kategorizirati u četiri glavne skupine: univerzalna, s ponašanjem, na religiji i idiosinkratička isključenja. Univerzalna isključenja usklađena su s globalnim standardima koje su postavile organizacije poput Ujedinjenih naroda (UN) i Svjetske zdravstvene organizacije (WHO). Isključivanja povezana s ponašanjem obično su specifična za pojedinačne poduzeća ili zemlje i ne odražavaju nužno prosudbu o prirodi samog poslovanja. Isključivanja na temelju vjere zadovoljavaju preferencije vjerskih institucija ili pojedinačnih ulagača. Idiosinkratičnim isključenjima, s druge strane, nedostaje globalni konsenzus i mogu biti jedinstveni za određene

regije ili entitete; na primjer, novozelandski mirovinski fondovi imaju mandat isključiti poduzeća uključene u trgovinu proizvodima od kitovog mesa (CFA, 2021).

Strategija "najbolje u klasi" uključuje usmjeravanje ulaganja prema sektorima, tvrtkama ili projektima koji su odabrani na temelju njihovih povoljnih ESG ocjena u usporedbi s njihovim konkurentima u industriji, s ciljem postizanja ocjene koja premašuje unaprijed određeni prag. Ulagачi mogu procijeniti i pratiti ključne pokazatelje uspješnosti (KPI) kao što su broj obrazovnih sati po zaposleniku i ukupna veličina prihoda (GSIA, 2021.). Ovaj pristup ulaganju često karakterizira ciljanje najvišeg decila, kvintila ili kvartila prema utvrđenim ESG kriterijima. Učinkovitost ove ESG strategije ovisi o dosljednosti metodologije rangiranja i izloženosti portfelja tvrtkama s višim ocjenama. Značajan izazov povezan s ovom strategijom je varijabilnost ESG metodologija ocjenjivanja i nepostojanje jedinstvenog sustava ocjenjivanja. Posljedično, tvrtka može dobiti visoku ocjenu prema jednoj metodologiji, dok je niže ocijenjena prema drugom skupu ESG metrika koje koristi ulagač fonda ili distribucijska platforma poput Morningstara. Kao rezultat toga, "najbolji u klasi" portfelji moraju proći pomnu kontrolu u pogledu njihove transparentnosti i dosljednosti. Zbog tog ograničenja, strategija je smanjila fleksibilnost za provođenje neovisnog istraživanja o tvrtkama s nižim ocjenama koje bi mogle pokazati pozitivne trendove ili poboljšanja u svojoj ESG izvedbi. Prevladavajuća kritika "najboljih u klasi" ESG strategija je da njihov uski fokus često dovodi do smanjenja povrata u ESG izvedbi, s ograničenim mogućnostima za postizanje inkrementalnih koristi kroz aktivno vlasništvo (CFA, 2021).

Ulaganja usredotočena na održivi razvoj obuhvaćaju širok raspon tema, omogućujući ulagačima da posebno ciljaju područja koja su u skladu s ciljevima održivog razvoja. Nedavni porast novih proizvoda i fokusiranih tema ulaganja ukazuje na značajan rast ove strategije. Integriranjem ulaganja na temu održivosti u portfelje, ulagači se mogu pozabaviti temama dugoročnih ulaganja povezanih s ciljevima održivog razvoja, kao što su nestašica vode, energetska učinkovitost, smanjenje ugljika, poljoprivredni prinosi i pristup obrazovanju. Kako bi osigurali točnost svojih izbora održivosti, ulagači mogu razviti metodologije za praćenje učinkovitosti svojih odluka i praćenje relevantnih parametara, kao što je intenzitet emisije ugljika, kroz lanac vrijednosti (Eurosif, 2018).

Nakon uspostave i objavljivanja ciljeva održivog razvoja Ujedinjenih naroda (UN), ulagači su se uglavnom usredotočili na ulaganje s utjecajem na zajednicu kao pristup održivom ulaganju koji može učinkovito odražavati postizanje ovih ciljeva. Ovaj oblik održivog ulaganja posjeduje



specifične atribute koji ga podupiru, kao što su: namjernost ESG utjecaja, očekivani povrat, mjerenje učinka i dugoročni horizont ulaganja. Svi navedeni kriteriji relevantni su za sve strategije održivog ulaganja, s izuzetkom mjerenja uspješnosti, koje se smatra ključnim kriterijem za ovu metodologiju ulaganja. Rizici koje ulagači prepoznaju u ovom kontekstu povezani su s nedostatkom definiranih metrika, što bi moglo ugroziti usporedivost i utjecati na postupak dubinske analize ulagača (Eurosif, 2018). Svaki investitor i upravitelj fonda odabire strategiju koja je najbolje usklađena s njihovim ciljevima. Ključno je naglasiti da se strategije održivog ulaganja međusobno ne isključuju i stoga se mogu koristiti zajedno (Ivanišević Hernaus, 2013).

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

Zakonodavni dijelovi imaju mnoštvo političkih ciljeva. Jedan od njihovih glavnih ciljeva je zaštita od "greenwashinga" u investicijskim proizvodima koji se prodaju unutar Europske unije. Osim toga, nastoje integrirati održivost u upravljanje rizikom za sve investicijske proizvode i preusmjeriti kapital prema održivim investicijskim aktivnostima, dok obeshrabruju neodržive. Ovi naponi su u skladu s obvezom EU-a da do 2050. godine postigne klimatski neutralno gospodarstvo. Nadalje, EU SFDR igra ključnu ulogu u standardizaciji procjene rizika održivosti za sve obuhvaćene proizvode. Kategorizira održive investicijske proizvode u tri različite skupine. Počevši od ožujka 2021., društva za upravljanje obavezna su objaviti ovu klasifikaciju za sve svoje fondove (Becchetti i sur., 2023).

Početna kategorija investicijskih proizvoda naziva se "Article 9" ili tamnozeleni fondovi, koji su posebno dizajnirani za održive investicijske svrhe. Prema SFDR-u, održiva ulaganja imaju potencijal pridonijeti okolišnim ili društvenim ciljevima. Međutim, ključno je da ne prouzrokuju značajnu štetu („nemaju značajnu štetu” – DNSH) nijednom od ovih ciljeva. Općenito, tamnozeleni fondovi više su usmjereni na stvaranje pozitivnog učinka (CFA, 2021). Ovi fondovi daju prednost etičkim pitanjima i ugrađuju ih u svaki aspekt svog poslovanja. Pridržavaju se strogih procesa koji u potpunosti izbjegavaju poslovanje ili industriju koja ne ispunjava okoliše ili druge etičke kriterije. Industrije kao što su nafta, plin, testiranje na životinjama i duhan među onima su kojih se tamnozeleni fondovi klone (Fidelity, 2023).

Druga kategorija se naziva "article 8" ili jarko zeleni fondovi, koji su investicijski proizvodi koji primarno zagovaraju ekološke i/ili društvene karakteristike. Dok se kriteriji ESG-a uzimaju u obzir među različitim čimbenicima, održivo ulaganje ne mora nužno služiti kao najvažniji cilj. Predviđa se da će većina ESG investicijskih proizvoda potpasti pod klasifikaciju " article 8" (CFA, 2021). Ovi fondovi pokazuju prilagodljiviju strategiju ulaganja prema tvrtkama, priznajući odgovorne prakse čak i u sektorima koji se obično smatraju manje etičnim. Na primjer, to može uključivati prijevoznike tvrtke koje nastoje smanjiti emisije ugljika, naftna i plinska poduzeća koja se granaju u obnovljive izvore energije ili proizvođače solarnih ploča (CFA, 2021).

Posljednja kategorija investicijskih proizvoda uključuje fondove iz "Article 6", koji se odnose na fondove koji aktivno ne promiču ciljeve održivog ulaganja ili ne uključuju kriterije održivosti na način da se kao takvi mogu otvoreno reklamirati. Čak i za sredstva koja se ne smatraju okolišni prihvatljivima, i dalje vrijede određene obveze izvješćivanja. Na primjer, fondovi mogu otkriti informacije o tome kako su rizici održivosti integrirani u investicijske odluke. Međutim, fondovi prema članku 6. mogu odlučiti uključiti održivost isključivo kao alat za upravljanje rizikom. Jednostavnije rečeno, SFDR pretpostavlja da svi ulagači uzimaju u obzir rizike održivosti kao dio svog cjelokupnog okvira upravljanja rizikom. Ako pokriveni fondovi ne uzimaju u obzir održivost, dužni su jasno objasniti razloge u predugovornim objavama fonda.

S obzirom na to da će ovaj zakon preobraziti značajan dio održivih financija u EU-u i utjecati na regulatorne strategije drugih regija, preporučljivo je ugraditi ključne zakonodavne komponente (CFA, 2021). Direktiva o tržištima financijskih instrumenata (MiFID) (2004/39/EC) na snazi je u cijeloj Europskoj uniji od studenog 2007. godine. Služi kao temelj regulacije financijskog tržišta u EU, s ciljem povećanja transparentnosti financijskih tržišta. i standardiziranje regulatornih objava za poduzeća sa sjedištem u EU.

Središnji je cilj ove Direktive povećati konkurentnost stvaranjem jedinstvenog tržišta za investicijske usluge i aktivnosti, uz istodobno osiguranje dosljedne razine zaštite ulagatelja u financijske instrumente. MiFID navodi potrebne operativne i organizacijske zahtjeve za investicijske tvrtke, postavlja standarde autorizacije za regulirana tržišta, nalaže regulatorno izvješćivanje radi ublažavanja zlouporabe tržišta, nameće zahtjeve transparentnosti za trgovanje dionicama i uspostavlja propise za uvrštenje financijskih instrumenata u trgovanje. MiFID II / MiFIR stupio je na snagu 3. siječnja 2018. Osim toga, MiFID II dodatno usklađuje nadzorne prakse u državama članicama i proširuje raspon regulatornih mjera (Becchetti i sur., 2023).

MiFID II uvodi dodatne zahtjeve za izvješćivanje i testove za povećanje transparentnosti. Proširuje raspon financijskih instrumenata obuhvaćenih MiFID-om, uključujući dionice, robu, dužničke instrumente, ročnice i opcije, fondove kojima se trguje na burzi i valute (Kenton, 2021). Europska unija predložila je izmjene i dopune pravila o prikladnosti MiFID-a II, s ciljem uključivanja okolišnih, društvenih i upravljačkih (ESG) preferencija ulagača u investicijske savjete i postupke upravljanja portfeljem. Europska komisija trenutno je u procesu revizije MIFID-a II kako bi osigurala da upravitelji bogatstva moraju uzeti u obzir "preferencije održivosti" klijenata kao sastavni dio cjelokupnog procesa prikladnosti (Pascal i Messini, 2020).

### **3.3. Integracija ESG rizika**

Ne postoji univerzalno rješenje za upravljanje ESG rizicima. U nastavku su navedene različite metode integriranja ESG-a u strategije investiranja. Određene osiguravajuće organizacije mogu se odlučiti za prilagođeni ESG pristup upravljanju. Uspostava političkog okvira ili usporedive strukture koja ocrtava uloge, odgovornosti i procedure mogla bi olakšati dobro definiranu strategiju (npr. korištenje pokazatelja odgovornosti kao što je pristup RACI), iako može zahtijevati dodatne resurse za izradu smjernica i njihovu internu provedbu (Becchetti i sur., 2023).

Tipično je da organizacije inkorporiraju ESG rizike u svoj trenutni okvir rizika, često unutar područja reputacijske politike i rizika ulaganja. U najmanju ruku, organizacije bi trebale biti u mogućnosti pokazati povezanost s potencijalnim okvirima rizika organizacije. Integracija ESG-a u postojeće okvire rizika omogućuje brži proces implementacije, iako interesi i postupci sponzora ESG-a zahtijevaju daljnju prilagodbu kako bi se uskladili s tim procesima (Olson i Wu Dash, 2008).

Integracija ESG čimbenika u trenutne protokole i smjernice za preuzimanje rizika često dovodi do poboljšanog upravljanja ESG rizikom i smanjene izloženosti. Daljnji ESG nadzor može se detaljno opisati u drugim područjima. Iako postoje značajne prednosti, kriteriji procjene rizika obično se usredotočuju na preciznu metriku rizika. Posljedično, uvođenje načela ESG-a u uspostavljene protokole nabave može unijeti napetosti i neslogu, zahtijevajući temeljit organizacijski nadzor (Olson i Wu Dash, 2008).

Ključno je biti oprezan u koordinaciji ESG pristupa u različitim odjelima organizacije. To jamči da organizacija održava jedinstveni pristup rješavanju ESG rizika unutar svake jedinice, kad god je to izvedivo (npr. provedba načela održivog osiguranja i načela odgovornog ulaganja).

### **3.3.1. Utjecaj na odabir portfolio managera**

Integracija ESG načela predstavlja jedinstven skup izazova za vlasnike imovine. Uključivanje ESG kriterija u proces investiranja u sveobuhvatnu procjenu investicijskih vještina složen je zadatak. To zahtijeva duboko razumijevanje načina na koji ESG čimbenici doprinose ublažavanju rizika i stvaranju vrijednosti. Trenutno ne postoji univerzalno prihvaćen standard za mjerenje ESG učinka. Kao rezultat toga, investitori i njihovi savjetnici često se oslanjaju na mjerne podatke koji su prikladni za potrebe provjere valjanosti. Općenito, postoji izravna korelacija između razine uključenosti ESG-a i učinka investicijskih menadžera prilagođenog riziku. Stoga će veća uključenost u ESG prakse vjerojatno dovesti do poboljšane financijske uspješnosti. U biti, davanje prioriteta ESG-u nastoji donijeti bolje povrate (Udovičić i Kadlec, 2013).

Suprotno uvriježenom mišljenju, podaci predstavljaju drugačiju perspektivu. Nije uvijek slučaj da veći ESG dovodi do boljih povrata prilagođenih riziku. Ključ leži u identificiranju menadžera koji razumiju važnost upravljanja ESG rizicima (Drljača i Bešker, 2010). Nakon što se čimbenici ESG-a potpuno integriraju u menadžerov investicijski proces, svaki pozitivan učinak na financijsku izvedbu trebao bi biti u potpunosti vidljiv u njihovim petogodišnjim i desetogodišnjim rezultatima. Dva pokazatelja menadžerove uzlazne putanje u ESG integraciji su pozitivan ESG zamah i snažna ESG intencija (Tamplin, 2023).

### **3.3.2. Odnos između ESG integracije i financijskog učinka**

Ulagачi mogu poboljšati svoj proces donošenja odluka u vezi s potencijalnim rizicima i koristima integracije ESG čimbenika u svoje investicijske strategije razumijevanjem ove korelacije. Brojne studije dosljedno pokazuju povoljnu povezanost između ESG čimbenika i financijskog učinka. Ovi nalazi sugeriraju da poduzeća koje pokazuju snažnu ESG izvedbu često nadmašuju svoje

konkurente u smislu dugoročnih financijskih povrata i performansi prilagođenih riziku (Udovičić i Kadlec, 2013).

Integracija ESG-a ima ključnu ulogu u poboljšanju dugoročnog stvaranja vrijednosti identificiranjem poduzeća koje posjeduju sposobnost učinkovitog rješavanja nadolazećih rizika i prilika koje se odnose na pitanja okoliša, društva i upravljanja. Vjerojatnije je da će takve poduzeća pokazati otpornost i prilagodljivost u uvjetima koji se mijenjaju na tržištu i regulatornim okvirima. Uključivanjem ESG čimbenika u investicijske odluke, ulagači mogu steći dublje razumijevanje i učinkovito upravljati potencijalnim rizicima povezanim s okolišnim, društvenim i upravljačkim praksama poduzeća. Poduzeća koje pokazuju hvalevrijedan ESG učinak općenito se doživljavaju kao otpornije na nepovoljne događaje i posjeduju veću sposobnost upravljanja potencijalnim rizicima, čime se postižu stabilniji i održiviji financijski ishodi (Tamplin, 2023).

## ZAKLJUČAK

ESG obuhvaća tri temeljna kriterija za ocjenu održivosti poduzeća ili ulaganja, etičke prakse i društveno odgovornog poslovanja. Okolišni aspekt odnosi se na izravne ili neizravne učinke poslovanja na prirodni okoliš, uključujući klimatske promjene, onečišćenje okoliša, iskorištavanje prirodnih resursa, gospodarenje otpadom i energetska učinkovitost. Društveni čimbenici povezani su s izravnim ili neizravnim utjecajem poduzeća na različite interesne skupine u smislu univerzalnih vrijednosti, kao što su radni uvjeti, odnosi u zajednici, ljudska prava i različitost. Na kraju, upravljački čimbenici obuhvaćaju procese, propise i institucije koje utječu na upravljanje, kontroliranje i administriranje poduzeća.

ESG kriteriji dobivaju sve više na značaju u području poslovnih izbora i financijskih ulaganja. Prihvatanje održivosti nije samo obavezan zahtjev, već i ključna mjera u poboljšanju ukupnog korporativnog ugleda i imidža. Financijske institucije i investitori sve više obraćaju pažnju na usklađivanje sa ESG kriterijima. Oni su zainteresirani za dodjelu sredstava poduzećima koja implementiraju ESG kriterije. Posljedično, poduzećima kojima je odgovornost na prvom mjestu lakše je osigurati financiranje jer se obraćaju ulagačima koji daju prioritet održivim i etičkim ulaganjima te imaju dobro definirane ESG ciljeve i strategije.

Poslovne aktivnosti koje se pridržavaju ESG kriterija imaju potencijal poboljšati ugled poduzeća i uspostaviti povoljan imidž. Postoji rastući trend među potrošačima da daju prednost poduzećima koje pokazuju društvenu i ekološku svijest. Uključivanjem ESG-a u svoje poslovanje, poslovni subjekti mogu lakše identificirati i upravljati okolišnim, društvenim i upravljačkim rizicima. Određivanje prioriteta ESG kriterija također može potaknuti inovacije i produktivnost unutar poduzeća. Na primjer, inicijative poput ulaganja u održive izvore energije ili smanjenja emisija mogu potaknuti razvoj novih tehnologija i pojednostaviti proizvodne procese. Može se zaključiti da ESG procjena ima ključnu ulogu u strategiji rasta poduzeća, pružajući jasan put za održive poslovne prakse. Poduzeća koje daju prioritet ESG-u bolje su opremljene za snalaženje u izazovima suvremenog poslovnog okruženja i poticanje pozitivnih promjena među različitim dionicima. ESG se pokazao kao ključni element za sve poslovne subjekte, oblikujući njihove aktivnosti i utječući na odluke ulagača. Prepoznavanje važnosti ESG-a imperativ je za sve poslovne subjekte s ciljem poboljšanja održivosti i privlačenja potencijalnih klijenata i ulagača.

## REFERENCE

- Becchetti, Leonardo, Cucinelli, Doriana, Ielasi, Federica, Rossolini, Monica (2023). „Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity“. *International Review of Financial Analysis* 89, (2023): 124-146. Dostupno na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521923003496?via%3Dihub> Datum pristupa: 21.05.2024.
- CFA (2021). *ESG Investing: Official Training Manual*. London: CFA Society of the UK.
- CFA institute (2018). *Esg in equity analysis and credit analysis*. Dostupno na: <https://www.unpri.org/download?ac=4571>. Datum pristupa: 21.04.2024.
- Chava, S. (2014). Environmental Externalities and Cost of Capital. *Management Science*, 60(9), 2223-2247.
- Deković, Željko, Žaja, Jelena, Smiljčić, Ivana (2017). Rizik i finansijski menadžment. *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku* 10,(29), 123-139. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/176763>. Datum pristupa: 21.05.2024.
- Drljača, Miroslav, Bešker, Marko (2010). Održivi uspjeh i upravljanje rizicima poslovanja. *Kvalitet* 8(8), 33- 39. Dostupno na: [https://bib.irb.hr/datoteka/520678.9. Odrivi\\_uspjeh\\_i\\_upravljanje\\_rizicima\\_poslovanja.pdf](https://bib.irb.hr/datoteka/520678.9. Odrivi_uspjeh_i_upravljanje_rizicima_poslovanja.pdf). Datum pristupa: 25.05.2024.
- EBA (2022). Report on incorporating ESG risks in supervision of investment firms. Dostupno na: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/1041881/EBA%20report%20on%20incorporating%20ESG%20risks%20in%20the%20supervision%20of%20investment%20firms.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1041881/EBA%20report%20on%20incorporating%20ESG%20risks%20in%20the%20supervision%20of%20investment%20firms.pdf). Datum pristupa: 28.04.2024.
- Eurosif (2018). European SRI Study. Dostupno na: <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>. Datum pristupa: 07.05.2024.
- Fidelity (2023). Sustainable and ESG investing terminology. Dostupno na: <https://www.fidelity.co.uk/esg-and-sustainable-investing-terminology/#accordionb5c17b28>. Datum pristupa: 10.05.2024

- Gopel, Maja (2022). Poziv na novo promišljanje svijeta. Zagreb: Naklada Ljevak d.o.o.
- Grim Douglas (2020). ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making. Dostupno na: <https://www.ch.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/en/esg-a-primer-for-decision-making-eu-enpro.pdf>. Datum pristupa: 23.04.2024.
- GSIA (2021). Global Sustainable Investment Review 2020. Dostupno na: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>. Datum pristupa: 07.05.2024.
- Ivanišević Hernaus, Ana (2013). Razvoj društveno odgovornih financijskih ulaganja primjenom različitih strategija ulaganja, doktorska disertacija. Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu.
- Jakovčević, Drago, Novaković, Dražen (2006). Analiza i upravljanje bankovnim rizicima. Zagreb: Mate d.o.o.
- Jones, Dows (2023). Sustainability & ESG. Dostupno na: <https://www.dowjones.com/professional/resources/esg>. Datum pristupa: 14.04.2024.
- Kenton, Victor (2021). MiFID II. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/m/mifid-ii.asp>. Datum pristupa: 12.05.2024.
- Kerner, Michael (2023). ESG reporting. Dostupno na: <https://www.techtarget.com/sustainability/definition/ESG-reporting>. Datum pristupa: 21.04.2024.
- Latković, Mladen (2002). Upravljanje rizicima: identifikacija, mjerenje i kontrola. Financijska teorija i praksa, 26(2), 463-477. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/5892>. Datum pristupa: 01.06.2024.
- Olson, David, Wu Dash, Desheng (2008). Enterprises Risk Management. Singapur: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
- Pascal, Martino, Messini, Francesca (2020). ESG preferences and MiFID suitability. Dostupno na: <https://www.deloitte.com/lu/en/Industries/financial-services/research/esg-preferences-and-mifid-suitability.html>. Datum pristupa: 12.05.2024.
- Petersen, Elijah, Zhang Liwen, Mattison, Nikolai, O'Carroll, Denis, Whelton, Andrew, Uddin, Nasir, Nguyen, Tinh, Huang, Qingguo, Henry, Theodore, Holbrook, David, Chen, Kai (2011). Potential Release Pathways, Environmental Fate, And Ecological Risks of Carbon Nanotubes. Environmental Science & Technology, 45(23), 9837-9856. Dostupno na: <https://pubs.acs.org/doi/10.1021/es201579y>. Datum pristupa: 02.06.2024.



Ray, Christina (2010). Extreme Risk Management: Revolutionary Approaches to Evaluating and Measuring Risk. New York: McGraw-Hill Education.

Štriga, Tajana (2022). Kompanije čeka velika promjena u izvještavanju. Dostupno na: <https://www.poslovni.hr/trzista/kompanije-ceka-velika-promjena-u-izvjestavanju-4330425>. Datum pristupa: 14.04.2024.

Tamplin T. (2023). ESG Integration. Dostupno na: <https://www.financestrategists.com/wealth-management/esg/esg-integration/>. Datum pristupa: 17.05.2024.

Touche True (2023). How financial services can use ESG initiatives to help build a brighter future for all. Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financialservices/articles/esg-in-financialservices-industry.html>. Datum pristupa: 23.04.2024.

Udovičić, Ana, Kadlec, Željka (2013). Analiza rizika upravljanja poduzećem. Praktični menadžment, 4(1), 50-60. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/118470>. Datum pristupa: 06.06.2024.

Van Greuning, Hennie, Brajović Bratanović, Sonja (2006). Analiza i upravljanje bankovnim rizicima. Drugo izdanje. Zagreb: MATE d.o.o.

Williams Shaw (2022). ESG risk drivers: Do well by doing good. Dostupno na: <https://commercial.allianz.com/news-and-insights/reports/esg-risk-drivers.html>. Datum pristupa: 22.04.2024.

Zsidisin, George (2012). Managing Commodity Price Risk: A Supply Chain Perspective. New York: Business Expert Press.

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Definiranje ESG čimbenika .....	2
--	---