

# Donošenje investicijskih odluka u svjetlu ESG kriterija: izazovi i perspektive

---

**Bogdan, Siniša; Nikšić Radić, Maja; Kralj, David**

*Source / Izvornik:* **ESG zahtjevi - izazovi i prilike za hrvatsko gospodarstvo, 2023, 125 - 162**

**Book chapter / Poglavlje u knjizi**

*Publication status / Verzija rada:* **Published version / Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:191:489904>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-22**



SVEUČILIŠTE U RIJECI  
FAKULTET ZA MENADŽMENT  
U TURIZMU I UGOSTITELJSTVU  
OPATIJA, HRVATSKA

*Repository / Repozitorij:*

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



# ESG zahtjevi - izazovi i prilike za hrvatsko gospodarstvo

---

**Olgić Draženović, Bojana; Rudelić, Martin; Buterin, Vesna; Žigman, Ante; Peša, Anita; Maté, Martina; Brlečić Valčić, Sonja; Šverko, Zvonimira; Krstinić Nižić, Marinela; Miljenović, Dejan; ...**

**Edited book / Urednička knjiga**

*Publication status / Verzija rada:* **Published version / Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

*Publication year / Godina izdavanja:* **2023**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:382060>

*Rights / Prava:* [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-18**



SVEUČILIŠTE U RIJECI  
**EKONOMSKI FAKULTET**

*Repository / Repozitorij:*

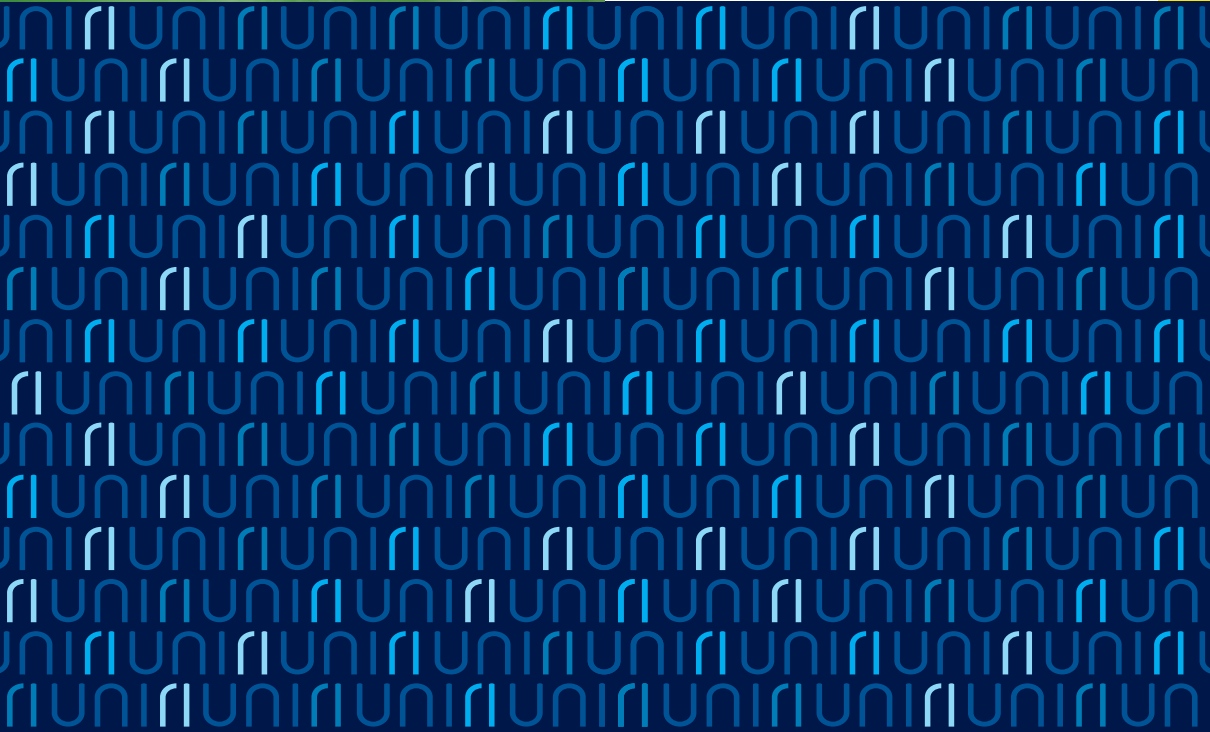
[Repository of the University of Rijeka, Faculty of Economics and Business - FECRI Repository](#)





Bojana Olgić Draženović

# ESG ZAHTJEVI – IZAZOVI I PRILIKE ZA HRVATSKO GOSPODARSTVO



**Urednica:**

Bojana Olgic Drazenovic

*ESG zahtjevi – izazovi i prilike za hrvatsko gospodarstvo*

**Izdavač:**

Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet Rijeka

**Za izdavača:**

Saša Drezgic

**Recenzenti:**

Helena Blazic Pecaric

Sabina Hodzic

Ana Rimac Smiljanic

**Lektorica za hrvatski jezik:**

Denisse Mandekic

**Lektorica za engleski jezik:**

Denisse Mandekic

**Grafičko oblikovanje i prijelom:**

Grafika Helvetica d.o.o. za Centar za elektroničko nakladništvo Sveučilišne knjižnice Rijeka

**Mjesto i godina izdanja:**

Rijeka, 2023.

**ISBN:** 978-953-7813-88-8 (PDF)

Odlukom Senata Sveučilišta u Rijeci (KLASA: 007-01/23-03/02, URBROJ: 2170-137-01-23-373 od 17. listopada 2023.) ovo se djelo objavljuje kao izdanje Sveučilišta u Rijeci.

Sveučilište u Rijeci pokriva trošak e-izdanja koje obavlja Centar za elektroničko nakladništvo Sveučilišne knjižnice Rijeka.

Ova znanstvena monografija financirana je sredstvima Sveučilišta u Rijeci za projekte: uniri-drustv-18-61; ZIP-UNIRI-2023-18 i A1-23-01.

Bojana Olgić Draženović

# ESG ZAHTJEVI – IZAZOVI I PRILIKE ZA HRVATSKO GOSPODARSTVO



# PREDGOVOR

Znanstvena monografija pod naslovom „ESG zahtjevi – izazovi i prilike za hrvatsko gospodarstvo“ predstavlja doprinos izučavanju ESG koncepta (engl. environmental, social, and governance, ESG) odnosno okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika. Navedena tri tematska područja obuhvaćaju sve nefinancijske rizike i prilike s kojima se svakodnevno suočavaju kompanije, ali su svojstvene i drugim javnim i privatnim dionicima. Odnosi se na nefinancijske dimenzije koje se koriste za mjerenje i praćenje utjecaja poduzeća ili organizacije na okoliš, gospodarstvo i društvo.

Za ostvarivanje ciljeva klimatske i socijalne održivosti potrebna su značajna privatna i javna ulaganja, ali alternativa održivom financiranju ne postoji. Ono ne uključuje samo ekološko i klimatski neutralno (ili čak negativno), već i socijalno osviješteno, pravedno i uključivo djelovanje. Financiranje, investiranje i ukupno djelovanje u skladu s ESG kriterijima već je postalo ključni kriterij koji razdvaja uspješne ekonomske subjekte od neuspješnih i neprilagođenih trenutku u kojemu se nalazimo.

Interes za istraživanjem i razumijevanjem društvenih, ekoloških i etičkih pitanja svakodnevno raste među različitim interesnim skupinama uključujući široku javnost, nositelje vlasti, financijski sektor i regulatore, ulagatelje i poduzeća. Posebna odgovornost u širenju spoznaja o navedenoj problematici odnosi se na znanstvenike i obrazovne institucije. Osim brojnih teorijskih i empirijskih znanstvenih dokaza, opći je konsenzus na razini EU-a da formalno obrazovanje ne omogućuje adekvatna znanja i razumijevanje klimatskih promjena i koncepta održivosti te da je potrebna dodatna potpora učenju i podučavanju za zelenu tranziciju i održivi razvoj u svim fazama obrazovanja i osposobljavanja (Europski obrazovni prostor 2022). Sveučilišta se smatraju dionicima s najvećom ulogom u stvaranju svijesti o zelenoj transformaciji te rješavanju pitanja ublažavanja klimatskih promjena i prilagodbe klimatskim promjenama, društvene jednakosti i učinkovitog upravljanja jer institucijski mogu doprijeti do širokog spektra dionika.

Jedan od doprinosa predstavlja i ova znanstvena monografija nastala kao zajednički napor brojnih autora, znanstvenika i studenata sveučilišta u Rijeci, Zadru i Zagrebu. Obuhvaćene su raznolike teme povezane s ESG zahtjevima i održivim razvojem koje mogu biti dobra podloga za

razvoj novih kolegija, cjeloživotnih programa i edukacija, ali i znanstvenih istraživanja iz predmetne tematike. Jedan od takvih programa je i program jednostavne mikrokvalifikacije “Održive financije i ESG kriteriji“ koji će od ak. godine 2023./2024. biti ponuđen studentima Sveučilišta u Rijeci. U okviru navedenoga projekta studenti će od 2024. godine moći proširiti saznanja i u okviru novih izbornih kolegija “Održive financije” (Ekonomski fakultet u Rijeci) i “ESG investiranje” (Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu).

Urednica zahvaljuje svim autorima članaka, recenzentima, lektorici, kao i kolegama i svim dobronamjernim suradnicima koji su svojim znanstvenim doprinosima, savjetima i podrškom doprinijeli kreiranju rezultata istraživanja.

izv. prof. dr. sc. Bojana Olgjić Draženović

Rijeka, studeni 2023. godine

# SADRŽAJ

<b>Uvod</b> . . . . .	<b>1</b>
Bojana Olgić Draženović, Martin Rudelić, Vesna Buterin	
<b>Razvoj koncepta održivosti i ESG kriterija</b> . . . . .	<b>4</b>
Ante Žigman	
<b>Pregled europskih politika o ESG-u u financijskom sektoru</b> . . . . .	<b>30</b>
Anita Peša, Martina Maté, Sonja Brlečić Valčić	
<b>Integracija ESG rizika u regulatorni i nadzorni okvir EU-a</b> . . . . .	<b>50</b>
Zvonimira Šverko, Marinela Krstinić Nižić	
<b>Provedba ciljeva održivog razvoja u Republici Hrvatskoj</b> . . . . .	<b>71</b>
Dejan Miljenović	
<b>Društveno odgovorno poslovanje i stvaranje održive vrijednosti</b> . . . . .	<b>98</b>
Dejan Miljenović, Josip Čičak	
<b>Izveštavanje o održivosti – sadržaji i aktualne smjernice Europske unije</b> . . . . .	<b>112</b>
Siniša Bogdan, Maja Nikšić Radić, David Kralj	
<b>Donošenje investicijskih odluka u svjetlu ESG kriterija: izazovi i perspektive</b> . . . . .	<b>125</b>
Ana Marija Sikirić Simčić	
<b>Rodna perspektiva investicija</b> . . . . .	<b>164</b>
Bojana Olgić Draženović, Stella Suljić Nikolaj, Matea Ivančić	
<b>Održivi financijski instrumenti</b> . . . . .	<b>182</b>
Anita Pavković, Ana Keserović, Filip Krapić	
<b>Održivi (“zeleni”) sekuritizacijski instrumenti</b> . . . . .	<b>201</b>
Draženka Draženović Kostelac	
<b>Uloga razvojnih banaka u financiranju održivog razvoja</b> . . . . .	<b>227</b>
<b>Popis pokrata</b> . . . . .	<b>252</b>



## UVOD

U suvremenom globaliziranom svijetu koji je određen neizvjesnošću i ubrzanim promjenama ekonomije se suočavaju sa sve većim ekološkim, društvenim i gospodarskim izazovima koji uključuju klimatske promjene, gubitak biološke raznolikosti, ali i geopolitičke poremećaje, migracije i rastuće nejednakosti. Stoga je održivi razvoj postao preduvjet i nužnost očuvanja društvene stabilnosti i ekonomskog razvoja.

Održivi razvoj je proces kojemu je središnji cilj zadovoljiti potrebe današnjice bez ugrožavanja sposobnosti budućih generacija da zadovolje svoje potrebe. Poslovanje u skladu s ciljevima održivog razvoja pomaže suzbiti globalne klimatske i društvene izazove te osigurati bolju budućnost poslovanjem i ulaganjem koje ima u vidu dobrobiti čovječanstva. Ulagači, regulatori, potrošači i zaposlenici sada sve više zahtijevaju da tvrtke ne budu samo dobri upravitelji kapitalom, već i da podržavaju inkluzivnost, jednakost i pravednost, odnosno da promiču društvene dobrobiti te da imaju potreban okvir upravljanja koji to podržava. Održive prakse podupiru dugoročno ekološko, ljudsko i ekonomsko blagostanje u kontekstu ograničenih resursa. Naporima za niskougličnim, resursno učinkovitijim i održivijim gospodarstvom priključila se i Europska unija u skladu s ciljevima Pariškog sporazuma i UN-ovim ciljevima održivog razvoja do 2030. godine. *Zelenim planom* EU-a dodatno je ojačan ovaj put i utvrđen jasan smjer razvoja čime će Europa postati prvi klimatski neutralni kontinent. Pritom su u središtu interesa okolišni, društveni i upravljački kriteriji, odnosno ESG zahtjevi (engl. *environmental, social, and governance criteria*) kojima se uctava put za implementaciju nove paradigme kojom poduzeća više ne vrednuju isključivo profit, već prioritiziraju dobrobit svojih zaposlenika, kupaca i zajednice.

Evolucija održivosti te razvoj i implementacija ESG kriterija u europske prakse, zakonodavstvo i regulativu obrađeni su u prva tri poglavlja knjige pri čemu se naglasak stavlja na financijski sektor s obzirom na to da je isti predvodnik ovih promjena i glavna podrška zaokretu k održivijim gospodarstvima. U nastavku je istražen status ostvarenja 17 ciljeva održivog razvoja UN-a u Republici Hrvatskoj te je izvršena usporedba s drugim odabranim zemljama u Europskoj uniji. U smislu održivosti najveći su izazovi upravo pred poslovnim sektorom. Zelena tranzicija zahtijeva od poduzeća potpuni prijelaz s ekonomskog rasta utemeljenog na korištenju fosilnih goriva

na kružne (cirkularne) ekonomske infrastrukture uz primjenu tehnologija za smanjenje ugljikova otiska. Ovakva tranzicija, uz očuvanje prirodnih resursa, zastupa i pravednost u društvenoj raspodjeli bogatstva, a od poduzeća zahtijeva da jasno objasne vlastiti doprinos održivosti. Stoga se ishodište ovih promjena očituje i u konceptu društveno odgovornog poslovanja koji su već desetljećima ranije prihvatili brojna poduzeća i organizacije. Osim globalnih tijekova i promjena koji od poduzeća zahtijevaju održivo djelovanje, njihova je obveza i izvješćivanje o održivosti. Riječ je o nefinancijskom, javnom izvještavanju o utjecaju na okoliš i društvo koje sadrži informacije o okolišnim, društvenim i kadrovskim pitanjima te pitanjima u vezi s poštivanjem ljudskih prava, borbom protiv korupcije i rodnom ravnopravnošću. Europski i domaći regulatorni i zakonodavni okvir o pitanjima izvještavanja obrađen je u šestome poglavlju rada. Zainteresirani sudionici na financijskim tržištima, poslovni partneri, dobavljači, ali i kupci mogu uzeti u obzir objavljene informacije o kojima poduzeća javno izvještavaju prilikom procjene ugleda i vjerodostojnosti tvrtke u pogledu održivog razvoja. Ipak, nefinancijsko izvještavanje i unapređenje poslovanja prema ESG kriterijima od najvećeg je interesa za financijska tržišta, odnosno za ulagatelje koji navedene informacije sve više koriste u procesima donošenja investicijskih odluka. Pritom su od velike pomoći ESG ocjene koje objavljuju različite organizacije i institucije, a pružaju integrirani pogled na performanse održivosti poslovnog subjekta. Veliki izazov za globalna financijska tržišta predstavlja nedostatak standardizacije ocjenjivanja ESG kriterija. Neujednačena metodologija ocjenjivanja može predstavljati problem prilikom izrade investicijskog portfelja pa su autori narednog poglavlja analizirali metodologije izrade ESG ocjena (Sustainalytics i Refinitiv) te elaborirali njihove sastavne elemente. Posebno poglavlje posvećeno je pitanju rodne ravnopravnosti koje je dio “društvenog” dijela akronima ESG. Autorica polazi od pretpostavke da bi ulaganje u skladu s načelima ESG-a moglo biti važan akcelerator postizanja rodne ravnopravnosti, raznolikosti i uključenosti na radnom mjestu, analizira koristi od takvog pristupa te njegove ekonomske i političke konotacije. Problem rodne neravnopravnosti uključuje se u ESG regulativu zbog spoznaje da je rodna ravnopravnost kritična komponenta društvenog napretka te da ima širok i jasan utjecaj na ekonomski i socijalni razvoj. Individualni doprinos održivosti i zaštiti klime i okoliša građani mogu ostvariti i štednjom i ulaganjima u tzv. „zelene i održive financijske proizvode“. Održivi financijski instrumenti promiču projekte koji rezultiraju smanjenjem emisije stakleničkih

plinova, ali i promoviraju poduzeća koja vode računa o održivosti poslovanja i smanjenju negativnih socijalnih i upravljačkih čimbenika u poslovanju. Razvoj tržišta održivih financijskih instrumenata započeo je 2007. godine prvim izdanjem zelenih obveznica od strane Europske investicijske banke i otada bilježi ubrzan rast. U posljednjem desetljeću intenzivno se razvijaju i ostali oblici dužničkih održivih financijskih instrumenata kao što su socijalne obveznice, obveznice povezane s održivošću i tranzicijske obveznice čije su odrednice i razvoj također istraženi u knjizi. Jedan od najmanje razvijenih održivih instrumenata u EU-u su održivi sekuritizacijski instrumenti te im je stoga posvećeno zasebno poglavlje. Njihovim se razvojem mogu inovirati investicijske strategije i postići sinergijski i multiplicirani učinci na financijske usluge i tržišta. Posljednje poglavlje sadrži pregled praksi vodećih multilateralnih razvojnih banaka u održivom financiranju kao pionira kreiranja i implementacije održivih financijskih instrumenata na međunarodnim financijskim tržištima.

Hrvatska je na začetku ovoga procesa te je na kompanijama, jedinicama lokalne vlasti i državnim institucijama i agencijama da kreiraju i ponude tržištu inovativne i održive financijske proizvode kojima će “ozeleniti” gospodarstvo te poticati socijalnu osvijestitost, pravednost i jednakost.

**Bojana Olgic Draženović**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
bojana.olgic.drazenovic@efri.hr, ORCID 0000-0002-5175-7439

**Martin Rudelić**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
martin.rudelic@efri.hr, ORCID 0009-0004-8286-6461

**Vesna Buterin**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
vesna.buterin@efri.hr, ORCID 0000-0002-1090-6549

## RAZVOJ KONCEPTA ODRŽIVOSTI I ESG KRITERIJA

### Sažetak

Održivi razvoj kao temeljni koncept u procesu zelene tranzicije nužnost je suvremenog ekonomskog i socijalnog napretka kao ključne političke paradigme na nacionalnoj i globalnoj razini. Proces povezivanja i osnaživanja na međunarodnoj razini ukazao je na glavne društvene, ekološke i ekonomske rizike pri čemu su klimatske i održive financije prepoznate kao dominantna snaga koja može donijeti promjene. Unatoč velikim naporima, konsenzus o navedenim pitanjima teško je postići te se proces sve više usmjerava prema instrumentima koji mijenjaju svijest potrošača i ulagača te prema održivim i odgovornim poslovnim modelima. Glavni pokazatelj dugoročne održivosti i odgovornosti poslovanja je ESG pristup, odnosno skup okolišnih (*environmental*), društvenih (*social*) i upravljačkih (*governance*) faktora. ESG nefinancijskim izvješćivanjem prikazuju se aktivnosti poduzeća usmjerene na održivi razvoj dok se investitori i potrošači sve više usmjeravaju na ulaganja, proizvode i usluge koji se mogu označiti ESG prihvatljivima. Uključivanje ESG izvješćivanja dugoročno povećava reputaciju poduzeća i zadovoljstvo zaposlenika čime se potiče ekonomski rast i povezanost s lokalnom zajednicom. Cilj rada je prikazati kronološki razvoj održivog razvoja i ESG kriterija s fokusom na promjenu investicijske paradigme s naglaskom na čovjeka, očuvanje resursa, pravednost i inkluzivnost, a ne primarno na maksimizaciju profita.

**Ključne riječi:** održivi razvoj, ESG kriteriji, manipulativni zeleni marketing

## JEL klasifikacija: F64, G18

### 1. Uvod

Razvoj paradigme održivosti ekonomskog razvoja rezultat je klimatskih promjena uzrokovanih antropološkim utjecajima. Intenzitet promjena doveo je do implementiranja ekoloških propisa u nacionalne zakone i stvorio potrebu za razvojem novih modela koji neće ugroziti buduće generacije. Ubrzani ekonomski rast pokrenut industrijskom revolucijom doveo je do znatnijeg iskorištavanja resursa i emisije štetnih tvari (Shi *et al.* 2019). Već je tijekom 1980-ih ekološki otisak<sup>1</sup> postao veći od kapaciteta Zemlje (Rechkemmer *et al.* 2016). Emisija CO<sub>2</sub>, kao najznačajnijeg stakleničkog plina, porasla je od 1950-ih s pet milijardi tona na 37 milijardi tona do 2021. ponajprije zbog korištenja fosilnih goriva (Ritchie, Roser, Rosado 2020). Uz zagađenje okoliša ističe se neodrživa eksploatacija resursa. Primjer je Aralsko jezero čiji su izvori vode, iskorišteni za proces meliorizacije u Sovjetskom Savezu, doveli do trajnog uništenja ekosustava zbog visoke razine saliniteta, a uništenje ekosustava prisililo je lokalno stanovništvo na migraciju (Micklin 2007). Rezultat klimatskih promjena su, primjerice, i migracije stanovništva na područjima Sahare i Srednje Azije zbog intenzivne dezertifikacije područja (Rechkemmer *et al.* 2016).

Posljednjih desetljeća ubrzan je proces globalizacije koji doprinosi ekonomskom rastu, ali i dvojbena rezultatima postizanja koncepta održivog razvoja. Većina autora se slaže da je globalizacija uzrokovala brojne rizike: jaz između bogatih i siromašnih (na razini nacionalnih ekonomija, ali i stanovnika pojedinih država), degradaciju okoliša te gubitak suvereniteta država (Korošec, Smolčić-Jurdana 2013). Dio autora ističe potrebu za stvaranjem institucionalnog okvira koji bi u kombinaciji s ekonomskim rastom dosegno očekivano smanjenje zagađenja nakon inicijalnog rasta (Yandle, Vijayaraghavan, Bhattarai 2002; Stern 2017). Ekonomska globalizacija utječe na porast emisije CO<sub>2</sub> dok institucionalna globalizacija rezultira smanjenjem zagađenja (Destek 2020). Prema Kuznetsovoj krivulji okoliša, ekonomskim rastom doći će do porasta zagađenja do određene razine nakon koje ulaganja

---

1 Ekološki otisak (EF) pokazatelj je koji uzima u obzir ljudske potrebe za globalnim biološkim resursima. Uspoređuje razinu potrošnje s raspoloživom količinom bioproduktivnog kopna i morskog područja te je osmišljen kako bi pokazao moguće prekoračenje ovog "praga održivosti" (Wiedmann, Barrett 2010).

u okolišne mjere uzrokuju smanjenje zagađenja (Dasgupta *et al.* 2002). Isto tako, postavlja se pitanje pravedne distribucije prednosti globalizacije. Stoga je bilo nužno postići sporazum o ekonomskom rastu, socijalnom izboru i naglasku na društveni kapital te zaštititi okoliša koji daje težinu klasičnim državnim ciljevima (Korošec, Smolčić-Jurdana 2013).

Procesi razvoja održivosti na razini poduzeća pokrenuti su idejom društveno odgovornog poslovanja (engl. *social responsible bussiness*) s kojim se povezuje društveno odgovorno investiranje (engl. *social responsible investing*) (Sparkes 2003). Oba modela pristupaju održivosti kroz osviještenost poduzeća i investitora da održivost donosi dugoročnu stabilnost (Escrig-Olmedo, Muñoz-Torres, Fernandez-Izquierdo 2010). Poduzeća kroz nefinancijsko izvještavanje obavještavaju o glavna tri ESG kriterija koji obuhvaćaju okoliš (engl. *enviromental*), društvo (engl. *social*) i upravljanje (engl. *governance*). Svrha rada je analiza procesa stvaranja koncepta održivog razvoja do početaka ESG izvještavanja te pregled značajnih kriterija i rezultata istraživanja u području utjecaja ESG-a na poslovanje.

Rad je koncipiran u šest dijelova. Nakon uvoda slijedi prikaz kronološkog razvoja koncepta održivosti u međunarodnom kontekstu. Treći dio rada usmjeren je na definiranje ESG kriterija, a u nastavku je istražen utjecaj primjene ESG koncepta na poslovanje. Peti dio rada odnosi se na definiranje problema zelenog manipulativnog marketinga. Rad završava zaključnim razmatranjima.

## 2. Kontekst i razvoj paradigme održivosti

Završetkom Drugoga svjetskog rata intenzivira se ekonomski rast bez analize utjecaja na klimatske promjene. Istovremeno, ekonomski rast nije riješio problem društvene nejednakosti koja s vremenom postaje veća. Tijekom 1999. g. više od 49 % svjetskog dohotka odnosilo se na SAD, Japan i zapadnu Europu (Thorbecke, Charumilind 2002). Pregled novijih podataka ukazuje na blago smanjenje globalne nejednakosti; ipak, podaci iz 2022. g. ukazuju na to da se polovina svjetskog bogatstva nalazi u Kini i SAD-u (Shorrocks, Davies, Lluberias 2022).

Isticanje klimatskih promjena kao globalnog problema započinje 70-ih godina prošloga stoljeća kada se organiziraju prve konferencije kojima se pokušava istaknuti važnost antropoloških utjecaja na klimatske promjene. Konferencija

o ljudskom okolišu u Stockholmu („Stockholmska konferencija“)<sup>2</sup> UN-a iz 1972. godine prvi je korak u međunarodnoj suradnji u području zaštite okoliša s ciljem poticanja država potpisnica na razvoj globalnih ekoloških standarda i politika. Nakon Stockholmske konferencije koja je istaknula zabrinutost za okoliš, u formalnu sferu globalnog političkog interesa navedena pitanja počela je rješavati Svjetska komisija za okoliš i razvoj UN-a (World Commission on Environment and Development – WCED). Rezultat je uslijedio 1987. godine s objavom Brundtlandovog izvješća («Our Common Future») u kojemu se razvija i definira paradigma održivog razvoja kao „razvoja koji zadovoljava potrebe sadašnjih generacija bez ugrožavanja budućih generacija“ (Brundtland 1987). Izvješće problematizira i predlaže zajedničke međunarodne strategije zaštite okoliša s naglaskom na potrebe slabije razvijenih zemalja te ukazuje na važnost ujednačenih mjerila određivanja razine onečišćenja i degradacije okoliša s ciljem određivanja referentnih razina utjecaja na okoliš i javno zdravlje. Druga konferencija UN-a, odnosno Svjetska konferencija za okoliš i razvoj („Zemaljski sastanak“) održala se u Rio de Janeiru 1992. godine. Konferencija je dodatno produbila paradigmu održivog razvoja uzimajući u obzir odgovornost prema okolišu, stvaranje proceduralnih zaštita i važnost sudjelovanja javnosti, a kao rezultat se ističe i početak svjetske normizacije u području upravljanja okolišem. Promiče se razvoj identiteta i kulture domorodačkih naroda i njihova sudjelovanja u održivom razvoju te osnaživanje utjecaja žena u društvu zbog čega konferencija nadilazi problem zaštite okoliša te paradigmi održivog razvoja dodaje nove elemente (Handl 2012). U narednom razdoblju održane su brojne konferencije i sastanci na vrhu te su potaknuti sporazumi i inicijative o zaštiti okoliša i klime kao neodvojivom elementu održivog razvoja. Poseban doprinos rješavanju globalnih ekoloških problema ostvarila je treća Konferencija UN-a o promjeni klime u Kyotu 1997. godine. Njome su industrijalizirane države definirale pravno obvezujuća ograničenja za emisije šest stakleničkih plinova, odnosno za prosječno 5 %, u razdoblju od 2008. do 2012. godine u odnosu na agregatne emisije iz 1990. godine.<sup>3</sup> Postavljeni međunarodni politički

---

2 U okviru Konferencije osnovan je Program Ujedinjenih naroda za okoliš (UNEP) s ciljem promicanja ideje o ekološki prihvatljivom razvoju na globalnoj i regionalnoj razini.

3 Kyotski protokol stupio je na snagu 16. veljače 2005. godine i postao obveza za sve zemlje članice UN-a nakon što ga je ratificiralo 55 država čija emisija ukupno prelazi 55 % emisije iz 1990. godine. Najznačajniji problemi dogodili su se pri ratifikaciji sporazuma jer je Rusija potpisala tek 2003. g., čime se aktivirao protokol. Uz navedeno bio je povezan s problemom odbijanja ratifikacije od strane SAD-a koji je u tom vremenu imao najveći udio u globalnoj emisiji (Böhringer 2003). Protokolu nisu pristupile neke od najvećih država; primjerice, Kina

okvir za smanjenje stakleničkih plinova iz Kyota unaprijeđen je dogovorom iz Kopenhagena 2009. godine pri čemu je uvažen različit pristup zemljama s obzirom na razinu ekonomskog razvoja iako sporazum nije bio pravno obvezujući. Za proces međunarodne suradnje u području održivog razvoja od posebne je važnosti Pariška konferencija iz 2015. godine uz dugoročni cilj smanjenja utjecaja klimatskih promjena zadržavanjem porasta globalne prosječne temperature ispod 2 °C u odnosu na predindustrijske razine, ali nastavljanjem s naporima da se ograniči porast na 1,5 °C. Za razliku od prethodnih sporazuma, postavljeni su dugoročni ciljevi uz značajno detaljnije smjernice dok se posebno ističe ratifikacija SAD-a i Kine kao najvećih izvora emisije CO<sub>2</sub> (Falkner 2016).

Nastavak aktivnog djelovanja UN-a ostvaren je 2015. godine definiranjem 17 ciljeva održivog razvoja (*Sustainable Development Goals – SDGs*) u okviru programa *Agenda 2030*. SDG ciljevi nadovezuju se na osam milenijskih razvojnih ciljeva UN-a koji su obilježili razdoblje od 2000. do 2015. godine. Milenijski ciljevi bili su usmjereni na rješavanje prioritetnih problema u zemljama u razvoju i nisu polučili očekivane rezultate pa su zamijenjeni univerzalnim SDG ciljevima za sve zemlje.

Implementiranje koncepta održivog razvoja na razini Europske unije započelo je Ugovorom iz Amsterdama potpisanim 1997. godine u kojemu se unutar okvira ostvarivanja unutarnjeg tržišta uzimaju u obzir načela održivog razvoja i postizanje uravnoteženog razvoja. Novina je da princip održivog razvoja postaje jedan od temeljnih ciljeva EU-a. Osim uvođenja zajedničkih politika u vezi sa zaštitom okoliša, promiču se rodna ravnopravnost i povećanje kvalitete života (Ugovor iz Amsterdama 1999.)<sup>4</sup>. Proces osnaživanja zajedničkih ciljeva EU-a nastavljen je Lisabonskom strategijom 2000. godine kojom je proširen koncept održivog razvoja te postavljen cilj pretvorbe EU-a u dinamičnije i

---

i SAD. Republika Hrvatska potpisala je Protokol 1999. godine, ali ratificiran je tek 2007. godine čime je prihvaćeno smanjenje emisije za 5 % (u usporedbi s razinama iz 1990. godine) u razdoblju od 2008. do 2012. godine.

4 „Politika zaštite okoliša se ne spominje u Ugovoru iz Rima iz 1957. godine. Štoviše, nijedna europska zemlja nije imala jasno definiranu politiku zaštite okoliša do 1960. godine. Od 1970-ih raste interes javnosti za okoliš u EU-u. Taj interes povezan je sa svijješću o ekološkim problemima koji su posljedica prevelike industrijalizacije i urbanizacije. Ključni događaj u području zaštite okoliša i EU bila je Konferencija UN-a o ljudskom okolišu održana u Stockholmu 1972. na kojoj je pitanje zaštite okoliša predstavljeno kao globalni cilj. Otada je na snazi koherentan pristup politici zaštite okoliša kao rezultat javnog interesa i povećanja svijesti o pitanjima koja se odnose na uništavanje okoliša, kao i formiranja novog političkog pokreta koji je isticao naše pravo na život u zdravom okolišu.“ (Korošec, Smolčić Jurdana 2013, str. 610).



konkurentnije tržište oslanjanjem na znanje i inovacije (De Bruijn, Lagendijk 2005). Postavljeni cilj odnosi se na razvijanje socijalno uključiva društva i borbe protiv nezaposlenosti ulaganjem u obrazovanje. Treći je cilj naknadno usvojen Gothenburškom strategijom 2001. kojom je nastala *Strategija održivog razvoja EU-a* kako bi se uspostavila izrada smjernica i politika za održive načine proizvodnje i potrošnje (Kesner –Škreb 2007).

Održivi razvoj u posljednja je dva desetljeća intenzivirao holističko stajalište da se održivost proteže izvan pitanja okoliša te da uključuje i društvenu i upravljačku dimenziju. ESG kriteriji predstavljaju sveobuhvatan okvir koji dionicima ukazuje na rizike i prilike za sve dionike (CFI 2023). Izraz ESG prvi je put upotrijebljen 2004. godine u izvješću „Who Cares Wins“ s ciljem razvijanja smjernica za stvaranje otpornijeg tržišta i održivog društva implementacijom ekoloških, društvenih i upravljačkih zahtjeva u tvrtke i usmjeravanjem investitora na održiva ulaganja (United Nations Global Compact Office 2004). Snažniji zamah u razvoju ESG zahtjeva započeo je s razvojem *Načela odgovornog investiranja (PRI) UN-a* kao okvira za odgovorno investiranje i smjernica za provođenje ESG kriterija. Brojni institucionalni investitori počeli su dobrovoljno uključivati šest načela u svoje investicijske prakse (*Principles for responsible investment* 2006.).<sup>5</sup> Pariškim sporazumom iz 2015. godine i definiranjem globalnih ciljeva održivog razvoja dodatno je potaknuta primjena ESG kriterija. U SAD-u je 2019. više od 180 izvršnih direktora potpisalo izjavu *Business Roundtable* kojom se obvezuju na upravljanje tvrtkama za dobrobit svih dionika, a ne samo dioničara. Najveća svjetska tvrtka za upravljanje imovinom, BlackRock, proglasila je ESG politiku prioritetom i time poslala značajan impuls daljnjem razvoju ESG-a, ali i svim sudionicima na financijskim tržištima.

Proaktivno djelovanje Europske unije u smjeru održivosti i zaštite okoliša ogleda se u razvoju i implementaciji *Europskoga zelenog plana*. Riječ je o temeljnom strateškom razvojnom dokumentu za tranziciju prema pravednom i prosperitetnom društvu s modernim, resursno učinkovitim i konkurentnim gospodarstvom (IRMO 2020).<sup>6</sup> Glavni cilj je do 2030. godine smanjiti

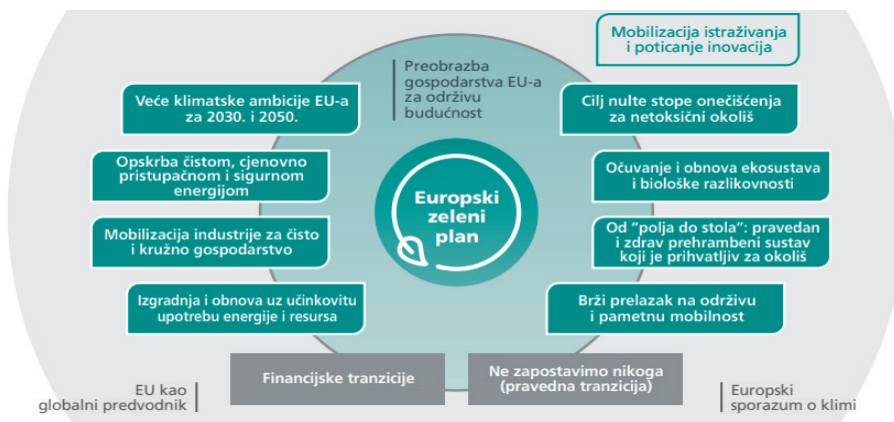
---

5 Na kraju 2022. g. broj financijskih institucija potpisnica PRI-ja bio je približno 4900 s imovinom pod upravljanjem od preko 120 trilijuna USD (PRI 2022).

6 Ključne politike za njegovu provedbu uključuju klimatsku politiku, energetska politiku, industrijsku politiku i kružno gospodarstvo, građevinarstvo, zaštitu okoliša i bioraznolikost, poljoprivrednu politiku, prometnu politiku, istraživanja, razvoj i inovacije. Horizontalne teme odnose se na digitalizaciju, socijalnu politiku, fiskalnu politiku, državne potpore i javnu nabavu (Boromisa 2020, str. 18).

emisiju stakleničkih plinova za 55 % dok je dugoročnim planom do 2050. godine predviđena potpuna klimatska neutralnost EU-a. Također se potiče proizvodnja čiste energije, obnova ekosustava i bioraznolikosti, razvoj čiste i kružne ekonomije te održiv sustav proizvodnje hrane (Fetting 2020). Elementi *Europskoga zelenog plana* prikazani na slici 1 osnova su za mapiranje politika za njegovu provedbu.

Slika 1. *Europski zeleni plan*



Izvor: Boromisa 2020.

Nastavno na Pariški sporazum, potreba EU-a za novijim modelima mjerenja održivosti rezultirala je Taksonomijom EU-a 2020. godine. To je klasifikacijski alat kojim se povećava transparentnost investicija te se financijska sredstva usmjeravaju prema dugoročnim i ekološki osviještenim aktivnostima sa svrhom održivog razvoja uz izbjegavanje manipulativnog zelenog marketinga. Taksonomija daje jasne smjernice (popis) okolišno prihvatljivih gospodarskih aktivnosti koje značajno doprinose jednom od šest okolišnih ciljeva u skladu s principom “ne nanosi bitnu štetu” (engl. *Do No Significant Harm – DNSH*). Okolišni ciljevi koji se navode u dokumentu su (Institut za društveno odgovorno poslovanje 2019):

1. Ublažavanje klimatskih promjena
2. Prilagođavanje klimatskim promjenama
3. Održiva uporaba i zaštita voda i morskih resursa
4. Prijelaz na kružno gospodarstvo
5. Sprečavanje i suzbijanje onečišćenja
6. Zaštita i obnova biološke raznolikosti i ekosustava.

Identificiranje, praćenje i izvješćivanje o ESG čimbenicima ugrađeno je i u obvezne zakonodavne prakse za članice EU-a. Prema Uredbi o otkrivanju podataka (engl. *Sustainable Finance Disclosure Regulation* – SFDR) sudionici na financijskom tržištu morat će izvijestiti o mjeri u kojoj je njihov financijski proizvod usklađen s EU taksonomijom. Okvir za izvješćivanje poprimat će oblik zahtjeva “pridrži se ili objasni” (engl. *comply or explain*), odnosno za sve proizvode za koje se tvrdi da imaju ekološki održive ciljeve izvijestit će se o prirodi i opsegu u kojemu je proizvod usklađen s EU taksonomijom. Za sve koji nisu u skladu s uredbom bit će izviješteno da proizvod nije usklađen. Financijska i nefinancijska poduzeća u okviru Direktive o nefinancijskom izvješćivanju (NFRD) morat će u svojim godišnjim izvještajima objaviti svaki promet i kapitalne ili operativne izdatke povezane s taksonomskom aktivnosti. Prema uredbi (EU) 2019/2088 (2019), velika poduzeća imaju obvezu u nefinancijskim izvješćima javno objavljivati informacije u vezi s održivošću poslovanja, kao i podatak o udjelu njihove djelatnosti koja je usklađena s EU taksonomijom. Mala i srednja poduzeća nisu obveznici, ali izvještavanjem mogu povećati tržišnu transparentnost i istaknuti se na tržištu.

Radi olakšavanja procesa održivog ulaganja, Europska komisija postavlja ESG u središte svojih strategija kojima će se svim sudionicima na financijskim tržištima olakšati ugradnja ekoloških, socijalnih i upravljačkih aspekata koji su važni za ulagače i širu zajednicu. Osim procesa ugradnje kriterija, određeni su načini obavještavanja javnosti i institucija o ispunjavanju strategija održivog razvoja. Na putu prema većoj transparentnosti i održivoj ekonomiji Europska unija je uredila provođenje održivih financija i načine izvješćivanja kako bi se smanjio utjecaj negativnih politika poduzeća kao što je manipulativni zeleni marketing (*greenwashing*). Takva praksa povećava povjerenje ulagača u održive i zelene financije i otvara prostor novim načinima promicanja održivog razvoja. Navedenim se ističe korporativno izvješćivanje o održivosti kao baza za usmjeravanje privatnih (ali i javnih) tokova kapitala prema održivim financijama (Uredba (EU) 2020/852 2020).

### 3. ESG zahtjevi

Okolišni, društveni i upravljački zahtjevi ili kriteriji (ESG) široki su skup standarda koje koriste tvrtke i investitori za procjenu učinka u odnosu na nefinancijske mjere poput utjecaja tvrtke na klimatske promjene i šire društvo.

Koncept ESG-a globalno je prihvaćen u posljednja dva desetljeća, iako se temelji na principima održivog, etičkog i društveno odgovornog investiranja i poslovanja koji su nastali puno ranije.<sup>7</sup> Danas su etička razmatranja i usklađivanje s ESG vrijednostima motiv brojnih investitora, ali područje se proširilo i na razmatranje financijske materijalnosti. Mnogi investitori sada žele uključiti ESG čimbenike u investicijski proces uz tradicionalnu financijsku analizu. Ipak, posljednjih su se godina proširili obuhvat i važnost podkriterija koji se određuju kao norme za postizanje održivog poslovanja (Billio *et al.* 2021). Mjerenjem ekološke osviještenosti, društvene odgovornosti i pravednosti u upravljanju poduzećem te rangiranjem preusmjerava se protok kapitala prema poduzećima koja na prvo mjesto postavljaju održivo poslovanje u smislu ESG kriterija (Taliento, Favino, Netti 2019).

### 3.1. Ekološki kriteriji

Ekološki kriteriji unutar ESG-a mogu se smatrati najbitnijim kriterijima jer se proces zaštite okoliša proteže nekoliko desetljeća. Proučavanjem održivog razvoja i zaštite okoliša istaknuli su se glavni kriteriji koji prikazuju utjecaj na klimatske promjene, zagađenje okoliša i iskorištavanje mogućih prilika u procesu zelene tranzicije (MSCI 2018).

Glavni kriteriji prema NASDAQ-u (2019) su:

1. GHG emisija
2. intenzitet emisije
3. iskorištavanje energije
4. intenzitet energije
5. kombinacija energije
6. iskorištavanje vode
7. okolišne operacije
8. nadzorni odbor
9. nadzor menadžmenta
10. ublažavanje klimatskih posljedica.

---

<sup>7</sup> U širem smislu, ESG kriteriji povijesno imaju korijene u vjerski utemeljenim ulaganjima. Primjerice, u islamu šerijatski zakon zabranjuje kupnju na kredit i ulaganja povezana s alkoholom. Metodisti u SAD-u su u 18. stoljeću odbijali ulaganja u duhanske proizvode, alkoholna pića te kockanje. Također, 60-ih i 70-ih godina prošloga stoljeća simpatizeri pokreta za građanska prava, antiratnih, antirasnih i ekoloških pokreta iz svojih su portfelja isključivali dionice ili čitave industrije, poput proizvođača duhana ili onih povezanih s južnoafričkim režimom apartheida ili Vijetnamskog rata (Townsend 2020; MSCI 2023). Financijska tržišta institucionalno su navedene principe primjenjivala od 90-ih godina. Prvi društveno orijentirani dionički indeksni fond osnovan je 1990. godine pod nazivom *Domini 400 Social Index*.

Smanjenje utjecaja na klimatske promjene promatra se kroz praćenje ugljičnog otiska i smanjenje emisije ugljikova dioksida. Na navedeno se nadovezuje smanjenje odlaganja otpada i povećanje recikliranja uz iskorištavanje mogućih prilika zelene tranzicije poput čistih tehnologija (engl. *Clean Tech*) (MSCI 2018). Pojedini kriteriji nemaju jednaku važnost i utjecaj na okoliš pa je nužna valorizacija kriterija. Prema S&P (2022), okolišni kriteriji se prema valorizaciji mogu podijeliti na obavještanje u vezi s okolišem, operativnu ekoefikasnost i klimatske strategije.

Proces unaprjeđenja kriterija potaknut je na razini Europske unije usklađivanjem zakonodavnih normi kojima se uređuju načini mjerenja i otklanjanja štetnih utjecaja. Prema uredbi EU taksonomije utvrđuje se značajan pozitivan ili negativan utjecaj na klimatske promjene (nenanošenje bitne štete), a smanjenje emisije CO<sub>2</sub>, kao najznačajnijeg stakleničkog plina, smatra se glavnim ciljem. Smanjenje emisije stakleničkih plinova planira se povećanjem energetske učinkovitosti korištenjem tehnologije za iskorištavanje obnovljivih izvora energije i ispunjavanje cilja dekarbonizacije. Osim emisije stakleničkih plinova, promatraju se zagađenje vode i zraka te degradacija okoliša, ponajviše u obliku krčenja šuma. Regulativa Europske unije poziva na primjenu prirodnih metoda ili najbolje trenutne tehnologije BAT (*best available techniques* ili *best available technology*) (Europska komisija 2023).

### 3.2. Socijalni kriteriji

Model ESG kriterija često se promatra samo kroz prizmu zaštite okoliša, ali za održivost je izuzetno važan i element socijalne osjetljivosti. Socijalni kriteriji mogu se podijeliti na interne, tj. one kriterije koji su u vezi s razvojem socijalnih prava unutar poduzeća, te eksterne, koji obuhvaćaju različite potrebe društva izvan poduzeća. (Becchetti *et al.* 2022). Socijalni kriteriji prema EU direktivi 2014/95/EU (2014) predstavljaju aktivnosti kojima se osigurava ravnopravnost spolova, provođenje konvencija Međunarodne organizacije rada, poboljšanje uvjeta rada, poštivanje prava radnika na informiranje i savjetovanje, poštivanje sindikalnih prava te osiguravanje zdravstvenih sigurnosti na radu. Eksterna socijalna prava obuhvaćaju poštivanje ljudskih prava, borbu protiv korupcije i mita.

Prema izvješću NASDAQ-a (2019) glavni socijalni kriteriji u nefinancijskom izvješćivanju su:

1. omjer plaća generalnih direktora
2. odnos plaća prema spolovima
3. rotacija zaposlenika
4. spolna raznolikost
5. odnos privremenih zaposlenika
6. nediskriminacija
7. stopa ozljeda
8. globalno zdravlje i sigurnost
9. dječji i prisilni rad
10. ljudska prava.

Institucije za mjere ESG rejtinga određuju važnost pojedinih podkriterija i njihovu razliku s obzirom na područja kojima se poduzeća bave. Prema Thompson Reutersu (2017) najveći broj indikatora za ocjenjivanje obuhvaćaju kriteriji u vezi sa zaposlenicima koji čine 16 % ESG ocjene. Specifičnost kod ESG kriterija predstavlja djelatnost poduzeća pa se sukladno djelatnosti korigiraju oblici kriterija. Potrebe na radnim mjestima moguće je mjeriti razvojem ljudskog kapitala (engl. *Human Capital Development*, HCD) gdje se ističe ISO 30414 kojim se izvještava o ulaganju u razvoj ljudskog kapitala, etici, zaštiti na radnom mjestu, raznolikosti, organizacijskoj kulturi i efikasnosti radne snage. Ispunjavanjem ovoga standarda podiže se razina zadovoljstva unutar poduzeća što se može smatrati prvim korakom prema podizanju povezanosti odnosa s zajednicom. Stvaranje održive zajednice osigurava daljnje povećanje razine ljudskih prava, smanjenje siromaštva i nejednakosti. Time se dugoročno mogu postići UN-ovi ciljevi održivog razvoja (ISO/DIS 30414, 2018).

### 3.3. Upravljački kriteriji

Upravljački kriteriji unutar ESG kriterija ponajprije se referiraju na kvalitetu uprave i strukturu odbora te na smanjenje korupcije. Očekuje se da vodstvo poduzeća implementira politike uključivanja spolne i rasne raznolikosti te provodi kontinuiranu promjenu kadrova radi postizanja pravednosti i smanjenja korupcije. Prema NASDAQ-u (2019) glavni upravljački kriteriji su:

1. upravljačka raznovrsnost
2. neovisnost uprave
3. stimulirana plaćanja
4. kolektivno pregovaranje
5. ponašanje dobavljača
6. etika i antikorupcija
7. privatnost podataka
8. ESG izvještavanje
9. praksa pravovremenog obavještanja
10. neovisna evaluacija.

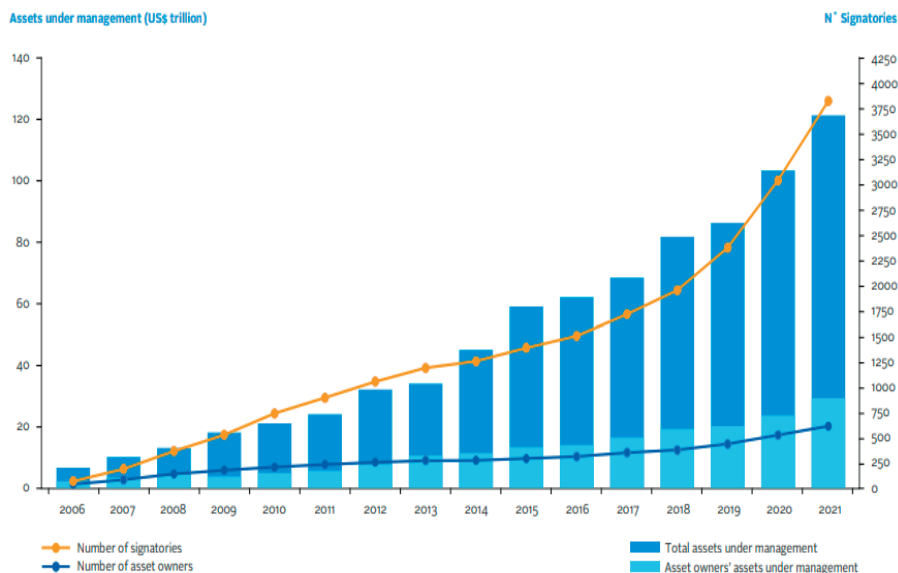
Upravljačka struktura mora imati točno određene ciljeve u budućnosti implementirajući različite politike, ponajviše vezane za očuvanje okoliša i razvoj društva. Kvaliteta upravljačkog tijela ogleda se u neovisnosti, vještinama i raznolikosti članova uprave koji bi trebali predstavljati pojedine skupine radi povećanja razine demokratičnosti. Značajan dio normi u vezi s upravljanjem odnosi se na smanjenje korupcije uvođenjem antikorupcijskih politika i edukacijom zaposlenih. Kvaliteta upravljačkog kriterija može se smatrati najvažnijim kriterijem jer se promjene u poduzeću i utjecaj na društvo i okolinu postižu stvaranjem pretpostavki za ispunjavanje postavljenih ciljeva (World Economics Forum 2022).

#### 4. Evolucija ESG kriterija u poslovanju poduzeća

Službeni nastanak ESG kriterija u izvješću „Who Cares Wins“ smatra se dijelom razvoja ideje održivog razvoja. Od službene uporabe ESG kriterija 2006. do razvoja Taksonomije EU-a 2020. prošlo je punih 14 godina tijekom kojih se razvila uporaba ESG kriterija kao mjerila za održivost poduzeća i smjernica za ulagače (Pollman 2022).

Prema *Načelima za odgovorno investiranje* (2021) od 2006. do 2021. vidljiv je kontinuirani rast u imovini i broju potpisnika koji provode odgovorno investiranje i primjenjuju ESG kriterije.

Slika 1. Podaci o Načelima za odgovorno investiranje



Izvor: *Principles for Responsible Investment* (2021)

Osim utjecaja na okoliš, primjena ESG standarda utječe na efikasnost poslovanja. ESG u poslovanju može stvoriti vrijednost na pet načina (Henisz, Koller, Nuttall 2019):

- rast – privlačenje kupaca i povezivanje sa zajednicom radi pristupa boljim resursima
- smanjenje troškova – smanjena potrošnja energije i iskorištavanje vodnog resursa
- regulacija – deregulacija i povećano povjerenje u vlade i lokalnu vlast
- porast produktivnosti – podizanje motivacije zaposlenika
- optimizacija ulaganja i imovine – poboljšanje povrata alokacijom prema dugoročnim pothvatima i izbjegavanje neisplativih pothvata.

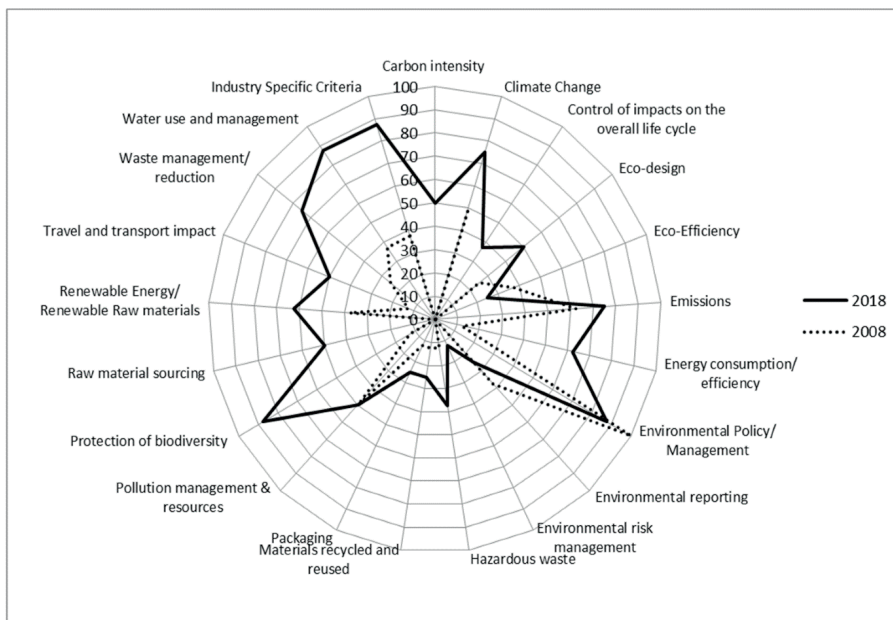
Proces istraživanja ESG-a kao utjecajnog faktora u poslovanju u značajnom je porastu. Premda je ESG relativno noviji način mjerenja održivosti, proučavanje njegova utjecaja u drugim oblicima na korporativne performanse seže još od 1970-ih. Radovi od tog razdoblja do danas ukazuju na pozitivne učinke kod korporativnih performansi (Friede, Busch, Bassen 2015). Prema Whelan i



suradnicima (2021), od 2015. preko 50 % radova u kojima se proučava ESG ukazuje na pozitivne utjecaje u poslovanju. Prema njihovoj analizi radovi su podijeljeni na one koji proučavaju učinke ESG-a na poslovanje i investitore, a rezultati ukazuju na pozitivne učinke s naglaskom na to da je navedeni utjecaj značajniji kod poslovanja poduzeća. Uz značajan utjecaj na poslovanje, ispunjavanje ESG kriterija utječe na troškove zaduživanja. Wong i suradnici (2019) su analizom malezijskih poduzeća uočili značajan utjecaj na trošak zaduživanja. Pregled razvoja ESG-a na globalnoj razini ukazuje na sve veći broj poduzeća koja se uključuju u proces mjerenja ESG-a te porast rejtinga (Landi, Sciarelli 2019). Prema Daugaard i Ding (2022), usporedbom 2009. i 2018. godine značajno se povećao broj zemalja u kojima postoje poduzeća koja mjere ESG dok su najveći napredak postigla poduzeća u državama članicama Europske unije i državama na Skandinavskom poluotoku. Ističe se trend značajnijeg broja poduzeća i boljeg rejtinga.

Sve većim implementiranjem mijenjaju se važnost i broj kriterija. Razvoj ekološkog kriterija ponajviše se ogleda u znatno većem broju područja koja se smatraju značajnima u zaštiti okoliša. Tijekom 2008. g. najkorišteniji kriteriji za analizu bili su politike i menadžment zaštite okoliša, emisija zagađivača te menadžment zagađenjima i resursima. Pregledom značajnih područja u 2018. g. vidljivo je povećanje područja pa se ističu specifični industrijski kriteriji, korištenje i upravljanje vodnim resursima te zaštita bioraznolikosti.

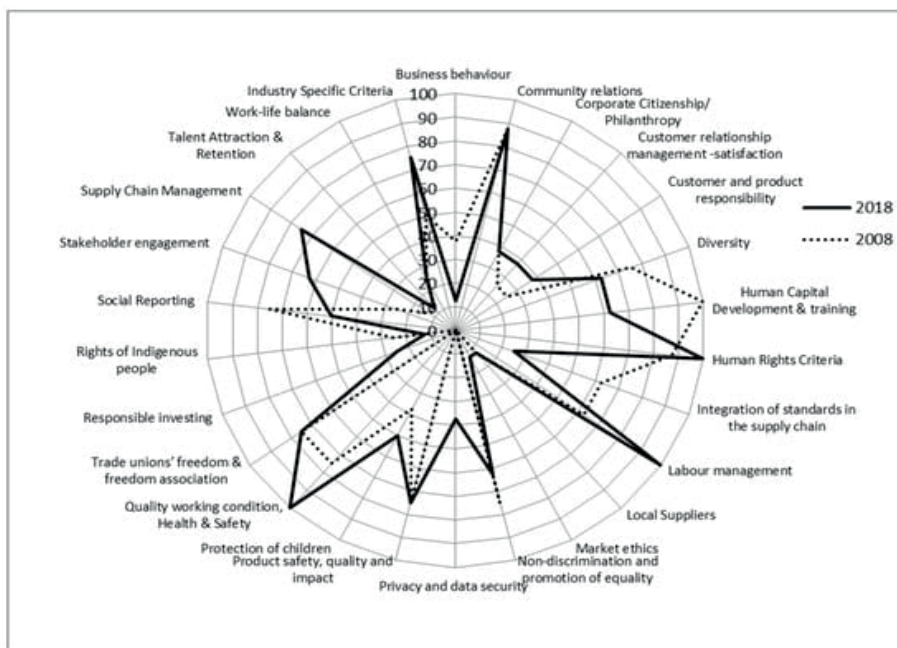
Slika 2. Razvoj ekoloških kriterija u razdoblju od 2008. do 2018. godine



Izvor: Escrig-Olmedo *et al.* (2019)

Razvoj socijalnog kriterija kod ESG-a ponajviše se promatra kao razvoj ljudskog kapitala i odnosa s društvom. Daljnji razvoj kriterija potaknuo je na promicanje upravljanja radnom snagom, povećanje kvalitete radnih uvjeta i razvoj ljudskih prava. Tijekom razdoblja od 2008. do 2018. važno je istaknuti kriterij upravljanja opskrbnim lancima kojemu se značajno povećala važnost u odnosu na 2008. godinu.

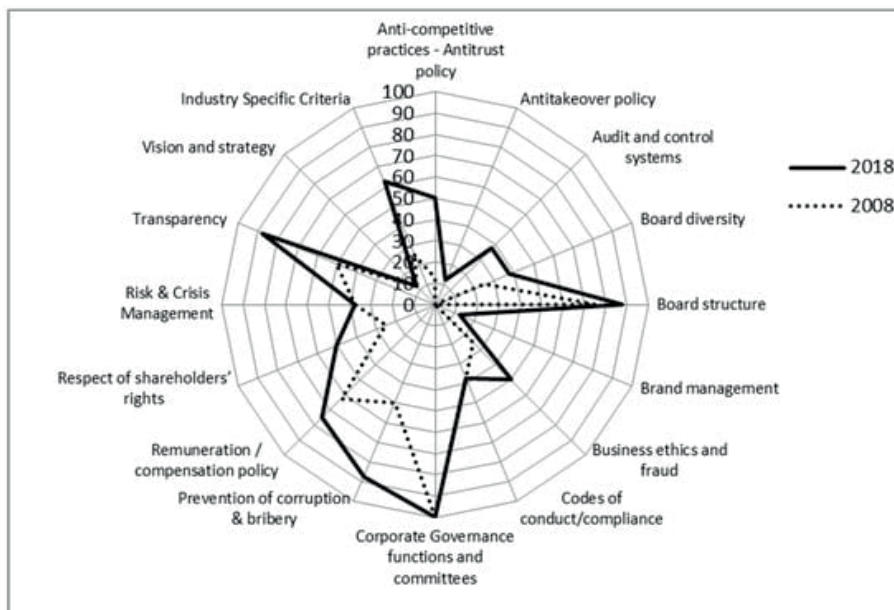
Slika 3. Razvoj socijalnih kriterija od 2008. do 2018. godine



Izvor: Escrig-Olmedo *et al.* (2019)

Proces mijenjanja upravljačkih kriterija odvio se u smjeru smanjenja važnosti razvoja ljudskog kapitala u upravljanju opskrbnim lancima prema osnaživanju ljudskih prava, upravljanju radom i podizanju kvalitete radnih uvjeta, pogotovo u dijelu zdravlja i sigurnosti.

Slika 4. Razvoj upravljačkih kriterija od 2008. do 2018. godine



Izvor: Escrig-Olmedo *et al.* (2019)

Poslovna stabilnost postala je općeprihvaćena kombinacija okolišnih, socijalnih i ekonomskih učinaka (Doane, MacGillivray 2001). Pregledom ESG kriterija najveći utjecaj imaju okolišni kriteriji, ponajviše zbog razvoja zakona i uredbi kojima se uređuje provođenje ekoloških politika. Većina poduzeća koncentrira se na smanjenje emisije stakleničkih plinova, što se može smatrati glavnim ciljem ekoloških kriterija, dok ostala dva kriterija nemaju glavni cilj koji se može ispuniti. Postavlja se pitanje koliko su kriteriji kompleksni i mogućnost smanjenja broja kriterija kako bi se olakšalo ispunjavanje očekivanih ciljeva (KnightFrank 2023).

## 5. Manipulativni zeleni marketing

Razvoj kriterija za mjerenje održivog razvoja s vremenom je dobio na važnosti, do razine na kojoj poduzeća temelje marketinške strategije. Nedovoljna regulacija otvorila je prostor za razvoj manipulativnog zelenog marketinga (engl. *greenwashing*) kojim poduzeća na iskrivljen način prikazuju svoje održivo poslovanje i time stječu prednost pred konkurencijom (Ottman 2011). Prva uporaba termina *greenwashing* datira iz 1986. g. kada

je ekolog Jay Westerveld uočio u hotelu natpis za smanjenje korištenja ručnika s ciljem manje potrošnje energije pri pranju. Navedeni slučaj bio je samo paravan za smanjenje troškova hotela (Cherry 2013). Prema Uredbi Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja (2020), manipulativni zeleni marketing odnosi se na praksu stjecanja nepoštene konkurentske prednosti stavljanjem na tržište financijskog proizvoda kao okolišno prihvatljivog iako osnovni okolišni standardi zapravo nisu ispunjeni. Prema TerraChoiceu (2010) definira se kao čin obmanjivanja potrošača u vezi s ekološkim praksama tvrtke ili ekološkim učinkom i pozitivnom komunikacijom o ekološkim učincima. Uz navedenu definiciju zasebno je definiran „korporativni *greenwashing*“ kao preuveličavanje financijskog uspjeha, kao namjerno čin kroz marketing ili nenamjerno kroz neefektivnu komunikaciju. Organizacije koje provode *greenwashing* novac ulažu u manipulativni marketing umjesto da preusmjere sredstva u smanjenje negativnog utjecaja na okoliš (Courtneil 2021). Prema Seele i Gatti (2017) definicije *greenwashinga* ne uzimaju u obzir potencijalno nastajanje fenomena *greenwashinga* zbog nenamjerne pogreške poduzeća, zbog čega definicija korporativnog *greenwashinga* detaljnije opisuje fenomen te kao glavni problem ističe dodatno financiranje manipulativnog marketinga.

Osim manipulativnog zelenog marketinga, postoji slična inačica manipulativnog plavog marketinga (engl. *bluwashing*) koja, za razliku od prethodnog, predstavlja prividno provođenje UN-ovih ciljeva od strane multinacionalnih kompanija s idejom iskorištavanja reputacije UN-a za razvoj marketinga (Laufer 2003).

Radi boljeg shvaćanja fenomena *greenwashinga*, važno je napraviti podjele poduzeća i načine na koje se postiže *greenwashing*. Prema Delmas i Burbano (2011) postoje poduzeća s niskim učinkom zaštite okoliša (engl. „*brown*“ *firms*) i poduzeća s visokim učinkom zaštite okoliša („*green*“ *firms*). Problemi nastaju kada investitori i kupci povećavaju zahtjeve za razvojem održivosti pa se poduzeća odlučuju na *greenwashing* radi ispunjavanja zahtjeva. Osim toga, poduzeća s visokim učinkom zaštite okoliša predstavljaju veću konkurenciju, što dodatno utječe na proces primjene *greenwashinga*.

Kako bi postigli zahtjeve tržišta, posežu za nizom rješenja kojima se može prikazati prividna ekološka osviještenost. Tipologija *greenwashinga* može se podijeliti na namjerno iskazivanje lažnih tvrdnji, namjerno izostavljanje činjenica i korištenje dvosmislenih pojmova (De Freitas Neto *et al.* 2020).

Većina literature ističe slične podjele; ipak, najopširnijom podjelom može se smatrati tipologija TerraChoicea kojom je utvrđeno sedam glavnih grijeha *greenwashinga* (Environmental Research Institute 2022):

1. grijeh skrivene trgovine: pitanja zaštite okoliša koja su naglašena na štetu drugog potencijalno zabrinjavajućeg problema;
2. grijeh bez dokaza: ekološke tvrdnje koje nisu potkrijepljene činjeničnim dokazima ili certifikatom treće strane;
3. grijeh neodređenosti: ekološke tvrdnje koje nemaju specifičnosti i smatraju se besmislenima;
4. grijeh štovanja lažnih etiketa: stvaranje lažnih certifikata ili etiketa radi zavaravanja potrošača;
5. grijeh nebitnosti: ističu se nepovezana ekološka pitanja;
6. grijeh manjeg od dva zla: zaštita okoliša na proizvodima koji nemaju nikakvu korist za okoliš;
7. lažne etikete: tvrdnje o okolišu koje su očito lažne.

Primjena zelenog marketinga u svrhu stvaranja pozitivne percepcije proizvoda kod kupca ima pozitivne učinke; ipak, ako se primjenjuje *greenwashing*, očekivan je negativan utjecaj u dugom roku (Brouwer 2016; Akturan 2018). Prema Nyilasy, Gangadharbatla i Paladino (2014) zeleni marketing imat će pozitivne učinke na percepciju potrošača o kupnji proizvoda, ali preintenzivno promoviranje odgovornog poslovanja može rezultirati potrošačevom negativnom percepcijom proizvoda zbog sumnje na *greenwashing*. Utjecaj *greenwashinga* na financijskom tržištu ukazuje na negativne utjecaje kod abnormalnog povrata (Du 2015).

## 6. Zaključak

Proces razvoja modela održivosti kroz povijest je nailazio na probleme, ponajviše zbog nedovoljnog provođenja dogovorenih ciljeva. Ipak, kontinuirani naponi doveli su do značajne osviještenosti na globalnoj razini, pogotovo zbog utjecaja klimatskih promjena. Novim međunarodnim dogovorima, ponajprije Pariškim sporazumom, podižu se očekivanja svih država u procesu provođenja zelene tranzicije te se očekuje veći angažman najvećih svjetskih ekonomija. Osim postavljenih ciljeva i smjernica, stvoreni su novi instrumenti poput ESG izvještavanja kojima se poduzeća usmjeravaju prema

ispunjavanju ciljeva održivosti, a potrošači i investitori svojim preferencijama mogu utjecati na promjene. Na primjeru Taksonomije Europske unije vidljiv je institucionalni okvir kojim se može dodatno potaknuti investiranje u okolišno prihvatljive gospodarske aktivnosti, a usto zaštititi ulagače od potencijalno štetnih aktivnosti kao što je zeleni manipulativni marketing.

Koncept globalnog održivog razvoja u novije se vrijeme operacionalizira identificiranjem i razvojem okolišnih, društvenih i upravljačkih kriterija u poslovanju i investiranju. Poslovna i društvena paradigma neminovno se mijenjaju s naglaskom na pravednost, inkluzivnost i održivost. Štoviše, održivo poslovanje i evolucija ESG-a povećavaju sposobnost poduzeća da se suočavaju sa suvremenim, dugoročnim rizicima. ESG kriteriji postaju kritičan čimbenik za oblikovanje poslovnih strategija. Od poduzeća se zahtijevaju strože poslovne prakse i precizna kalibracija vlastitih ESG napora, ali se donosi i sposobnost stvaranja dodatne vrijednosti, ugleda i opstanka.

## PRIZNANJE/POTVRDA

Priprema ovoga rada rezultat je znanstvenih projekata broj uniri-drustv-18-61; ZIP-UNIRI-2023-11s; ZIP-UNIRI-2023-18 sufinanciranih od strane Sveučilišta u Rijeci.

## LITERATURA

Akturan, U. (2018) How does greenwashing affect green branding equity and purchase intention? An empirical research. *Marketing Intelligence & Planning*, 36(7), str. 809–824.

Becchetti, L., Bobbio, E., Prizia, F., Semplici, L. (2022) Going Deeper into the S of ESG: A Relational Approach to the Definition of Social Responsibility. *Sustainability*, 14(15), 9668.

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., Pelizzon, L. (2021) Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), str. 1426–1445.

Böhringer, C. (2003) The Kyoto Protocol: a review and perspectives, *Oxford Review of Economic Policy* 19.3: str. 451–466.

Boromisa, A. (2020) Tko će i kako provoditi Europski zeleni plan? Institucije i koordinacijski mehanizmi u Hrvatskoj, *Friedrich Ebert Stiftung*.

Brouwer, A. (2016) Revealing Greenwashing: A Consumers' Perspective, *International Association for Development of the Information Society*.

Brundtland, G. H. (1987) Our common future—Call for action. *Environmental conservation*, 14(4), str. 291–294.

CFI (2023) ESG, <raspoloživo na: [https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/#citation-back-who\\_cares\\_wins\\_global\\_compact\\_2004.pdf](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/#citation-back-who_cares_wins_global_compact_2004.pdf)>, [pristupljeno 3. 3. 2023.].

Cherry, M. A. (2013) The law and economics of corporate social responsibility and greenwashing, *UC Davis Bus. LJ*, 14, 281.

Courtneil, J. (2021) *The Seven Sins of Greenwashing*, <raspoloživo na <https://greenbusinessbureau.com/green-practices/the-seven-sins-of-greenwashing/>>, [pristupljeno 17. 3. 2023.].

Daugaard, D., Ding, A. (2022) Global drivers for ESG performance: The body of knowledge, *Sustainability*, 14(4), 2322.

De Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. D. L. (2020) Concepts and forms of greenwashing: A systematic review, *Environmental Sciences Europe*, 32(1), str. 1–12.

Dasgupta, S., Laplante, B., Wang, H., Wheeler, D. (2002) Confronting the environmental Kuznets curve, *Journal of economic perspectives*, 16(1), str.147–168.

De Bruijn, P., Legendijk, A. (2005) Regional innovation systems in the Lisbon strategy, *European Planning Studies*, 13(8), str. 1153–1172.

Delmas, M. A., Burbano, V. C. (2011) 'The Drivers of Greenwashing', *California Management Review*, 54(1), str. 64–87., <raspoloživo na: 10.1525/cmr.2011.54.1.64.>, [pristupljeno 19. 3. 2023.].

Destek, M. A. (2020) Investigation on the role of economic, social, and political globalization on environment: evidence from CEECs, *Environmental Science and Pollution Research*, 27(27), str. 33601–33614.

Doane, D., MacGillivray, A. (2001) Economic sustainability: The business of staying in business, *New Economics Foundation*, 1, 52.

Du, X. (2015) How the market values greenwashing? Evidence from China, *Journal of Business Ethics* 128, str. 547–574.

Environmental Research Institute (2022) Here are the seven sins of greenwashing, University College Cork, Ireland, <raspoloživo na: <https://www.ucc.ie/en/eri/news/here-are-the-7-sins-of-greenwashing.html>>, [pristupljeno 20. 3. 2023.].



Europska komisija (2023) *EU Taxonomy Navigator*, <raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/>>, [pristupljeno 7. 3. 2023.].

Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J., Muñoz-Torres, M. (2019) Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles, *Sustainability* 11, no. 3: 915, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3390/su11030915>>, [pristupljeno 22. 3. 2023.].

Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J., Fernandez-Izquierdo, M. A. (2010) Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies, *International journal of sustainable economy*, 2(4), str. 442–461.

Falkner, R. (2016) The Paris Agreement and the new logic of international climate politics, *International Affairs* 92., str. 1107–1125.

Fetting, C. (2020) «The European Green Deal.» *ESDN Report, December 2020*.

Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, str. 210–233., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>>, [6. 3. 2023.].

EU direktiva 2014/95/EU (2014), <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>>, [pristupljeno 6. 3. 2023.].

United Nations Global Compact Office (2004) *Global Compact Leaders Summit: Final report*, UN, <raspoloživo na: <https://unglobalcompact.org/library/255>>, [pristupljeno 6. 3. 2023.].

Handl, G. (2012) Declaration of the United Nations conference on the human environment (Stockholm Declaration), 1972 and the Rio Declaration on Environment and Development, 1992. *United Nations Audiovisual Library of International Law* 11.6.

Henisz, W., Koller, T., Nuttall, R. (2019) *Five ways that ESG creates value*.

Institut za društveno odgovorno poslovanje (2019) Uredba o EU taksonomiji za održivo financiranje, <raspoloživo na: <https://idop.hr/>>, [pristupljeno 20. 3. 2023.].

Kesner-Škreb, M. (2007) Lisabonska strategija, *Financijska teorija i praksa*, 31(4), str. 441–443.

KnightFrank (2023) *THE WEALTH REPORT 17<sup>th</sup> edition*, <raspoloživo na: <https://content.knightfrank.com/resources/knightfrank.com/wealthreport/the-wealth-report-2023.pdf>>, [pristupljeno: 15. 3. 2023.].

Landi, G. i Sciarelli, M. (2019) Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance, *Social Responsibility Journal*, Vol. 15 No. 1, str. 11–27., <raspoloživo na <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254>>, [pristupljeno 10. 3. 2023.].

Laufer, W. S. (2003) Social accountability and corporate greenwashing. *Journal of business ethics* 43, str. 253–261.

Međunarodna organizacija za standardizaciju (2018) ISO 30414:2018, <raspoloživo na: <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:30414:ed-1:v1:en>>, [pristupljeno 10. 3. 2023.].

Micklin, P. (2007) The Aral sea disaster. *Annu. Rev. Earth Planet. Sci.*, 35, str. 47–72.

Inderst, G., Stewart, F. (2018) Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG)

Factors into Fixed Income Investment, *World Bank Group publication*, <raspoloživo na: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/913961524150628959/pdf/Incorporating-environmental-social-and-governance-factors-into-fixed-income-investment.pdf>>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].

MSCI (2023) *The Evolution of ESG Investing*, <raspoloživo na: <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg/evolution-of-esg-investing>>, [pristupljeno: 11. 3. 2023.].

NASDAQ (2019) *ESG Report Guide 2.0, A Support Resource for Companies*, <raspoloživo na: <https://www.nasdaq.com/docs/2019/11/26/2019-ESG-Reporting-Guide.pdf>>, [pristupljeno 15. 3. 2023.].

Nyilasy, G., Gangadharbatla, H., Paladino, A. (2014) Perceived greenwashing: The interactive effects of green advertising and corporate environmental performance on consumer reactions, *Journal of business ethics* 125, str. 693–707.

Ottman, J. A. (2011) *The new rules of green marketing: Strategies, tools, and inspiration for sustainable branding*, Berrett-Koehler Publishers.

Pollman, E. (2022) The making and meaning of ESG, *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper*, (22–23).

Principles for Responsible Investment (2021) *The Blueprint for responsible investment*, <raspoloživo na: <https://www.unpri.org/download?ac=10948>>, [pristupljeno: 9. 3. 2023.].

Rechkemmer, A., O'Connor, A., Rai, A., Decker Sparks, J. L., Mudliar, P., Shultz, J. M. (2016) A complex social-ecological disaster: Environmentally induced forced migration, *Disaster Health*, 3(4), str. 112–120.

Ritchie, H., Roser, M., Rosado, P. (2020) CO<sub>2</sub> and greenhouse gas emissions, *Our world in data*.

S&P Global (2022) *S&P Global ESG Scores*, <raspoloživo na: <https://www.spglobal.com/esg/documents/sp-global-esg-scores-methodology-2022.pdf>>, [pristupljeno 9. 3. 2023.].

- Seele, P., Gatti, L. (2017) Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies. *Business Strategy and the Environment*, 26(2), str. 239–252.
- Shi, L., Han, L., Yang, F., Gao, L. (2019) The evolution of sustainable development theory: Types, goals, and research prospects. *Sustainability*, 11(24), str. 7158.
- Shorrocks, A., Davies, J., Lluberas, R. (2022) *Global Wealth Databook 2022*, Credit Suisse Research Institute.
- Sparkes, R. (2003) *Socially responsible investment: A global revolution*, John Wiley & Sons.
- Stern, D. I. (2017) The environmental Kuznets curve after 25 years, *Journal of Bioeconomics*, 19, str. 7–28.
- Taliento, M., Favino, C., Netti, A. (2019) Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate ‘Sustainability Advantage’ from Europe, *Sustainability* 11, no. 6: 1738., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3390/su11061738>>, [9. 3. 2023.].
- Thorbecke, E. & Charumilind, C. (2002) Economic inequality and its socioeconomic impact. *World development* 30(9), str. 1477–1495.
- Townsend, B. (2020) From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, *The Journal of Impact and ESG Investing*, Vol. 1, Issue 1, str. 10–25.
- UREDBA (EU) 2019/2088 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 27. studenoga 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga, <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX%3A32019R2088>>, [pristupljeno 8. 3. 2023.].
- UREDBA (EU) 2020/852 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 18. lipnja 2020. o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088, <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX:32020R0852>>, [pristupljeno 8. 3. 2023.].
- Wiedmann, T., Barrett, J. (2010) A review of the ecological footprint indicator—perceptions and methods, *Sustainability* 2(6), str. 1645–1693.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., Clark, C. (2021) *ESG AND FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1000 Plus Studies Published between 2015 – 2020*, NYU, Stern, Center for Sustainable Business, <raspoloživo na: [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021%20Rev\\_0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf)>, [pristupljeno 8. 3. 2023.].

Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., Adzis, A. A. (2021) Does ESG certification add firm value? *Financ. Res. Lett.* 39, 101593, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>>, [pristupljeno 7. 3. 2023.].

World Economics Forum (2022) *Defining the G in ESG*, <raspoloživo na: [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Defining\\_the\\_G\\_in\\_ESG\\_2022.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Defining_the_G_in_ESG_2022.pdf)>, [pristupljeno 16. 3. 2023.].

Yandle, B., Vijayaraghavan, M., Bhattarai, M. (2002) The environmental Kuznets curve. A Primer, *PERC Research Study*, 2(1), str. 1–38.

## DEVELOPMENT OF THE CONCEPT OF SUSTAINABILITY AND ESG CRITERIA

### **Abstract**

Sustainable development as a fundamental concept in the green transition process has been evolving significantly over time. The process of networking and empowerment at the international level pointed out the main environmental problems and created instruments to solve them. Despite great efforts, it is difficult to reach consensus on environmental issues. Therefore, the process is directed towards instruments that change the awareness of consumers and investors.

As one of the main instruments, ESG reporting emphasizes the equal importance of environmental, social and management criteria. Non-financial reporting highlights the activities of companies that are focused on sustainable development, and investors and consumers are directed towards sustainable operations. A review of empirical research has found that the inclusion of ESG reporting in companies enhances company reputation and employee satisfaction in the long term, thereby fostering economic growth and connection to the local community.

The paper examines the chronological development of sustainable development through an overview of international conferences and agreements, and then presents the main criteria for ESG reporting, an overview of empirical research, and problems in the form of green manipulative marketing.

**Keywords:** sustainable development, ESG criteria, manipulative green marketing

**JEL classification:** F64, G18

**Ante Žigman**, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga,  
ante.zigman@gmail.com, ORCID 0000-0002-3999-2751

## **PREGLED EUROPSKIH POLITIKA O ESG-U U FINANCIJSKOM SEKTORU**

### **Sažetak**

Europske politike kojima se promiče ESG značajno su ušle u poslovanje poduzeća što je za njih značajan izazov. Posljedica je to sve veće svjesnosti o okolišnim, socijalnim i upravljačkim politikama koje se provode kroz europsku regulativu. Cilj je regulative potaknuti poduzeća da se odgovorno ponašaju u područjima okoliša, upravljanja i društvene odgovornosti. Stoga su donesene europske politike koje su dizajnirane posebno za financijski sektor. Naime, financijski sektor u tom procesu ima dvostruku ulogu. Prije svega, financijski sektor se treba transformirati da bude ESG prihvatljiv, a zatim se više usmjeriti na ESG financiranje svojih klijenata. Cilj istraživanja je dati pregled europskih politika o ESG standardima koji su posebno dizajnirani za financijski sektor te izazova i problema u financiranju ESG projekata. Rad sadrži poglavlja o pregledu recentne literature iz ESG-a u financijskom sektoru, opis regulatornog ESG okvira u EU-u za financijske institucije i nefinancijska poduzeća, zatim izazove u financiranju ESG projekata, potom se analiziraju regulatorne prakse i mjere za sprečavanje *greenwashinga* te rad završava zaključkom.

**Ključne riječi:** ESG, korporativno upravljanje, održivost, okoliš, prinosi, društvena odgovornost, *greenwashing*

**JEL klasifikacija:** G34, Q01, Q56, Q58

### **1. Uvod i pregled literature**

Posljednjih godina sve je veći interes za održivost i fokus javnosti i istraživača na održivosti poslovanja poduzeća koja uključuje okolišnu, socijalnu i upravljačku (ESG) komponentu. Istovremeno raste svijest o rizicima koji proizlaze iz ova tri faktora održivosti. U tom kontekstu važno je razmotriti i ulogu financijskih institucija i njihov utjecaj na cijeli razvoj ESG-a, a

istovremeno i utjecaj ESG-a na financijske institucije. Posljednjih godina je u Europi i svijetu osmišljen potpuno novi zakonodavni okvir koji sve češće uključuje sve aktere u razvoj održivosti poslovanja. Regulatori također nastoje osigurati da se primjena principa održivosti implementira postupno i s najboljim mogućim učincima. Regulativa nastoji uključiti ESG principe u proces donošenja odluka kod svih financijskih institucija te nastoji pojačati transparentnost kroz obveze izvješćivanja o rizicima održivosti i investicijskim ciljevima. U tom smislu ovaj rad nastoji prikazati pregled zakonodavnog okvira o ESG-u u Europi u odnosu na nebankarske financijske institucije.

Bruno i Lagasio (2021) u svom radu „An Overview of the European Policies on ESG in the Banking Sector“ daju pregled europskih politika u vezi s održivošću, odnosno ESG-om u bankarskom sektoru. U svome radu zaključuju da kreatori ekonomske politike posljednjih godina pokušavaju stvarati zakonodavni okvir koji uključuje ESG principe. Zaključuju i da su velik napor i napredak uloženi u transparentnost i klasifikacije koje ujednačuju objave podataka.

Rezultat ekonometrijske analize triju autora, De Lucije, Pazienze i Bartletta (2020), omogućuje argumentiranje u prilog povezanosti između ESG varijabli i financijskih performansi ROE i ROA. Glavni nalazi ukazuju na to da raspravu o implikacijama politika održivosti treba usmjeriti na sljedeća područja ESG-a – ekološke inovacije, produktivnost zapošljavanja, raznolikost i jednake mogućnosti.

Pet autora (Billio, Costola, Hristova, Latino, Pelizzon) u svome radu analizira vrlo važno područje za ESG koje se odnosi na rejting-agencije. Naime, taj je sektor u posljednjem desetljeću doživio veliku koncentraciju procesa. Obuhvatili su šest različitih izvještajnih okvira o održivosti. Većina rejting-agencija koristi javne izvore podataka za pojedine kompanije, ali važni su podaci koje prikupljaju izravno od klijenata. Uglavnom pozitivni ESG rejtinzi dovode do poboljšanja kreditnih rejtinga kompanija, smanjenje *spreadova* povezanih s rizicima (CDS) te smanjenje troškova financiranja i troškova prikupljanja kapitala. Rizik od klimatskih promjena može utjecati na tvrtke izravno, kroz fizičku štetu, i neizravno, putem tranzicijskih procesa kao što su neiskorištena imovina i reputacijska šteta. Iako je izloženost klimatskim rizicima većine gospodarskih sektora ograničena (s izuzetkom aktivnosti koje ovise o fosilnim gorivima, rudarstva, poljoprivrede), učinci ubrzanja klimatskih promjena mogu biti značajni s potencijalnim posljedicama za ekonomsku i financijsku stabilnost (Billio *et al.*, 2022.).

Autorica De Francesco (2022) u svojoj raspravi „Achieving the full potential of sustainable finance: The role of national, European and international initiatives“ započinje s jednom vrlo važnom činjenicom, a to je Pariški sporazum iz 2016. godine. Taj je sporazum međunarodno obvezujući dokument o klimatskim promjenama u kojemu su se svjetski vođe dogovorili kako će pristupiti klimatskim rizicima i njima upravljati. Taj je dokument ukazao na činjenicu da uobičajeni poslovni model više nije održiv. Preusmjeravanje kapitala prema zelenoj ekonomiji važna je mjera u cilju očuvanja planeta pa je prema tome snažno porastao interes za ESG. U raspravi se zaključuje da nositelji ekonomske politike trebaju donijeti nekoliko mjera da bi se ispunio puni potencijal tranzicije prema održivoj i klimatski neutralnoj ekonomiji. Jedna od mjera je da nositelji ekonomske politike trebaju usmjeriti pažnju na *greenwashing* i nedostatak transparentnosti oko usporedivih ESG podataka. Zatim, u kontekstu izvješćivanja o održivosti, pristupi dvostruke materijalnosti prikladniji su za rješavanje hitnih klimatskih promjena. Također smatra da nositelji ekonomske politike na svim razinama trebaju osigurati interoperabilnost brzorastućih inicijativa o održivom izvješćivanju.

IOSCO (The International Organization of Securities Commissions) (2021) u seriji svojih izvješća objašnjava da financijski sektor ima ključnu ulogu u podržavanju tranzicije prema održivoj budućnosti. Financijske institucije i tržišta kapitala produbljuju svoje spoznaje rizika, prilika i učinaka povezanih s održivošću za dobrobit ulagača i pomoć u mobilizaciji kapitala za podršku održivoj tranziciji prema klimatski neutralnoj ekonomiji. Regulatori tržišta kapitala odgovorni su za nadzor tržišta kapitala, a odgovornost nadzora općenito uključuje razvoj, primjenu i provedbu računovodstvenih standarda, revizijskih standarda i propisa o objavljivanju podataka. To se jednako odnosi i na ESG faktore, na izvješća o održivosti i sprječavanje *greenwashinga*.

U posljednje vrijeme raste opseg literature u vezi s održivošću, klimatskim promjenama i ESG faktorima. Međutim, pregled literature pokazuje da je mali broj autora koji doprinose u području ESG-a u financijskom sektoru. Nadalje pokazuje pozitivan odnos između ESG rejtinga i performansi poduzeća. Naime, poduzeća bilježe bolje rezultate te imaju bolji status ako u svom poslovanju imaju kvalitetniju primjenu ESG standarda. Financijski sektor ima važnu ulogu u tranziciji prema održivoj ekonomiji i financiranju klimatski neutralne ekonomije.



## 2. Europski regulatorni okvir o održivosti

Pariškim sporazumom utvrđeni su ciljevi smanjenja emisija CO<sub>2</sub> te je zacrtan prelazak na niskouglično – održivo – gospodarstvo za cijeli svijet. Pariški sporazum plan je djelovanja za ograničavanje globalnog zagrijavanja, a stupio je na snagu 2016. g. kada je ispunjen uvjet da ga ratificira najmanje 55 zemalja odgovornih za najmanje 55 % globalnih emisija stakleničkih plinova. Sve zemlje EU-a ratificirale su sporazum što je otvorilo put za izradu regulative koja će ispuniti zahtjeve iz Pariškog sporazuma. EU 2018. godine donosi *Akcijски plan financiranja održivog rasta* koji je odobrila Europska komisija, koja je odredila mjere za ostvarenje sljedećih ciljeva:

- preusmjeravanje tokova kapitala prema održivim ulaganjima
- upravljanje financijskim rizicima koji proizlaze iz klimatskih promjena, iscrpljivanja resursa, uništavanja okoliša i socijalnih pitanja
- poticanje transparentnosti i dugoročnosti u financijskim i gospodarskim djelatnostima.

U skladu s tim *Akcijским planom*, tijekom razdoblja 2018. – 2020. u EU-u su doneseni značajni propisi koji uređuju koncept održivog financiranja:

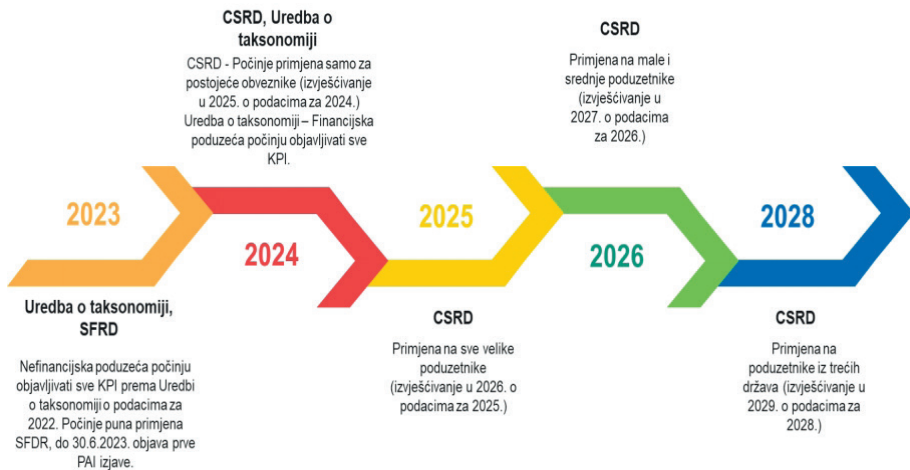
- SFRD Uredba (Uredba o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga)
- Uredba o taksonomiji (Uredba o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja)
- CSRD – Direktiva o korporativnom izvještavanju o održivosti.

U *Europskome zelenom planu*, koji je donesen 2019. godine, Europska unija je definirala brojne ciljeve od kojih se kao glavni ističe da smo se opredijelili da Europska unija do 2050. postane prvi klimatski neutralan kontinent i da će do 2030. smanjiti emisije stakleničkih plinova za najmanje 55 % u odnosu na 1990. g., što će voditi boljem položaju za ostvarenje sljedećih ciljeva:

- preobraziti EU u moderno, resursno učinkovito i konkurentno gospodarstvo bez neto emisija stakleničkih plinova do 2050. g.
- zaštita, očuvanje i povećanje prirodnog kapitala EU-a
- zaštita zdravlja i dobrobiti građana EU-a od rizika i učinaka povezanih s okolišem

- odvajanje gospodarskog rasta od iskorištavanja resursa
- osigurati da sve regije i građani EU-a sudjeluju u socijalno pravednom prelasku na održivi gospodarski sustav pri čemu nijedna osoba i nijedno mjesto nisu zapostavljeni.

Shema 1. ESG okvir – rokovi primjene



Izvor: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2022)

Regulatorni okvir za financijske institucije i poduzeća naslanja se na *Europski zeleni plan, Green Deal*. ESG objave za financijske institucije EU-a temelje se na taksonomiji, nefinancijskim izvještajima, Uredbi o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (SFDR) te prudencijalnim mjerama regulatora o objavama o održivosti.

Taksonomija definira okolišno održive aktivnosti koje primjenjuju nefinancijske institucije; nefinancijsko izvješćivanje daje informacije o tome kako javno izlistane kompanije i velike kompanije primjenjuju ESG kriterije. Uredbom o taksonomiji definira se sustav klasifikacije ekonomskih aktivnosti kojim se nefinancijskim i financijskim društvima omogućuje zajednička definicija održivosti. Osim što dopunjuje primjenu pojedinih odredbi SFRD-a, Uredba o taksonomiji propisuje u članku 8. obvezu objave KPI-jeva za obveznike nefinancijskog izvještavanja prema NFRD-u (Direktivi o nefinancijskom izvještavanju).

Cilj Direktive o nefinancijskom izvještavanju je poboljšati kvalitetu podataka koji su raspoloživi financijskim institucijama i investitorima kako bi usmjerili svoje resurse prema održivim projektima. SFDR uredba određuje prihvatljive investicijske proizvode i financijski savjet, a odnosi se na investicijska društva i društva za upravljanje investicijskim fondovima. Ova uredba uvodi novi skup pravila koji treba pomoći u tome da se ujednači profil fondova koji se izjašnjavaju održivima te da se isto tako ujednače financijski proizvodi. Također se očekuje da će uredba pomoći u lakšoj usporedbi financijskih proizvoda povezanih s održivošću te da će investitori lakše razumjeti navedene proizvode (Bruno, Lagasio 2021).

CSRD, koji je Europska komisija usvojila u studenome 2022., zamijenit će i nadograditi Direktivu o nefinancijskom izvješćivanju (NFRD) uvođenjem detaljnijih zahtjeva za izvješćivanje i povećanjem broja tvrtki koje ih se moraju pridržavati. Direktiva o izvješćivanju o održivosti poduzeća (CSRD) postaviti će standard prema kojemu će gotovo 50.000 tvrtki u EU-u morati izvješćivati o svom utjecaju na klimu i okoliš čime se znatno proširuje broj obveznika nefinancijskog izvještavanja na razini EU-a u odnosu na dosadašnjih 11.700. Direktiva o korporativnom izvještavanju o održivosti CSRD određuje standarde izvještavanja o održivosti za nefinancijska poduzeća koji se odnose na okolišne, socijalne i društvene čimbenike. CSRD predviđa izmjene odredbe Računovodstvene direktive, Direktive o transparentnosti, Direktive o reviziji i Uredbe o reviziji i trebao bi osigurati usklađenost tih četiriju akata. Izvješće o održivosti (CSR) obveznici moraju uključiti u izvješće posloводства, odnosno u isto moraju uključiti informacije potrebne za razumijevanje učinka poduzeća na pitanja održivosti te informacije potrebne za razumijevanje načina na koji pitanja održivosti utječu na razvoj, poslovne rezultate i položaj poduzeća.

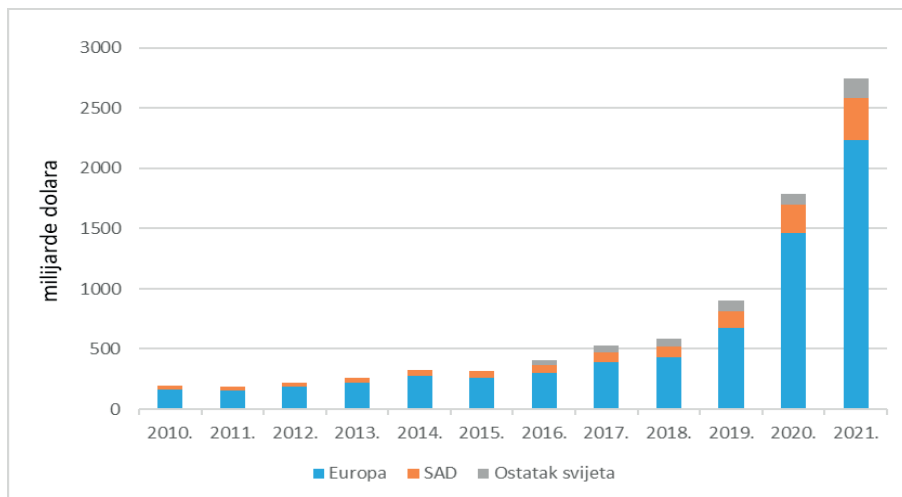
### **3. Izazovi u financiranju ESG projekata**

Da bi osigurali daljnje i dodatne izvore financiranja za vlastito poslovanje u uvjetima klimatskih promjena, financijski sektor (banke, društva za osiguranje, investicijski fondovi i dr.) morat će svojim ulagateljima i dioničarima prikazivati jesu li, i u kojoj mjeri, financijski proizvodi i usluge koje nude, tj. njihovo poslovanje, „zeleni” odnosno održivi. Za to su im potrebne vjerodostojne informacije o poslovanju nefinancijskih društava u koje plasiraju/ulažu prikupljena sredstva. Nefinancijskim društvima je potreban kapital za

održavanje i razvoj poslovanja. Transparentno i usporedivo izvješćivanje o tome posluje li tvrtka, i u kojoj mjeri, na održiv način poduzetnicima donosi ogroman potencijal za prikupljanje svježeg i troškovno povoljnijeg kapitala putem kredita, obveznica i/ili dionica.

U kontekstu financiranja postoje izazovi koji se odnose na izuzetno brzi rast investicija u ESG financijske proizvode (Grafikon 1), odnosno investicije tih fondova u realni sektor. Treba imati na umu ulagače koji se mogu naći u situaciji da vjeruju da su uložili u nešto održivo, odnosno ESG, a to se u stvarnosti ne odvija u financijskoj instituciji preko koje ulažu i taj proces zovemo *greenwashing*. Stoga je i jedan od ciljeva regulacije u financijskom sektoru upravo bio usmjeren na ujednačavanje regulative kako bi financijske institucije na jednak način ocjenjivale ESG investicije, a time bi potaknule i poduzeća iz realnog sektora da se usklade s tim istim normama. Menadžment koji upravlja investicijskim procesima dužan je ustrojiti procese kako bi ocijenio i nadzirao ESG rizike u kompanijama u koje ulaže. U tom kontekstu bilo koja razina transparentnosti od strane investicijskih fondova ili drugih financijskih institucija ovisi o kvaliteti i točnosti ESG podataka koje dobivaju od kompanija i s njima povezanih osoba u koje investiraju. Stoga je na globalnoj razini razvijen osnovni skup standarda održivosti kako bi se zadovoljile potrebe investitora i omogućilo regulatorima da slijede najbolje prakse u implementaciji nacionalnih standarda.

Grafikon 1. Ukupna aktiva održivih investicijskih fondova od 2010. do 2021. godine



Izvor: Statista (2023)

Financijski sustav se nalazi u fazi neviđenog tempa nastanka novih investicijskih proizvoda koji imaju predznak održivosti pa, prema tome, mogućnost za nastanak *greenwashinga* nikada nije bila veća. Financijski proizvodi povezani s održivošću, uključujući zelene obveznice, društvene obveznice i obveznice povezane s održivošću, vrijednosne papire osigurane zelenom hipotekom, zelene zajmove i zajmove povezane s održivošću, također su se proširili tržištem. Usto su se proširili i razni dobrovoljni standardi koji su pomagali investicijskim društvima prije nego što su uvedeni obvezni standardi.

Pojam *greenwashing* odnosi se na praksu pogrešnog predstavljanja proizvoda u vezi s održivošću ili značajki investicijskih proizvoda povezanih s održivošću. U utrci za promicanjem svojih zelenih vrijednosnica neka investicijska društva mogu pogrešno označiti proizvode održivima bez značajnih promjena u temeljnim strategijama ulaganja ili praksi dioničara. Takve prakse mogu varirati u opsegu i težini, od neprikladne upotrebe specifičnih pojmova u vezi s održivošću koji se koriste u dokumentu ponude, na pogrešna predstavljanja o obvezama subjekta u vezi s održivošću, na obmanjujuće marketinške prakse koje namjerno lažno predstavljaju održivi učinak proizvoda i slično. U mjeri u kojoj su dostupne, objave u vezi s održivošću na razini investicijskih društava i na razini proizvoda ne vode uvijek do dosljednih, usporedivih ili korisnih

informacija za investitore u svrhu donošenja odluka. Sve to, u kombinaciji s nedostatkom zajednički dogovorene terminologije i znanja ulagača o održivim proizvodima, dovelo je do rizika od prijevare zbog pogrešnih ulaganja.

## 4. Regulatorni pristup

Postoje različite razine u pristupima pojedinih jurisdikcija<sup>8</sup> u kojima su uspostavljena pravila specifična za održivost. Naime, regulatori tržišta kapitala mogu imati tri pristupa u primjeni ESG pravila:

- dobrovoljan
- princip „primijeniti ili objasniti“ te
- obvezna primjena ESG pravila.

Dobrovoljan pristup uglavnom obuhvaća kodekse koji su dobrovoljni za primjenu i sastoje se od najboljih tržišnih praksi koje bi trebale biti usklađene s investicijskim strategijama institucionalnih investitora u području ESG-a. Nadzor se uglavnom sastoji od toga da se od potpisnika očekuje da osiguraju transparentnost u primjeni kodeksa.

Pristup „primijeniti ili objasniti“ zahtijeva od ovlaštenih tvrtki da objave kako će primjenjivati ESG kodeks na principu „primijeni ili objasni“. Od društva za upravljanje fondovima očekuje se da će pri ispunjavanju uzeti u obzir sve materijalne ESG čimbenike, uključujući klimatske promjene.

Nekoliko jurisdikcija primjenjuje obvezan pristup kroz zakonodavstvo ili regulatorne smjernice. U Europskoj uniji primjer obveznog pristupa je SFDR (Uredba o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga) koji se primjenjuje kroz zakonodavni okvir. Prema SFDR-u, svi sudionici na financijskom tržištu moraju objaviti svoje politike o integraciji rizika održivosti u svoj proces donošenja investicijskih odluka. Sudionici na financijskom tržištu također su dužni objaviti podatke o tome uzimaju li u obzir „glavne negativne utjecaje“ investicijskih odluka na održivost s detaljnijim objavljivanjem potrebnim za velike tvrtke.

---

8 Pojam *jurisdikcija* u ovom radu odnosi se na područje u kojemu se primjenjuje određena regulativa, koje ne mora nužno biti i suverena država, npr. Hong Kong.

Zahtjevi za objavljivanjem podataka u vezi s klimatskim promjenama za uvrštena poduzeća doživjela su brz razvoj. U mjeri u kojoj je društvo za upravljanje fondovima također uvrštena tvrtka, upravitelj imovinom podliježe korporativnim zahtjevima za objavu prema regulatornim zahtjevima i/ili pravilima uvrštenja. Osim općih zahtjeva za objavu podataka o korporativnom upravljanju za društva koja su na uređenim tržištima, većina jurisdikcija također ima zakone, regulatore, smjernice, kodekse ili druge oblike pravila koji se odnose na društva koja upravljaju fondovima. Cilj ovih postojećih pravila općenito je osigurati da društva za upravljanje fondovima rade u najboljem interesu svojih klijenata i učinkovito upravljaju bilo kakvim sukobom interesa. Očekuje se da će provoditi politike i procedure za prepoznavanje, procjenu i otkrivanje rizika, financijske ili druge rizike kojima je izložena imovina kojom upravljaju.

## 5. Transparentnost financijskih institucija

### 5.1. Strategija ulaganja

Zahtjevi koji se odnose na održivost i na prakse investicijske strategije i objavljivanje bave se načinom na koji su značajni rizici u vezi s održivošću uključeni u investicijske strategije i investicijski proces financijskih institucija na tržištu kapitala, uključujući, gdje je primjenjivo, i podatke i korištene metodologije. Prakse u ovome području važne su za upravljanje imovinom klijenata u skladu s obvezama koje se odnose na održivost na razini financijskih institucija i njihovih financijskih proizvoda. Objave u vezi s održivošću koje se odnose na investicijsku strategiju imaju važnu svrhu. Primjerice, klijentima pružaju transparentnost u vezi s rizicima održivosti u upravljanju u njihovim ulaganjima i omogućuju im da procijene hoće li te prakse poduprijeti. Osim toga, takva objava može pružiti regulatorima informacije koje će im pomoći u procjeni jesu li upravitelji imovinom primijenili prakse i politike koje su opisane u njihovoj objavi.

Kao takve, i prakse i objave u ovom području mogu pomoći u sprječavanju *greenwashinga* imovine financijskih institucija i proizvoda koje one nude klijentima. SFDR zahtijeva da upravitelji imovine analiziraju i dokumentiraju relevantnost rizika održivosti kada provode dubinsku analizu ulaganja. Upravitelji imovinom financijskih institucija moraju u proces donošenja investicijskih odluka uključiti objave na svojim mrežnim stranicama koje se

odnose na politike koje se bave integracijom rizika održivosti. Tamo gdje je investicija povezana s održivošću, a rizici se ne smatraju relevantnima, potrebno je dati objašnjenje zašto je tome tako. SFDR također postavlja načela objavljivanja analize održivosti u odlukama o ulaganju.

## 5.2. Upravljanje rizikom

Upravljanje rizikom, kao što je proces identificiranja, procjene i praćenja te upravljanje ulaganjima i operativni rizici, ključno je područje odgovornosti za upravitelje imovinom u financijskim institucijama. Budući da su pitanja održivosti postajala sve važnijima, došlo je do spoznaje da postoji potreba za pojačanim nadzorom procesa procjene i upravljanja rizicima u vezi s održivošću, osobito uključujući klimatske rizike. Rizici povezani s održivošću mogu se manifestirati kroz financijske rizike, poput kreditnog, tržišnog i rizika likvidnosti. Također mogu postojati reputacijski i poslovni rizici za upravitelje imovinom u financijskim institucijama koji ne ispunjavaju očekivanja investitora usmjerena na održivost. Kao takav, rizik povezan s održivošću ne bi nužno trebalo promatrati samostalno i odvojeno od ostalih rizika i potrebno ga je integrirati u postojeću infrastrukturu rizika i procese da bi bili učinkoviti. Takve prakse mogu uključivati analizu scenarija i testiranje otpornosti na stres.

Objave u ovom području pružaju ulagačima transparentnost provedbe politike održivosti upravitelja imovinom u procesima upravljanja rizikom. Važno je kako tim objavama mogu pomoći ulagačima i regulatorima u procjeni podržavaju li upravitelji imovinom prakse upravljanja rizikom održivosti. To bi moglo pomoći u sprječavanju *greenwashinga* imovine kojom upravljaju u financijskim institucijama. Jurisdikcije imaju opće zahtjeve koji se odnose na upravljanje rizikom koji nisu specifični za održivost i koji se odnose na sve upravitelje imovinom u financijskim institucijama.

## 5.3. Podaci i ciljevi

Podaci i ciljevi mogu se općenito kategorizirati kao mjerenja u određenom trenutku ili „pogled unatrag“. Otkrivanje podataka i ciljeva te metodologija koje ih podupiru može pružiti investitorima i regulatorima informacije koje će im pomoći da razumiju kako upravitelji imovinom mjere i prate rizike povezane s održivošću. Nadalje, može se informirati investitore o utjecaju povezanom s



održivošću koji je rezultat njihovog ulaganja, kao i pružiti informacije o tome koliko dobro upravitelji imovine ispunjavaju svoje ciljeve koji se odnose na održivost.

## 6. Mjere za sprječavanje *greenwashinga*

### 6.1. Nadzor

Zakoni i propisi o vrijednosnim papirima ovlašćuju regulatore tržišta kapitala da discipliniraju prekršitelje u cilju borbe protiv prevara, uključujući i područje održivosti. Primjerice, to je davanje lažnih i pogrešnih informacija koje se odnose na implementaciju politika održivosti od strane menadžmenta koji upravlja imovinom ili financijskim proizvodima. Regulatori preispituju postupke i prakse financijskih institucija u odnosu na njihove objave i druge obveze prema javnosti koje se odnose na održivost.

Nedostatak otkrivanja aspekata proizvoda koji se odnose na održivost može dovesti do *greenwashinga*. To uključuje nedostatak transparentnosti i podataka o: (i) strategijama ulaganja financijskih proizvoda, uključujući korištenje ESG rezultata ili ocjena kao dijela strategija ulaganja proizvoda; (ii) korištenju glasovanja putem punomoći i angažmana dioničara i (iii) učincima i rezultatima povezanim s održivošću. Ova praksa može dovesti do toga da investitori donose odluke o ulaganju na temelju nedostatka informacija o aspektima proizvoda koji se odnose na održivost, što je izuzetno važno za odluku investitora o ulaganju.

Nedostatak otkrivanja informacija o investicijskim strategijama financijskih proizvoda, uključujući njegovu upotrebu ESG rezultata ili ocjene postignutih ESG ciljeva, može dovesti do toga da ulagači kupuju proizvode pod lažnim dojmom o tome kako će proizvod ispuniti svoje investicijske ESG ciljeve. Konkretno, nedostatak transparentnosti informacija o strategijama ulaganja proizvoda može dovesti do zbunjenosti ulagača ili nerazumijevanja u što je financijski proizvod ulagao. Na primjer, neki ulagači mogu ulaganja u određene zemlje, industrije, sektore ili izdavatelje smatrati neprikladnim ulaganjima za proizvode koji su povezani s održivošću. Međutim, financijskom proizvodu koji se reklamira kao proizvod koji se odnosi na održivost može biti dopušteno ulagati u takve zemlje, industrije, sektore ili izdavatelje i može imati dobar razlog za to, kao što je, primjerice, ako je svrha proizvoda korištenje angažmana dioničara za poboljšanje praksi održivosti

određenog izdavatelja. To se može objasniti ulagačima kroz objave o ciljevima ulaganja i strategijama u kojima se navodi da proizvod može ulagati u zemlje, industrije, sektore ili izdavatelje koji se možda ne čine pogodnima za održivost te objašnjava razloge takvih ulaganja. Međutim, tamo gdje takva transparentnost ne postoji ili je objava nejasna, to može dovesti do toga da ulagači kupuju proizvode pod lažnim dojmom o vrstama ulaganja i ciljevima koje proizvod može donijeti. Nadalje, nedostatak informacija o strategijama ulaganja proizvoda može uključivati nedostatak podataka o ograničenjima u podacima ili metodologijama koje koristi proizvod. To može uključivati i nedostatak otkrivanja razine nesigurnosti povezane s podacima koje koristi proizvod i korištenje pretpostavki i aproksimacija u izradi podataka povezanih s održivošću, kao što je izračun emisija ugljika.

U nekim jurisdikcijama koje imaju zahtjeve koji su specifični za proizvode povezane s održivošću, zahtjevi se razlikuju ovisno o razini usredotočenosti proizvoda na održivost. Na primjer, u jurisdikcijama članica EU-a, prema SFDR-u, različiti zahtjevi za transparentnošću podataka primjenjuju se na proizvode koji promiču, između ostalih karakteristika, ekološke ili društvene karakteristike, ili kombinaciju tih karakteristika – proizvodi iz članka 8., u usporedbi s proizvodima kojima je cilj održivo ulaganje – proizvodi iz članka 9. Većina financijskih proizvoda u Europi registrirana je kao članak 8. jer su zahtjevi za članak 9 kudikamo veći i zahtjevniji. Stoga se prema regulacija koja bi išla u smjeru koji bi dozvoljavao financijske proizvode koji zadovoljavaju članak 9.

## 6.2. Licenciranje financijskih proizvoda

Licenciranje proizvoda općenito uključuje proces u kojemu se za novi proizvod koji sadrži vrijednosne papire koje se želi prodati klijentima podnosi prijava i/ili dokument ponude koji moraju ispuniti određene minimalne zahtjeve za transparentnost podataka, koji su zatim predmet nekog oblika regulatornog pregleda ili odobrenja.

Sustavi licenciranja proizvoda mogu pomoći u sprječavanju *greenwashinga* nametanjem minimalnih zahtjeva za transparentnošću podataka. Jurisdikcije imaju opće zahtjeve za licenciranje proizvoda koji se primjenjuju na sve proizvode, uključujući proizvode povezane s održivošću. Imaju i zahtjeve za licenciranje proizvoda koji su specifični za proizvode povezane s održivošću

te zahtjeve da se financijski proizvodi koji se odnose na održivost prijave i ispune određene zahtjeve za transparentnošću podataka povezanih s održivošću prije nego što budu odobreni kao proizvodi koji se odnose na održivost (Europska komisija 2021).

Zahtjevi za određivanje imena financijskog proizvoda postavljaju parametre oko riječi ili poruke koja se prenosi u nazivu proizvoda. Zahtjevi mogu uključivati, na primjer, osiguranje dosljednosti između naziva proizvoda i njegovih ciljeva ulaganja kako bi se osiguralo da naziv proizvoda ne dovodi investitora u zabludu. Zahtjevi koji se odnose na imenovanje proizvoda koji se odnose na održivost mogu pomoći u sprječavanju *greenwashinga* osiguravanjem da proizvodi koji se svojim nazivima identificiraju kao povezani s održivošću točno odražavaju svoju usredotočenost na održivost.

### 6.3. Označavanje i klasifikacija

Zahtjevi za označavanje i klasifikaciju postavljaju parametre za načine označavanja ili kategorizacije proizvoda. Označavanje uključuje, na primjer, korištenje ESG oznaka kao i certifikate trećih strana kao što su rejting-agencije. Zahtjevi koji se odnose na označavanje i klasifikaciju za financijske proizvode koji se odnose na održivost mogu pomoći u sprječavanju *greenwashinga* osiguravajući da proizvodi koji se identificiraju povezanima s održivošću u svojim dokumentima ili marketinškim materijalima korištenjem oznaka vezanih uz održivost, ili vrste proizvoda, točno odražavaju njihov fokus na održivost. Nekoliko jurisdikcija ima zahtjeve za označavanje i klasifikaciju koji su specifični za proizvode povezane s održivošću. U EU-u postoje zahtjevi za klasifikaciju ekološki održivih proizvoda prema Uredbi EU-a o taksonomiji (Europska komisija 2020). Uredba o taksonomiji utvrđuje posebne kriterije za utvrđivanje je li gospodarska aktivnost, uključujući financijski proizvod, kvalificirana ekološki održivom i zahtijeva li da Europska unija i njezine članice primjenjuju kriterije za određivanje je li gospodarska aktivnost kvalificirana ekološki održivom. Očekuje se da će dodatni zahtjevi koji se odnose na definiranje aktivnosti ekološki održivima biti implementirani u skladu s Regulatornim tehničkim standardima (RTS).

U članicama EU-a u kojima proizvodi iz članka 8. i proizvodi iz članka 9. namjeravaju kreirati ulaganja usklađena s Uredbom o taksonomiji takvi proizvodi moraju opisati na koji su način, i u kojoj mjeri, ulaganja koja

su temelj financijskog proizvoda u gospodarskim aktivnostima koje se kvalificiraju ekološki održivima sukladna Uredbi o taksonomiji. Osim toga, proizvodi iz članka 8. moraju uključiti u svoju predugovornu objavu izjavu da se načelo „nema značajne štete” primjenjuje samo na ona ulaganja u osnovi proizvoda koja uzimaju u obzir kriterije EU-a za ekološki održive gospodarske aktivnosti i da preostala temeljna ulaganja ne uzimaju u obzir te kriterije EU-a. U članicama EU-a proizvodi iz članka 8. i proizvodi iz članka 9. moraju objaviti, ako je proizvod odredio indeks kao referentnu vrijednost: (i) u slučaju proizvoda iz članka 9., informacije o tome kako je naznačeni indeks održivosti usklađen s ciljem financijskog proizvoda i, u slučaju proizvoda iz članka 8., informacije o tome je li i na koji način ovaj indeks održivosti u skladu s ekološkim i/ili društvenim karakteristikama koje proizvod promiče; (ii) u slučaju proizvoda iz članka 9., objašnjenje zašto se naznačeni indeks održivosti usklađuje s tim ciljem i kako se usklađuje te kako se razlikuje od širokog tržišnog indeksa održivosti i (iii) naznaku gdje se može pronaći metodologija korištena za izračun indeksa održivosti.

U planovima za dodavanje ili promjenu zahtjeva Europska komisija također je naznačila da će procijeniti mogućnost stvaranja ESG referentne vrijednosti uzimajući u obzir razvojnu prirodu pokazatelja održivosti i metode koje se koriste za njihovo mjerenje. Procjena Europske komisije bit će potkrijepljena studijom koja razmatra postojeće referentne vrijednosti u vezi s ESG-om, najbolje prakse, kao i minimalne standarde za EU-ovo mjerilo ESG-a (Europska komisija 2021). EU dodaje svom okviru za objavljivanje proizvode iz članka 8. i proizvode iz članka 9. zahtijevajući *ex-ante* objavljivanje o opsegu u kojemu se proizvod namjerava uskladiti s Uredbom o taksonomiji.

Zahtjevi koji se odnose na otkrivanje svih materijalnih rizika za proizvode povezane s održivošću mogu pomoći u sprječavanju *greenwashinga* omogućujući ulagačima da bolje razumiju potencijalne rizike u vezi s financijskom proizvodom i utjecaj tih rizika na realizaciju proizvoda, uključujući realizaciju povezanu s održivošću. Na primjer, za proizvod za praćenje indeksa koji ulaže u tvrtke koje doprinose klimatskoj tranziciji, otkrivanje rizika povezanih s praćenjem odabranog indeksa, uključujući kako to može utjecati na sposobnost fonda da ispuni svoj cilj, može ulagačima pružiti jasnu informaciju hoće li i kako će proizvod ispuniti svoje investicijske ciljeve. Ove vrste zahtjeva mogu spriječiti investitore da kupuju proizvode bez jasne informacije o tome kako će se proizvod suočiti s izazovima ispunjavanja

svojih ciljeva povezanih s održivošću. Osim toga, zahtjevi koji se odnose na objavljivanje rizika održivosti za proizvode koji su povezani s održivošću i one koji nisu mogu pomoći u smanjenju asimetrije informacija i pomoći ulagačima u donošenju informiranih odluka o ulaganju saznanjima kako problemi povezani s održivošću utječu na njihova ulaganja.

Praćenje usklađenosti i izvedbe financijskih proizvoda povezanih s održivošću provodi upravitelj imovinom ili regulatorno ili nadzorno tijelo. Za potrebe praćenja potrebno je kod proizvoda promotriti sljedeće: (i) usklađenost s njegovim ciljevima ulaganja i (ii) njegovu izvedbu. To bi uključivalo, na primjer, zahtjeve za upravitelje imovinom da prate i ocjenjuju portfelje svojih proizvoda kako bi osigurali da proizvod ispunjava svoje investicijske ciljeve i zahtjeve za regulatorno tijelo da prati usklađenost proizvoda s njihovim investicijskim ciljevima. Neuspjeh proizvoda da ispuni svoje proklamirane investicijske ciljeve i strategije povezane s održivošću može biti vrsta *greenwashinga*. Zahtjevi za praćenje usklađenosti financijskih proizvoda i performansi povezanih s održivošću mogli bi pomoći u sprječavanju *greenwashinga* osiguravanjem da proizvod ispunjava svoje investicijske ciljeve povezane s održivošću uključujući ispunjavanje svih ciljeva izvedbe povezanih s održivošću.

Periodično izvješćivanje o održivosti određuje da proizvodi s ciljevima povezanim s održivošću kontinuirano izvještavaju o opsegu u kojem su ti ciljevi ispunjeni. Zahtjevi za periodičnim izvješćivanjem mogu pomoći u sprječavanju *greenwashinga* smanjenjem asimetrije informacija. Proizvod s navedenim ciljevima ulaganja povezanim s održivošću možda neće uspjeti slijediti ciljeve u praksi što se onda možda može zamijetiti kroz periodično izvješćivanje. Periodično izvješćivanje o tome ispunjava li proizvod svoje ciljeve omogućuje investitorima nadzor nad izvedbom proizvoda i stoga procjenu njegove sposobnosti da kontinuirano ispunjava svoje ciljeve povezane s održivošću.

U zemljama članicama EU-a, i proizvodi iz članka 8. i proizvodi iz članka 9. moraju u periodičnim izvješćima pružati informacije u vezi s njihovom izvedbom povezanom s održivošću. U periodičnim izvješćima o proizvodima iz članka 8. zahtijeva se otkrivanje opsega u kojem su ispunjena ekološka ili društvena svojstva. S druge strane, periodična izvješća o proizvodima iz članka 9. moraju otkriti: (i) ukupni utjecaj proizvoda u vezi s održivošću pomoću relevantnih pokazatelja održivosti ili (ii) ako je indeks određen kao

referentna vrijednost, usporedbu između ukupnog utjecaja proizvoda u vezi s održivošću s utjecajima određenog indeksa i širokog tržišnog indeksa kroz pokazatelje održivosti.

#### 6.4. Financijska pismenost i održivost

Financijska edukacija ima važnu ulogu u sprječavanju *greenwashinga* i zaštiti ulagača pridonoseći usklađivanju koncepta održivosti i objavljivanja podataka i jačanja svijesti o riziku među ulagačima u pogledu proizvoda u vezi s održivošću.

Financijska edukacija je „proces kojim mali i veliki ulagači poboljšavaju svoje razumijevanje financijskih proizvoda, koncepata i rizika te, putem informacija, uputa i/ili objektivnih savjeta, razvijaju vještine i samopouzdanje kako bi postali svjesniji financijskih rizika i prilika koje im se pružaju, te donositi informirane odluke, znati kamo se obratiti za pomoć i poduzeti druge učinkovite radnje za poboljšanje svoje financijske dobrobiti.” OECD (2005) Prema OECD-u, informirani i financijski pismeni pojedinci bolje su osposobljeni za suočavanje s rastućom kompleksnošću financijskog tržišta, što može poboljšati ne samo njihov probitak, već i učinkovitost tržišta, kao i doprinos financijskoj uključenosti i zaštiti od prijevara. S obzirom na njihov sveobuhvatan pogled na financijsko tržište, financijski regulatori su u dobroj poziciji da utvrde potrebu za financijskim obrazovanjem i, točnije, obrazovanjem ulagača, te osiguraju njegovu provedbu. Financijska edukacija i edukacija ulagača ključan su alat za potporu održivim financijama, kao i za zaštitu ulagača od *greenwashinga* i rizika povezanih s održivošću.

### 7. Zaključak

Nakon usvajanja Pariškog klimatskog sporazuma, u Europskoj uniji je donesena vrlo opsežna regulativa o održivosti, odnosno ESG (engl. *environmental, social, governance*), čiji je zadatak ispuniti ciljeve zacrtane sporazumom. Ovaj rad je prikazao regulativu pokušavajući u više smjerova ispuniti zadatak. Jedan smjer je transparentnost rada poduzeća u dijelu koji se odnosi na ESG, odnosno promovira se nefinancijsko izvješćivanje. Zatim se financijsku industriju usmjerava da za svoja ulaganja traži da se poduzeća posvete ESG kriterijima. Potom, da financijska industrija vodi računa o tome

da investicije u ESG budu u skladu s regulativom koja regulira to područje, odnosno da spriječe *greenwashing*. Sve te zahtjeve trebaju nadzirati regulatori koji su najčešće i regulatori tržišta kapitala. Nadalje se od svih aktera i regulatora očekuje da rade na financijskoj pismenosti i da osiguraju jasne kriterije za davanje oznaka održivosti. Osim nadzora, regulatori imaju i obvezu licenciranja proizvoda koji nose oznaku ESG, što je dodatni izazov za nadzor. Štoviše, uvođenjem jasnijih kriterija za klasifikaciju djelatnosti koje obavljaju poduzeća postavljeni su temelji za uvođenje konkretnijih smjernica i propisa, što omogućuje kvalitetniju provedbu. Potrebno je također što više unaprijediti financijsko opismenjavanje i svijest o ESG-u. Financijski sektor je jedan od snažnijih katalizatora tranzicije prema održivom gospodarstvu jer može vrlo brzo kreirati konkretne rezultate kroz bolji tretman ulaganja koja su usmjerena prema ESG-u.

## LITERATURA

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., Pelizzon, L. (2022) Sustainable finance: A journey toward ESG and climate risk, *SAFE Working Paper No. 349*, travanj 2022., <raspoloživo na: [www.safe-frankfurt.de](http://www.safe-frankfurt.de)>, [pristupljeno 1. 4. 2023.].

Bruno, M., Lagasio, V. (2021) An Overview of the European Policies on ESG in the Banking Sector, *Sustainability 2021*, 13, 12641, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3390/su132212641>>, [pristupljeno 1. 3. 2023.].

De Francesco, E. (2022) Achieving the full potential of sustainable finance: The role of national, European and international initiatives, Discussion paper, *Sustainable Prosperity For Europe Programme*, EPC – European Policy Centre 2022.

De Lucia, C., Pazienza, P., Bartlett, M. (2020) Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe, *Sustainability 2020*, 12(13), 5317, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3390/su12135317>>, [pristupljeno 1. 3. 2023.].

Europska komisija (2020) Uredba o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja, Bruxelles 2020., <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32020R0852>>, [pristupljeno 10. 4. 2023.].

Europska komisija (2021) Strategija za financiranje tranzicije prema održivom gospodarstvu, Strasbourg, 2021., <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0390>>, [pristupljeno 10. 4. 2023.].

IOSCO (2021) Report on Sustainability-related Issuer Disclosures – Final Report, The International Organization of Securities Commissions, <raspoloživo na: [www.iosco](http://www.iosco)>.

org>, [pristupljeno 5. 4. 2023.].

OECD (2005) Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies, OECD Publishing, Paris, <<https://doi.org/10.1787/9789264012578-en>.[https://www.oecd-ilibrary.org/finance-andinvestment/improving-financial-literacy\\_9789264012578-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-andinvestment/improving-financial-literacy_9789264012578-en)>, [pristupljeno: 15. 4. 2023.].

Rzeźnik, A; Weiss, H. K.; Pelizzon, L. (2022) Investor Reliance on ESG Ratings and Stock Price Performance, *SAFE Working Paper No. 310*, srpanj 2022., <raspoloživo na: [www.safe-frankfurt.de](http://www.safe-frankfurt.de)>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].



## OVERVIEW OF EUROPEAN ESG POLICIES IN THE FINANCIAL SECTOR

### **Abstract**

European policies promoting ESG are having a significant impact on the way companies do business, which is a major challenge for them. This is the result of the increasing awareness of environmental, social, and management policies implemented through European regulations. The main objective of the regulations is to encourage companies to behave responsibly in the areas of environment, management, and social responsibility. Therefore, European policies have been issued that are specifically tailored to the financial sector. Namely, the financial sector has a dual role in this process. First of all, the financial sector needs to be transformed to be ESG-friendly, and then it needs to focus more on ESG finance for its clients. The aim of this research is to provide an overview of European policies on ESG standards developed specifically for the financial sector as well as the challenges and issues in financing ESG projects. The paper is structured as follows: an overview of the current literature on ESG in the financial sector, a description of the regulatory ESG framework in the EU for financial institutions and non-financial companies, challenges in financing ESG projects, an analysis of regulatory practices and measures to prevent “greenwashing”, and final conclusion of the paper.

**Keywords:** ESG, corporate governance, sustainability, environment, yield, social responsibilities, greenwashing

**Anita Peša**, Sveučilište u Zadru, Odjel za ekonomiju,  
apesa@unizd.hr, ORCID 0000-0003-3767-0676

**Martina Maté**, Sveučilište u Zadru, Odjel za ekonomiju,  
mmate@unizd.hr, ORCID 0000-0002-1290-9209

**Sonja Brlečić Valčić**, Sveučilište u Zadru, Odjel za ekonomiju,  
sbrlev@unizd.hr, ORCID 0000-0002-2704-6725

## INTEGRACIJA ESG RIZIKA U REGULATORNI I NADZORNI OKVIR EU-A

### Sažetak

Europska unija putem nadležnih institucija niz godina kontinuirano radi na problemu uključivanja rizika u tri stupa bonitetnog nadzora. Predmet ovoga istraživanja obuhvaća pregled trenutnog stanja integriranosti ESG rizika u regulatorni i nadzorni okvir EU-a. Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) objavilo je 2019. godine *Akcijski plan za održivo financiranje* i dokument za raspravu o integraciji ESG rizika u regulatorni i nadzorni okvir. ESG se definira kao skup okolišnih, društvenih i upravljačkih praksi u svrhu održivosti sustava i institucija EU-a. Cilj istraživanja usmjeren je na pregled regulatornog okvira EU-a usmjerenog prema ESG rizicima. Tehnička provedba *Akcijskog plana* i pripadajuće regulative rezultirala je prihvaćanjem uredbi: Uredbe EU 2019/2089 o referentnim vrijednostima EU-a za klimatsku tranziciju usklađenih s Pariškim sporazumom te objavama u vezi s održivošću za referentne vrijednosti, Uredbe EU 2020/852 o održivosti u sektoru financijskih usluga i Uredbe EU 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja. Jačanje otpornosti bankarskog sektora na ESG rizike ključno je područje Komisije o održivoj financijskoj strategiji koja je 2021. godine donijela bankarski paket kao nova pravila EU-a za jačanje otpornosti banaka i bolju pripremu financijskog sustava za budućnost kako bi banke EU-a postale otpornije na potencijalne buduće gospodarske, energetske i zdravstvene šokove te prijelaz na klimatski neutralan kontinent čime se finalizira provedba sporazuma *Basel III* u EU-u. Ovo istraživanje analizira stupanj i

obuhvat implementiranosti ESG rizika u postojeći financijski sustav EU-a danas i u budućnosti.

**Ključne riječi:** održivo financiranje, nadzorni okvir EU-a, bonitetna regulativa, ESG rizici

**JEL klasifikacija:** G18, G32

## 1. Uvod

ESG rizici već niz godina predstavljaju izazov u globalnoj financijskoj industriji, a sada je nastupilo vrijeme kada se ovi rizici, koji se odnose na okolišne, društvene i upravljačke faktore, sve više uključuju u financijsku regulaciju s posebnim naglaskom na tradicionalne kategorije financijskog rizika kao što su kreditni rizik, tržišni rizik, operacijski ili reputacijski rizici, rizici likvidnosti i pitanja svih oblika financiranja. Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo EBA 2018. godine započelo je s razmatranjima na koji način okolišne, društvene i upravljačke rizike integrirati u tri stupa bankarskog bonitetnog okvira. Na početku 2019. godine EBA je objavila *Akcijски plan za održivo financiranje* i dokument za raspravu o integraciji ESG rizika u regulatorni i nadzorni okvir u svrhu održivosti sustava i institucija EU-a. Tehnička provedba *Akcijskog plana* i pripadajuće regulative rezultirala je prihvaćanjem uredbi: Uredbe EU 2019/2089 o referentnim vrijednostima EU-a za klimatsku tranziciju usklađenih s Pariškim sporazumom te objavama u vezi s održivošću za referentne vrijednosti, Uredbe EU 2020/852 o održivosti u sektoru financijskih usluga i Uredbe EU 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja.

Komisija o održivoj financijskoj strategiji 2021. godine donijela je bankarski paket kao nova pravila EU-a za jačanje otpornosti banaka i bolju pripremu financijskog sustava za budućnost kako bi banke EU-a postale otpornije na potencijalne buduće gospodarske, energetske i zdravstvene šokove u svjetlu klimatski neutralnog (europskog) kontinenta do 2050. godine čime se ujedno finalizira provedba sporazuma *Basel III* u EU-u.

Cilj ovoga istraživanja usmjeren je na pregled postojećeg regulatornog okvira EU-a usmjerenog prema ESG rizicima i analizu njegove uključenosti u postojeći financijski sustav EU-a s posebnim osvrtom na analizu i vremenski okvir provedbe regulacije ESG rizika u doglednoj budućnosti.

Slijedi poglavlje koje opisuje ESG rizike nakon kojega slijedi pregled ESG činitelja u superviziji općenito. U četvrtome poglavlju posebno se obrađuje integracija ESG rizika u europski regulatorni i nadzorni okvir EU-a, a u petome poglavlju slijedi rasprava i navode se izazovi koji su proizašli iz analize stupnja i opsega integracije ESG rizika u europski regulatorni okvir. Na kraju slijedi zaključak.

## 2. ESG rizici

ESG rizici prvi su se put spominjali u kontekstu poslovnih aktivnosti krajem 1990-ih i početkom 2000-ih godina. Međutim, koncept ESG rizika kao posebnog koncepta razvio se tek početkom 21. stoljeća i postajao sve važnijim među investitorima i regulatorima. Danas se ESG rizici smatraju ključnim faktorom za procjenu dugoročne održivosti poslovanja i ulagačkih potencijala.

ESG rizici definiraju se kao rizici bilo kojeg negativnog utjecaja na institucije koji proizlaze iz postojećih ili potencijalnih učinaka na ESG faktore koji se dijele na okolišne, društvene ili institucionalne. Slijedi kratki prikaz ovih triju ESG faktora u kontekstu ESG rizika. Okolišni faktori opisuju se kroz pozitivan ili negativan učinak na financijske performanse ili solventnost entiteta, bilo individualnog ili društva. Okolišni rizici predstavljaju rizike bilo kakvog negativnog utjecaja na institucije koji proizlaze iz postojećih ili potencijalnih učinaka na okoliš s obzirom na ulaganja. Društveni faktori opisuju se kroz pozitivan ili negativan učinak na financijske performanse ili solventnost entiteta, bilo individualnog ili društva. Društveni rizici predstavljaju rizike bilo kakvog negativnog utjecaja na institucije koje proizlaze iz postojećih ili potencijalnih učinaka na društvene faktore s obzirom na ulaganja. Upravljački faktori opisuju se kroz pozitivan ili negativan učinak na financijske performanse ili solventnost entiteta, bilo individualnog ili društva. Upravljački rizici predstavljaju rizike bilo kakvog negativnog utjecaja na institucije koje proizlaze iz postojećih ili potencijalnih učinaka na upravljačke faktore s obzirom na ulaganja. E (ekološka) komponenta ESG-a odnosi se na izloženost tvrtke i upravljanje povezanim rizicima i prilikama u odnosu na klimu, nedostatak prirodnih resursa, zagađenje, otpad i druge okolišne čimbenike, osim utjecaja tvrtke na okoliš. Komponenta S (društveno) odnosi se na informacije o vrijednostima i poslovnim odnosima u tvrtki. Uključuje društvene teme kao

što su informacije o radu i opskrbnom lancu, kvaliteti i sigurnosti proizvoda, teme ljudskog kapitala kao što su zdravlje zaposlenika te politike i nastojanja u smjeru sigurnosti, raznolikosti i uključivanja. Komponenta G (upravljanje) uključuje informacije o korporativnom upravljanju tvrtke uključujući informacije o strukturi i raznolikosti upravnog odbora, rukovoditeljima, naknadama, odazivu na kritične događaje, korporativnoj otpornosti, politikama i praksama lobiranja, političkih doprinosa te mita i korupcije (Raghavan 2022).

### 3. Integracija ESG rizika u regulaciju EU-a, praćenje i nadzor

ESG činitelji i upravljanje njihovim rizicima sami po sebi nemaju smisla ako se ne integriraju u regulatorne institucije. Cilj uvođenja ESG rizika u regulativu EU-a od početka je postavljen na ambicioznim osnovama, a temelji se na početnoj ideji o Europi kao prvom klimatski neutralnom kontinentu (do 2050. godine) kako je postavljeno u političkim ciljevima institucija EU-a. Svih 27 država članica EU-a obvezale su se da će EU pretvoriti u prvi klimatski neutralan kontinent do 2050. (SAD je postavio isti cilj za 2050. godinu, Kina za 2060. godinu, Velika Britanija je postavila cilj da postane klimatski neutralna do 2050. godine, a Švedska do 2045. godine. Afrička Unija se zalaže za postizanje klimatske neutralnosti do 2063. godine, a Južnoafrička Republika do 2050. godine. Australija još nije postavila ciljeve za postizanje klimatske neutralnosti). Ove odluke proizlaze iz Pariškog sporazuma iz 2015. godine kada se globalna zajednica složila u pokušaju ograničenja porasta temperature za 1,5 °C u odnosu na predindustrijske razine što bi se postiglo smanjenjem emisije stakleničkih plinova. Isti cilj naveden je i u *Programu Ujedinjenih naroda (UN-a) za održivi razvoj do 2030. godine* (UN 2015).

Nositelji politika EU-a suglasni su da je ESG činitelje potrebno uvoditi postupno. Europska komisija (EK) kontinuirano ističe promicanje europskog sustava vrijednosti u održivim ulaganjima, tj. poticanje održivog ekološkog, socijalnog i gospodarskog razvoja (ESG kriterija) (Bajakić 2021).

Prema EK-u financijske institucije trebale bi igrati ključnu ulogu u prijelazu cjelokupnog gospodarstva EU-a na održiviji smjer prema promjenama u načinu rada cijele industrije, usluga i mentaliteta građana EU-a za što su potrebna velika ulaganja, ne samo javna nego i privatna (Wicha 2021).

Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) 2018. godine raspravljalo je o ESG rizicima, a onda 2019. godine objavilo i *Akcijski plan za održivo financiranje* i dokument za raspravu o integraciji ESG rizika u regulatorni i nadzorni okvir koji se fokusirao na strategiju i menadžment rizika, ključne mjerne podatke i otkrivanje, testiranje otpornosti na stres i analizu scenarija te bonitetni tretman. Inicijative EBA-e u tim područjima uglavnom su bile usmjerene na razumijevanje tržišta prakse povezane s ESG aspektima, istraživanje postojećih regulatornih koncepata s ESG točke gledišta, formuliranje zajedničkih definicija i terminologije koje će biti primjenjive u regulatornom okviru te pružanje prvih smjernica.

Tehnička provedba *Akcijskog plana* i pripadajuće regulative rezultirala je prihvaćanjem uredbi: Uredbe EU 2019/2089 o referentnim vrijednostima EU-a za klimatsku tranziciju usklađenih s Pariškim sporazumom te objavama u vezi s održivošću za referentne vrijednosti, Uredbe EU 2020/852 o održivosti u sektoru financijskih usluga i Uredbe EU 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja. Jačanje otpornosti bankarskog sektora na ESG rizike ključno je područje Komisije o održivoj financijskoj strategiji koja je 2021. godine donijela bankarski paket kao nova pravila EU-a za jačanje otpornosti banaka i bolju pripremu financijskog sustava za budućnost kako bi banke EU-a postale otpornije na potencijalne buduće gospodarske, energetske i zdravstvene šokove te prijelaz na klimatski neutralan kontinent čime se finalizira provedba sporazuma *Basel III* u EU-u koji rješava nedostatke prethodnih „Basela“. Već nekoliko godina zaredom Europska središnja banka (ESB) uvrstila je u kartu rizika jedinstvenog nadzornog mehanizma (SSM) klimatske rizike kao ključne pokretače rizika za bankovni sustav europodručja. ESB smatra da u razmatranju klimatskih i okolišnih rizika institucije trebaju zauzeti strateški i sveobuhvatan pristup koji je usmjeren prema budućnosti (ESB 2020).

U međuvremenu je mnogo učinjeno u smjeru razvoja sustava koji se suočava s aktualnim rizicima. Pokazalo se da je potrebno prilagoditi početni akcijski plan dodajući nova područja fokusa, uključujući aspekte povezane s označavanjem održivih proizvoda, *greenwashingom*<sup>9</sup>, kao i nadzorno izvješćivanje i poboljšani okvir za praćenje rizika (*EBA Roadmap 2022*).

---

9 *Greenwashing* – obmanjivanje javnosti od strane organizacija glede održive odgovornosti.

EBA je obuhvatila ESG rizike i održive financije kroz sljedeću regulaciju: 1093/2010 (EBA Uredba o osnivanju 575/2013 (Uredba kapitalnih zahtjeva – CRR5) i 2013/36 (Direktiva kapitalnih zahtjeva – CRD6); 2019/2033 (Uredba investicijskih tvrtki – IFR7) 2019/2034 (Direktiva investicijskih tvrtki – IFD8); 2017/2402 (Uredba Sekuritizacije); 2019/2088 (Uredba o objavljivanju održivih financija, SFDR10), 2020/852 (Uredba taksonomije) i Direktive o izvješćivanju o korporativnoj održivosti (CSRD12). Sve ove uredbe i direktive temelje se na posebnim zahtjevima i pozivima od strane EK-a, a posebno u okviru provedbe *Strategije za financiranje prijelaza na održivo gospodarstvo*.<sup>10</sup>

Praksa je pokazala da je potrebno posebno obratiti pažnju na određivanje relevantnosti i sadržaja dodatnih ESG standarda ili oznaka te utvrditi moguće mjere za rješavanje novih rizika kao što je *greenwashing*. Naposljetku, uzimajući u obzir realne izazove s kojima se globalne financije susreću, razvoj održivog financiranja morat će se procjenjivati i pratiti kontinuirano uz povremena testiranja otpornosti financijskih institucija kao što su stres-testovi i analiza scenarija.

Došlo se do zaključka da EBA treba biti prilagodljiva. Dok neki dijelovi rada EBA-e trebaju obuhvatiti sve elemente ESG rizika, drugi će se usredotočiti na neke od ESG rizika. Nadalje, dok neki dijelovi rada ESG-a trebaju obuhvaćati širi financijski sektor, uključujući kreditne institucije i investicijska društva, drugi se mogu primjenjivati samo na određene institucije i/ili njihova nadzorna tijela. Osim toga, neki od mandata dotaknut će se aspekata u vezi sa zaštitom potrošača.

EBA, zajedno s drugim organizacijama kao što su ESMA<sup>11</sup> i EIOPA<sup>12</sup>, također će nastojati uključiti ESG dimenzije u promicanje financijskog obrazovanja kao dijela mandata europskih nadzornih tijela za preispitivanje i koordinaciju financijskih sredstava u okviru inicijative nacionalnih tijela za obrazovanje i pismenost.

Slijedi prikaz ključnih ciljeva za održive financije koji obuhvaća i prvotne EBA-ine smjernice i nove ključne ciljeve koje je potrebno ostvariti u sljedećem razdoblju. Održivo financiranje (engl. *sustainable finance*) zapravo je usmjeravanje kapitala u realizaciju ciljeva *Europskoga zelenog*

---

10 *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy* [https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy_en) (6. 1. 2021.)

11 ESMA – European Securities and Markets Authority

12 EIOPA – European Insurance and Occupational Pension Authority

plana i međunarodnih obveza preuzetih od strane EU-a u smjeru realizacije klimatskih, socijalnih i upravljačkih ciljeva održivosti u skladu s ESG rizicima što usmjerava investicije u sve oblike zelenih aktivnosti i projekata.

Slika 1. EBA Roadmap za održive financije – ključni ciljevi



Izvor: EBA Roadmap (2022)

Kako je vidljivo na slici 1, aktivnosti EBA-e u području ESG rizika i održivog financiranja mogu se razvrstati u osam glavnih područja koja se detaljnije prikazuju u tablici 1. s obzirom na izazove i vremenik kako bi se na pregledan način prikazale najvažnije smjernice u području upravljanja ESG rizicima u predstojećem razdoblju.



Tablica 1. Ključni ciljevi i vremenik ESB ciljeva

Ključni ciljevi za održive financije	Opis i izazovi	Vremenik
<p><b>Transparentnost i objavljivanje</b></p>	<p>Opis: Tablice, predlošci i povezane upute namijenjene velikim financijskim institucijama s vrijednosnim papirima koje je potrebno upotrebljavati na uređenom tržištu bilo koje države članice EU-a kako bi bile javno dostupne relevantne kvalitativne informacije o ekološkim rizicima i kvantitativne informacije u vezi s klimatskim promjenama (klimatski rizik, ublažavanje i prilagodba uključujući mjerne podatke o objavljivanju drugih ESG rizika), rizik tranzicije, fizički rizik i mjere za smanjenje rizika.</p> <p>Tri europska nadzorna tijela (EBA, ESMA i EIOPA) u nadležnosti Zajedničkog odbora (ZPP-a), razvili su dvije skupine regulatornih standarda koji se nazivaju Tehničkim standardima (RTS) u okviru SFDR-a (<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>). SFDR utvrđuje zahtjeve za objavljivanje za proizvođače financijskih proizvoda i financijske savjetnike prema krajnjim ulagačima. Prva skupina obuhvaća sadržaj, metodologije i predstavljanje objava povezanih s održivošću za odluke o ulaganjima za različite financijske proizvode. Druga skupina je uključila dodatne zahtjeve za objavljivanje o razini usklađivanja financijskih proizvoda s taksonomijom EU-a za okolišno održive gospodarske djelatnosti (održivo korištenje i zaštita vodnih i morskih resursa; prijelaz na kružno gospodarstvo; sprječavanje onečišćenja i kontrola; zaštita i obnova biološke raznolikosti i ekosustava).</p> <p>Predlaže se standardizirano izvještavanje glede sekuritizacije gdje se može odlučiti objaviti štetne učinke imovine koja se financira iz sekuritiziranih izloženosti prema klimatskim i drugim činiteljima održivosti čime će se povećati transparentnost i pomoći ulagačima pri mjerenju i usporedbi potencijalnih negativnih učinaka na činitelje održivosti sekuritizacijskih proizvoda potpomognutih po portfeljima nekretnina i autokredita.</p> <p>Izazovi: potencijalno širenje opsega ovih zahtjeva za objavljivanje na veći krug banaka.</p> <p>Potreba za jačim međunarodnim povezivanjem. Traže se amandmani – povećati transparentnost financijskih proizvoda u pogledu potencijala ulaganja u djelatnosti povezane s fosilnim plinom i/ili nuklearnom energijom, odražavajući odredbe utvrđene Delegiranom uredbom Komisije (EU) 2022/1214 (Delegirani akt o klimi).</p> <p>Nadalje, zahtijeva se proširenje popisa univerzalnih pokazatelja za štetne utjecaje te rafiniranje sadržaja svih pokazatelja za štetne učinke i njihove definicije, primjenjive metodologije, mjerne podatke i prezentacije.</p>	<p>2021. i 2022.</p> <p>kraj 2023.</p>

<p><b>Upravljanje rizicima i nadzor</b></p>	<p>Opis: izvješće obuhvaća zajedničke definicije ESG činitelja i ESG rizika, objašnjenje u odnosu prema financijskim rizicima, pregled dostupnih pokazatelja i metodologije za procjenu i mjerenje ESG rizika te preporuke za osiguravanje pravilne integracije ESG rizika u poslovne strategije institucija i mehanizme unutarnjeg upravljanja rizicima, kao i u nadzor banaka. Ovo je izvješće dopunjeno izvješćem o osnivanju ESG razmatranja u nadzoru investicijskih društava.</p> <p>ESG rizici sve se češće izričito spominju u različitim smjernicama EBA-e o odobravanju i praćenju kredita, unutarnjem upravljanju, politikama primitaka i postupku nadzornog pregleda i evaluacije kreditnih institucija (SREP - <i>Supervisory Review and Evaluation Process</i>).</p> <p>EBA izdaje <i>Smjernice o utvrđivanju, mjerenju i upravljanju te praćenju ESG rizika</i> uz zahtjeve za prijelazne planove institucija i integraciju ESG aspekata u internom testiranju otpornosti institucija na stres.</p> <p>EBA je uključila ESG rizike u 2022. i 2023. <i>European Supervisory Examination Programmes (ESEP) (Programi nadzornih ispitivanja)</i> koji su ključni za Bonitetni nadzor.</p> <p>Izazovi:</p> <p>EK predlaže da se EBA-u ovlasti za izdavanje smjernica o ujednačenom uključivanju ESG rizika u SREP uz detaljnije zahtjeve za postupanje s ESG rizicima u SREP-u u daljnjem preispitivanju SREP-ovih <i>Smjernica</i>.</p> <p>EBA će poduzeti daljnje mjere u vezi s provedbom rizika ESG-a u nadzorne prakse kojima će se poduprijeti rad EBA-e na uključivanju činitelja i rizika EGS-a u okviru SREP-a.</p>	<p>2021.</p> <p>2022.</p> <p>ovisno o vremenu donošenja legislative</p>
<p><b>Bonitetni tretman izloženosti</b></p>	<p>Opis: Od EBA-e se zahtijeva procjena opravdanosti u posebnom bonitetnom postupanju prema izloženosti povezanom s imovinom ili djelatnostima koje su znatno povezane s okolišem i/ili socijalnim ciljevima / podložne utjecajima na okoliš i/ili društvo.</p> <p>Uočava se jaka međusobna povezanost između bonitetnih okvira za kreditne institucije i investicijskih društava koje je potrebno zajednički promatrati kako bi se osigurala opća dosljednost analize i zaključaka.</p> <p>Izazovi:</p> <p>Godine 2022. pokrenuta je rasprava o primjerenosti sadašnjeg bonitetnog okvira za rješavanje činitelja rizika za okoliš i razmatrano moguće opravdanje za poseban bonitetni tretman. Primljene povratne informacije razmotrit će se prije sastavljanja preporuka politike u završnom izvješću o tome je li namjenski bonitetni tretman imovine i djelatnosti povezanih s okolišem i društvom bio opravdan.</p>	<p>2022.</p> <p>2023. ovisno o donošenju legislative</p>

<p><b>Testiranje otpornosti na stres</b></p>	<p>Opis:</p> <p>EBA je provela pilot-projekt o klimatskim rizicima na razini EU-a kao vježbu učenja u kojoj se 29 banaka prijavilo za sudjelovanje. Iskustvo stečeno u vođenju pilot-projekta pomaže u osmišljavanju testiranja otpornosti EU-a na stres u području klime na bankarski sektor.</p> <p>EBA je razvila zajedničku metodologiju za provođenje redovitih testiranja otpornosti na stres u području klimatskih promjena.</p> <p>Izazovi: EBA će razviti zajedničku metodologiju za redovitu procjenu mogućeg učinka klimatskih šokova na bankarski sektor. Test otpornosti na stres u području klime treba se razmatrati odvojeno od standardnog testiranja otpornosti na stres na razini EU-a koje je usmjereno na otpornost bankarskog sektora na nepovoljna makrofinancijska kretanja.</p> <p>EBA je započela s pripremama za jednokratno zajedničko testiranje otpornosti na stres u području klime u cijelom financijskom sektoru EU-a. Ova zajednička vježba trebala bi procijeniti ranjivosti u financijskom sustavu, osobito u međusobnim vezama između različitih sektora unutar financijskog sustava i kako se te ranjivosti odnose na prijelaz na ciljeve za 2030.</p> <p>EBA planira preispitati svoje <i>Smjernice o testiranju otpornosti institucija na stres</i> kako bi institucijama pružila smjernice o redovitom testiranju otpornosti na klimatske promjene (naglasak na klimatskim rizicima), ali i dugoročne negativne učinke ESG faktora.</p>	<p>2020.</p> <p>2021.</p> <p>2023.</p> <p>2024. ovisno o donošenju legislative</p> <p>2025. ovisno o donošenju legislative</p>
<p><b>Standardi i oznake</b></p>	<p>Opis: Analiza EBA-e pokazuje da bi bilo prerano uspostaviti poseban okvir za zelenu sekuritizaciju. EBA je preporučila da se predstojeća Uredba EU-a o standardima za zelene obveznice primjenjuje i na sekuritizaciju uz neke prilagodbe.</p> <p>EBA daje pregled utvrđenih rizika, kao i primjedbe i preporuke politika o tome kako su klauzule koje se koriste za izdavanje ESG-a i kriteriji prihvatljivosti za regulatorni kapital i prihvatljive obveze u međusobnoj interakciji s krajnjim ciljem utvrđivanja najboljih praksi ili onih praksi koje je potrebno izbjegavati.</p> <p>Izazovi: Europska komisija je zatražila mišljenje EBA-e o definiciji i moguće potporne alate za zelene zajmove stanovništvu i zelene hipoteke. Analiza EBA-e uključivat će pregled postojećih tržišnih praksi i potencijalne prepreke razvoju zelenih kredita i hipoteka na malo u bankarskom sektoru EU-a.</p> <p>EBA radi na standardima EU-a za održive kredite i zelene obveznice, zeleno <i>asset-backed</i> tržište.</p>	<p>2022.</p> <p>kraj 2023.</p>

<b>Greenwashing</b>	<p>Opis: praćenje rizika za manipulativni zeleni marketing i procjena jesu li nadzorni mandati i ovlasti učinkoviti u rješavanju rizika za <i>greenwashing</i>.</p> <p>Ciljevi EBA-e: pružiti uvid u razumijevanje fenomena <i>greenwashinga</i> i identificirati posebne oblike i dimenzije koje može imati u kontekstu bankarskih aktivnosti; procijeniti rizike za <i>greenwashing</i> u bankovnom sektoru EU-a i utvrditi u kojoj mjeri to može biti problem (trenutno i u budućnosti) iz bonitetne perspektive; utvrditi postojeće tržišne prakse, regulatorne okvire i nadzorne alate koji se mogu koristiti za rješavanje problema manipulativnog zelenog marketinga i za ukazivanje na potencijalne izazove i nedostatke; procijeniti jesu li izmjene nadzornog okvira EU-a i jedinstvenih pravila EU-a potrebne u smjeru zaštite od <i>greenwashinga</i>.</p> <p>Izazovi: EBA će na temelju ovih ciljeva dostaviti završno izvješće o napretku i završno izvješće o <i>greenwashingu</i>.</p>	<p>sredinom 2023. godine</p>           <p>sredinom 2024. godine</p>
<b>Nadzorno izvješćivanje</b>	<p>Opis: Prijedlog EK-a za revizije CRR-a (<i>Capital Requirements Regulations</i> – regulacija kapitalnih zahtjeva) uključuje zahtjev za institucije da svojim nadležnim tijelima dostave informacije (kvantitativne podatke) o svojoj izloženosti ESG rizicima.</p> <p>Izazovi: EBA će razviti jedinstvene oblike izvješćivanja i predloške putem informacijske tehnologije za redovito kvantitativno izvješćivanje o tim informacijama.</p>	<p>2024.</p>       <p>2025.</p>
<b>ESG rizici i okvir za praćenje održivog financiranja</b>	<p>Opis: EBA je započela pripreme radnje na uspostavi sustava praćenja za procjenu materijalnih ESG rizika i praćenje razvoja održivog financiranja. U početnoj fazi okvir za praćenje započet će kao interno praćenje.</p> <p>Međutim, ubuduće se može upotrebljavati za razvoj standardiziranih javnih podataka i kao informacijski alat.</p> <p>Izazovi: Očekivani vremenski okvir i opseg ovog posla bit će uvjetovani daljnjim, detaljnijim zahtjevima EK-a, kao i ulaznim materijalima koji se očekuju od drugih uključenih institucija. Također će se uzeti u obzir dostupnost podataka i metodologija te bi ih u konačnici trebalo proširiti na druge kategorije rizika za okoliš koje nadilaze klimatski rizik.</p>	<p>kontinuirano do 2025. godine</p>

Izvor: autorice prema podacima iz *EBA Roadmap* (2023).

**4. Izazovi i budućnost primjene ESG-a**

Europska komisija, zajedno s brojnim institucijama i agencijama EU-a, odlučna je u namjeri da Europa postane prvi klimatsko neutralni kontinent koji će uključiti ESG rizike u najvažnije segmente ekonomije uz pomoć tzv. „održivog financiranja“. S jedne strane potrebno je doraditi postojeću regulativu, a s druge osigurati provedbu u skladu s regulativom i provođenje

kontinuiranog nadzora. Novom europskom taksonomijom (EK 2020) „utvrđuju se kriteriji za utvrđivanje može li se gospodarska djelatnost smatrati okolišno održivom“ i predstavlja alat za stvarnu provedbu *Europskoga zelenog plana*, posebno kada je riječ o usvajanju zajedničkog jezika u financiranju održivog rasta Europe (Technical Expert Group 2019). *Europski akcijski plan za održivo financiranje* (EK 2018), koji je dorađen obnovljenom strategijom održivog financiranja (EK 2021a) i izmijenjen „travanjskim paketom“ 2021. (EK 2021b), predviđa regulatorni okvir za održivo financiranje u EU-u (Brühl 2022). EU ima jasnu strategiju o tome kako bi se trebao financirati održivi razvoj. Međutim, još uvijek ne postoji propis koji definira koje se djelatnosti mogu smatrati održivima, a koje ne (Marcos, Castrillo 2022). Od 2001. godine sa samo 10 % sredstava upravljali su zeleni investitori upravljanjem okolišem kao dijelom njihova investicijskog mandata (Heinkel *et al.* 2001). Iako je došlo do velikog rasta usmjerenosti na održivost strategije ulaganja, do kraja 2020. godine samo je 7 % investicijskog sektora vrijednog 51 milijardu dolara (ukupna imovina pod upravljanjem) označeno kao održivi fondovi (IMF 2021).

Slijedom navedenih ključnih ciljeva EBA-e u tablici 1, koji se odnose na integraciju ESB rizika u financijski sustav EU-a, vidljiv je razvoj i nadopuna tema kako slijedi. U početku su se ESG rizici u financijskoj industriji promatrali uopćeno, a posljednjih je godina uočljivo njihovo raščlanjivanje na nekoliko gorućih tema koje su pretočene u ciljeve koje je zakonski i operativno potrebno ostvariti tijekom 2023., 2024. i 2025. godine ili neodređenije, ovisno o vremenu donošenja legislative za sve zemlje članice EU-a.

Ključne ciljeve EBA-e glede ESG rizika moguće je tako podijeliti u dvije faze. **Prva etapa** (do 2022. godine) rada EBA-e može se nazvati formativnom etapom jer obuhvaća opis (zajedničke definicije) i standardizaciju ESG rizika kroz izradu tablica, predložaka i povezanih uputa namijenjenih velikim financijskim institucijama s vrijednosnim papirima na teritoriju EU-a. ESG rizici sve se više spominju u različitim smjernicama EBA-e o odobravanju i praćenju kredita, unutarnjem upravljanju, politikama primitaka i postupku nadzornog pregleda i evaluacije kreditnih institucija (SREP). Prva etapa obuhvaća i namjenski bonitetni tretman imovine i djelatnosti povezanih s okolišem i društvom te izradu zajedničke metodologije za provođenje redovitih testiranja otpornosti na stres. Scenariji stresa trebaju obuhvaćati sve značajne rizike koji mogu umanjiti interni kapital ili utjecati na stope regulatornog kapitala te ih je potrebno rabiti u okviru programa testiranja otpornosti na stres pojedine

institucije kako s ekonomskoga tako i normativnoga gledišta (ESB 2020). Ove je stres-testove bilo potrebno nadopuniti redovitim testiranjem otpornosti na stres u području klimatskih promjena. Prvi i dosad najopsežniji stres-test financijskih rizika od klimatskih promjena bio je *Climate Biennial Exploratory Scenario 2021*. Bank of England (Hess 2022).

Krajem 2022. godine postavljeni su temelji za **drugu etapu** ključnih ciljeva EBA-e (koja se može nazvati naprednom) s obzirom na ESG rizike. Ona se puno više bavi raščlanjivanjem ciljeva s obzirom na potrebe za kvalitetnijim i učinkovitijim upravljanjem ESG rizicima u svjetlu stvaranja tzv. „održivih financija“ s obzirom na to da se očekuje da će banke postati sve izloženije klimatskim rizicima putem neupotrebljive imovine, tj. zajmova koje su odobrile za izgradnju infrastrukture za proizvodnju energije iz onečišćujućih izvora (Caldecott *et al.* 2016; Carney 2015; Scott *et al.* 2020).

Druga se etapa posebno bavi štetnim učincima imovine koja se financira iz sekuritiziranih izloženosti prema klimatskim i drugim činiteljima održivosti. Traži se redovito izvještavanje o takvoj imovini koja će obuhvatiti širi krug banaka i stremi se međunarodnom obuhvatu i povećanju transparentnosti financijskih proizvoda u pogledu potencijala ulaganja u djelatnosti povezanih s fosilnim plinom i/ili nuklearnom energijom. Transparentnost održivih gospodarskih djelatnosti ključan je preduvjet za ulagače u vlasnički kapital i dug i za ulagatelje u portfeljne financijske proizvode kao što su uzajamni fondovi ili ETF-ovi radi informirane odluke o ulaganju (Brühl 2022). Nadalje, zahtijeva se proširenje popisa univerzalnih pokazatelja za štetne utjecaje te rafiniranje sadržaja svih pokazatelja za štetne učinke i njihove definicije, primjenjive metodologije, mjerne podatke i prezentacije. EBA treba izdavati smjernice o ujednačenom uključivanju ESG rizika u SREP uz detaljnije zahtjeve za postupanje s ESG rizicima u SREP-u u daljnjem preispitivanju SREP-ovih *Smjernica*. Nadalje, zahtijeva se da se procjenjuje opravdanost u posebnom bonitetnom postupanju prema izloženosti povezanoj s imovinom ili djelatnostima koje su znatno povezane s okolišem i/ili socijalnim ciljevima / podložne utjecajima na okoliš i/ili društvo.

Također se planira jednokratno zajedničko testiranje otpornosti na stres u području klime u cijelom financijskom sektoru EU-a koje bi u budućnosti trebalo postati redovito. Analiziraju se i mogući potporni alati za zelene zajmove stanovništvu, zeleni lizing i zelene hipoteke, priprema se pregled postojećih tržišnih praksi i potencijalne prepreke razvoju zelenih kredita i

hipoteka na malo u bankarskom sektoru EU-a. Istraživanja kazuju da banke s većim zelenim kreditiranjem imaju niže nenaplative kredite (Cui *et al.* 2018). Razvijaju se i EU standardi za održive kredite i zelene obveznice te zeleno *asset-backed* tržište. Zeleno *asset-backed* tržište je tržište na kojemu se trguje financijskim instrumentima koji su podržani ili podržavaju investicije u održivost i čisti okoliš. To uključuje obveznice, dionice i druge financijske instrumente koje izdaje tvrtka, a koji su podržani njenim investicijama u održive projekte poput obnovljivih izvora energije, energetske učinkovitosti, tehnologije zelenog transporta i slično. Ovakva vrsta financijskih instrumenata omogućuje investitorima da ulažu u projekte koji su važni za zaštitu okoliša, smanjenje emisija stakleničkih plinova i unapređivanje održivog razvoja, a istovremeno dobivaju prihvatljive povrate na svoju investiciju. Zeleno *asset-backed* tržište stoga postaje sve popularnije među investitorima i tvrtkama koje se usredotočuju na održivost svojega poslovanja kao dio šireg pokreta za smanjenje negativnih utjecaja na okoliš i društvo. Zelene se obveznice najviše prodaju na tržištima razvijenih zemalja poput Europske unije, SAD-a, Japana i Australije. Također, sve je veći interes za zelene obveznice u zemljama u razvoju poput Kine, Indije, Brazila i Meksika. Iako je rastući trend i u drugim zemljama, prodaja zelenih obveznica znatno je manja u zemljama s manje razvijenim tržištima kapitala i ekonomskim sustavima. Prvu zelenu obveznicu izdala je 2007. godine Europska investicijska banka (EIB) u Luksemburgu. Zelena ulaganja nastojala su kompenzirati negativne rizike prijave energetske imovine koja je izazvala pozornost ulagača prema zelenim obveznicama i privukla više ulaganja u projekte utemeljene na zelenim obveznicama (Khamis, Aassouli 2023). Zelene obveznice najpoznatije su kao financijski instrumenti s fiksnim dohotkom koji se koriste za iskorištavanje sredstava ulagača putem tržišta dužničkog kapitala za ostvarivanje ekoloških koristi u potrazi za promicanjem prijelaza na niskougljičnu ekonomiju (Jelemensky 2015). Središnje banke izdaju zelene obveznice i preispituju sastav svojih portfelja za upravljanje rezervama i kupnju imovine kako bi dale svoj doprinos u prelasku na „zelenije“ i, u konačnici, klimatski neutralno gospodarstvo (Robins *et al.* 2021). Zgrade koje su dobile financiranje s niskim kamatama za reguliranje zelenih zgrada imaju nižu potrošnju energije i manje zagađenja i otpada od konvencionalnih zgrada. Zelene hipoteke dodjeljuju se u zamjenu za najmanje 20 % uštede energije u novim zgradama i najmanje 30 % uštede energije u obnovljenim zgradama. Zajmovi za zelene automobile poticajni su zajmovi koji potiču pojedince da koriste alternativna goriva ili da troše manje

goriva. Zeleni autokrediti pokrivaju sva vozila koja ispuštaju manje otpada u okoliš (Wentworth 2022).

Posebno se ističe problem manipulativnog zelenog marketinga ili *greenwashinga*. Radi nedostatka dosljednog regulatornog okvira kojim se osigurava visoka razina transparentnosti i kvaliteta podataka, slučajevi *greenwashinga* otkriveni su u nedavnoj prošlosti posebno u zemljama kao što su Sjedinjene Države, Velika Britanija, Australija i Kanada. Primjerice, financijski proizvodi pozicionirani su kao održivi, ali pomnija inspekcija investicijskog portfelja otkrila je da ispunjavaju samo neke kriterije održivosti dok istodobno uzrokuju negativne učinke na druge ciljeve održivosti (Brühl 2022). Unatoč prethodnim studijama koje potkrepljuju njegove negativne ishode, posljedice *greenwashinga* nisu prikladno riješene i potrebno ih je dodatno istražiti (Yang *et al.* 2020). Označavanje obveznice „zelenom“ izaziva povezane troškove administrativne certifikacije, provjere i praćenja, što namjerno ili nenamjerno proizvodi još više *greenwashinga*. Kako bi spriječili *greenwashing*, ulagači trebaju više informacija nego što ih pružaju zelene oznake. Provjera treće strane mora uključivati „drugo mišljenje“ pružateljima usluga i detaljnije ocjene zelenih obveznica. Procjene zelenih obveznica od strane agencija za rejting u embrionalnoj su fazi, a agencije trebaju osigurati kontinuirani nadzor (Berensmann *et al.* 2017).

EBA u budućnosti planira razviti jedinstvene oblike izvješćivanja i predloške putem ITS-a za redovito kvantitativno izvješćivanje o izloženosti ESG rizicima. ESG izvješćivanje obuhvaća kvalitativne rasprave i kvantitativne metrike uključujući mjere uspješnosti tvrtke u odnosu na ESG rizike, prilike i povezane strategije.

Republika Hrvatska kao članica EU-a putem HNB-a (Hrvatske narodne banke) uputila je 25. 10. 2022. godine priopćenje hrvatskim kreditnim institucijama u kojemu iskazuje svoja prilično općenita očekivanja glede negativnih utjecaja od ESG rizika. Od kreditnih institucija se očekuje mogućnost sustavnog identificiranja, mjerenja ESG rizika i upravljanja ESG rizicima, dajući prioritet okolišnim rizicima i napredujući prema ostalim činiteljima održivosti kako se razvijaju metodologije i alati za procjenu. HNB je manje značajne kreditne institucije upoznao s minimalnim očekivanjima u vezi s poslovnim modelom i strategijom, upravljanjem i sklonosti preuzimanju okolišnih rizika, upravljanjem okolišnim rizicima kao i očekivanjima povezanim s objavljivanjem relevantnih informacija i ključnih mjerila značajnih okolišnih



rizika kojima su kreditne institucije izložene. Od manje značajnih kreditnih institucija zatražilo se da provedu samoprocjenu usklađenosti s navedenim očekivanjima te će se na temelju rezultata te samoprocjene u supervizorskom dijalogu unaprjeđivati pojedini aspekti upravljanja okolišnim rizicima u hrvatskim bankama. (HNB 2022). Osim toga, HUB (Hrvatska udruga banaka) je upriličio svega dva događanja na temu ESG rizika. Prva je konferencija „Održivo financiranje: međusobna očekivanja financijskog i realnog sektora“ održana 28. 9. 2022. godine na kojoj su održane i dvije panel-rasprave na kojima su sudjelovali predstavnici regulatora te financijskog, javnog i realnog sektora u cilju rasprave o aktivnostima koje poduzimaju u području primjene EU taksonomije i poticanja održivog razvoja. Prva panel-rasprava razmatrala je ulogu regulatora i javnog sektora u održivom razvoju, a druga panel-rasprava razmatrala je održivost poslovanja kao preduvjeta za financiranje (HUB 2022).

HNB je 9. 6. 2022. godine održao radionicu za kreditne institucije o upravljanju okolišnim rizicima. Na radionici, na kojoj je sudjelovalo više od stotinu sudionika, osim kreditnih institucija, sudjelovale su i Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR), Financijska agencija (FINA), Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Hrvatska udruga banaka (HUB) (HNB 2022). HANFA je agencija koja se u proteklom razdoblju od nekoliko godina najviše bavila temom ESG rizika u Republici Hrvatskoj, iako se u početku najviše spominje održivost u izvještavanju financijskih institucija, a tek od 2022. godine razmatraju se ESG rizici pod tim nazivom. Početkom 2023. godine HANFA je objavila informativni tekst i skup dokumenata čiji je cilj upoznati širu javnost s konceptom održivog financiranja te istovremeno subjektima nadzora predstaviti informacije povezane s pripremnim aktivnostima koje će obveznici Uredbe o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (SFDR uredba) morati poduzeti kako bi uskladili svoje dosadašnje poslovne aktivnosti u vezi s nadolazećim obvezama prema SFDR-u (HANFA 2023). Republika Hrvatska kao članica EU-a morat će pratiti trendove EU-a u stvaranju održivih financija i upravljanju ESG rizicima.

Na kraju, promatrajući budućnost implementacije ESG rizika s nadnacionalne pozicije Europske unije, vidljivo je da su započele pripreme radnje na uspostavi sustava praćenja za procjenu materijalnih ESG rizika i praćenje razvoja održivog financiranja koje treba postati kontinuirano i sustavno uz pomoć ICT-a, što je izuzetno važno s obzirom na to da neki kritičari

pozivaju na potpuno iskorjenjivanje ESG uredbe dok se ne riješe problemi s preciznošću klasifikacija ESG rizika i donošenjem uredbi. Autori ovoga rada zalažu se za uspostavu kontinuiranog i sustavnog praćenja ESG rizika u svrhu razvoja održivih financija s obzirom na brzinu promjena u globalnom financijskom sustavu, ali i okolišnih, društvenih i inih promjena koje se međusobno prožimaju, a nije ih moguće zaustaviti kako bi se donijele uredbe. Drugim riječima, uredbe se trebaju donositi bez obzira na prepreke i probleme koji se kontinuirano postavljaju pred nositelje odluka.

## 5. Zaključak

U ovome radu analizirani su ESG rizici u kontekstu europske regulative. Iako se ESG rizici spominju i ranije u američkim i europskim okvirima, u proteklih se nekoliko godina sve intenzivnije definiraju i analiziraju u kontekstu održivih financija. U ovome radu naglasak je na uključivanju ESG rizika u europske institucije koje se bave financijama, a osobito se analiziraju ESG ciljevi koje je postavila EBA u koordinaciji s drugim relevantnim europskim institucijama. Uočeno je da je put implementacije ESG rizika u EU moguće podijeliti u dvije etape. Prva etapa dovršena je 2022. godine, a obuhvaćala je uglavnom definiranje ESG rizika, njihov opis, standardizaciju, oblikovanje obrazaca, uputa, predložaka i drugih pomoćnih alata. Druga etapa, označena naprednom, započela je krajem 2022. godine, a puno se više bavi raščlanjivanjem i preciznim definiranjem ciljeva s obzirom na potrebe za kvalitetnijim i učinkovitijim upravljanjem ESG rizicima u svjetlu stvaranja tzv. „održivih financija“ koje se planiraju uvelike dovršiti do 2025. godine. Ova napredna etapa u konačnici otvara i važna pitanja i teme kao što su *greenwashing*, klimatski stres-testovi financijskih institucija koji će se provoditi povrh stres-testova koji se već provode, a usmjereni su na procjene rizika, zelenu sekuritizaciju, zelene zajmove i zelene hipoteke te druge „zelene“ proizvode i usluge. Što se Republike Hrvatske tiče, ona treba usklađivati svoje propise s propisima EU-a u stvaranju održivih financija i upravljanju ESG rizicima.

Nositeljima europskih politika predstoji velik posao kako bi se realizirali svi postavljeni ciljevi integracije ESG rizika po svim predviđenim područjima u svrhu postizanja održivosti financijskog sustava u EU-u u okviru stvaranja klimatski neutralnog kontinenta, „zelene“ Europe, što se planira ostvariti do

2050. godine.

## Priznanje/Potvrda

Ovaj je rad financiralo Sveučilište u Zadru institucionalnim projektom broj IP.01.2021.14.

## LITERATURA

Bajakić, I. (2021) Razvoj financijske regulacije i supervizije u Europskoj Uniji, Pravni fakultet, Sveučilište u Zagrebu.

Berensmann, K., Dafe, F., Lindenberg, N. (2017) Demystifying green bonds. U: S. Boubaker, D. Cummings, D. Nguyen (Eds) *Sustainable investing and financial markets*, Edward Elgar.

Boughton, J. M. (2002) The Bretton Woods Proposal: An Indepth Look, *Political Science Quarterly*, 42 (6), str. 564–578.

Brühl, V. (2022) Green Financial Products in the EU — A Critical Review of the Status Quo. *Intereconomics* 57, str. 252–259., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1007/s10272-022-1057-2>>, [pristupljeno 7. 3. 2023.]

Caldecott, B., Harnett, E., Cojoianu, T., Kok, I., Pfeiffer, A. (2016) Stranded Assets: A Climate Risk Challenge, <raspoloživo na: <https://ipdd.org/wpcontent/uploads/2020/03/Stranded-Assets-A-Climate-Risk-Challenge.pdf>>, [pristupljeno 4. 3. 2023.]

Carney, M. (2015) Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability – speech by Mark Carney, <raspoloživo na: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>>, [pristupljeno 22. 3. 2023.]

Cui, Y., Geobey, S., Weber, O., Lin, H. (2018) The Impact of Green Lending on Credit Risk in China. *Sustainability*, 10(6), 2008., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3390/su10062008>> [pristupljeno 23. 3. 2023.]

EBA (2010) 1093/2010 (EBA Uredba o osnivanju).

EBA (2013) 575/2013 (Uredba kapitalnih zahtjeva – CRR5).

EBA (2013) 2013/36 (Direktiva kapitalnih zahtjeva – CRD6).

EBA (2017) 2017/2402 (Uredba Sekuritizacije).

EBA Akcijski plan (2019.) EBA-in Akcijski plan za održive financije.

EBA (2019) 2019/2033 (Uredba investicijskih tvrtki – IFR7).

- EBA (2019) 2019/2034 (Direktiva investicijskih tvrtki – IFD8).
- EBA (2019) 2019/2088 (Uredba o objavljivanju održivih financija, SFDR10).
- EBA (2020) 2020/852 (Uredba taksonomije) i Direktive o izvješćivanju o korporativnoj održivosti (CSRD12).
- EBA Report (2021), EBA Report on Management and supervision of ESG risks for credit institutions and investments firms, EBA/REP/2021/18.
- EBA Roadmap (2022) EBA Roadmap on Sustainable Finance, EBA/REP/2022/30.
- EK (2017) Defining “green” in the context of green finance – final report, Brussels 2017.
- EK (2018) Action Plan: Financing Sustainable Growth, Brussels, 8. 3. 2018., COM(2018) 97.
- EK (2019) The European Green Deal (COM(2019) 640 final), Brussels, 11. 12. 2019.
- EK (2021a) Commission puts forward new strategy to make the EU’s financial system more sustainable and proposes new European Green Bond Standard, Brussels, 6. 7. 2021.
- EK (2021b) EU Sustainable Finance, *April Package*, Brussels, 21. 4. 2021.
- ESB (2020) Vodič za okolišne i klimatske rizike.
- HANFA (2023) <raspoloživo na: <https://www.hanfa.hr/upozorenja-hanfe/odr%C5%BEivo-financiranje/>>, [pristupljeno 7. 3. 2023.].
- Hass, P. (2022) The supervision and regulation of climate risks for banks: overview from the perspective of a European practitioner [J]. *Green Finance*, 2022, 4(3): str. 295–309., <raspoloživo na: 10.3934/GF.2022014>, [pristupljeno 15. 3. 2023.].
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001) The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), str. 431–449., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.2307/2676219>> [pristupljeno 8. 3. 2023.].
- HNB (2022), <raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/hnb-i-klimatske-promjene/supervizorske-aktivnosti>>, [pristupljeno 8. 4. 2023.].
- HNB (2022), <raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/-/odrzana-radionica-za-kreditne-institucije-o-upravljanju-okolisnim-rizicima>>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].
- HUB (2022), <raspoloživo na: <https://www.hub.hr/hr/odrzane-panel-rasprave-na-konferenciji-o-odrzivom-financiranju-rjesenje-se-nalazi-u-edukaciji-svih>> [pristupljeno 22. 4. 2023.].
- Jelemensky, J. (2015) Green Bonds. In *Mobilising the Debt Capital Markets for a Low-*

Carbon Transition, *Springer Gabler: Wiesbaden, Germany*.

Khamis, M., Dalal, A. (2023) The Eligibility of Green Bonds as Safe Haven Assets: A Systematic Review. *Sustainability* 15, no. 8: 6841, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3390/su15086841>>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].

Marcos, S., Castrillo, M. (2022) Sustainable Finance in Europe: The EU Taxonomy and Green Bond Standard. U: I. Gok (Ed.), *Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises*, str. 114–130., IGI Global, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-8501-6.ch006> , Chicago>, [pristupljeno 11. 2. 2023.].

MMF (2021) How Investment Funds Can Drive The Green Transition, <raspoloživo na: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/10/04/gfsr-ch3-how-investment-funds-can-drive-the-green-transition>>, [pristupljeno 17. 2. 2023.].

Raghavan, K. (2022) ESG Reporting Impact on Accounting, Finance, *Journal of Global Awareness: Vol. 3: No. 1, Article 9*, <raspoloživo na: <https://scholar.stjohns.edu/jga/vol3/iss1/9>>, [pristupljeno 17. 2. 2023.].

Robins, N., Dikau, S., Volz, U. (2021) Net-zero central banking: A new phase in greening the financial system, *Policy report*, <raspoloživo na <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wpcontent/uploads/2021/03/Net-zero-central-banking.pdf>>, [pristupljeno 16. 4. 2023.].

Scott Cato, M., Fletcher, C. (2020) Introducing sell-by dates for stranded assets: Ensuring an orderly transition to a sustainable economy. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(4), 335–348., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1687206>> [pristupljeno 1. 4. 2023.].

UN (2015) Sustainable development goals, <raspoloživo na: <https://sdgs.un.org/goals>>, [pristupljeno 1. 2. 2023.].

Wentworth, A. (2022) European Banks Launch Green Mortgage Pilot Scheme, <raspoloživo na: <http://www.climateaction.org/news/european-banks-launch-green-mortgage-pilotscheme/>> [pristupljeno 10. 3. 2023.].

Wicha, A. (2021) Non-financial disclosures requirements as a regulation model for promoting and imposing sustainable finance within the European Union, ANNALES UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA LUBLIN – POLONIA.

Yang, Z., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. N., Nguyen, T. T. N., Cao, T. T. (2020) Greenwashing behaviours: causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review, *Journal of Business Economics and Management*, 21(5), str. 1486–1507. <raspoloživo na: <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13225>>, [pristupljeno 13. 3. 2023.].

# INTEGRATION OF ESG RISKS IN THE REGULATORY AND SUPERVISORY FRAMEWORK OF THE EU

## **Abstract**

Through competent institutions, the European Union has been working continuously for several years on the problem of including risks in the three pillars of credit supervision. The subject of this research includes an overview of the current state of integration of ESG risks into the regulatory and supervisory framework of the EU. In 2019, the European Banking Authority (EBA) published the Sustainable Finance Action Plan and a discussion paper on the integration of ESG risks into the regulatory and supervisory framework. ESG is defined as a set of environmental, social, and management practices for the purpose of sustainability of EU systems and institutions. The research goal focuses on reviewing the EU regulatory framework that addresses ESG risks. The technical implementation of the Action Plan and related regulations resulted in the adoption of the following regulations: EU Regulation 2019/2089 on EU climate transition benchmarks harmonised with the Paris Agreement and sustainability benchmark announcements, EU Regulation 2020/852 on sustainability in the financial services sector, and EU Regulation 2020/852 on establishing a framework to facilitate sustainable investments. Strengthening the resilience of the banking sector to ESG risks is a key area of the Commission on Sustainable Finance Strategy, which adopted the banking package in 2021 as new EU rules to strengthen the resilience of banks and better prepare the financial system for the future making EU banks more resilient to potential future economic, energy- and health shocks, as well as the transition to a climate-neutral continent, completing the implementation of the Basel III accord in the EU. This research analyses the level and scope of ESG risk implementation in the existing EU financial system, currently and in the future.

**Keywords:** sustainable financing, EU supervisory framework, prudential regulation, ESG risks

**JEL classification:** G18, G32

**Zvonimira Šverko Grdić**, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu, zgrdic@fthm.hr, ORCID 0000-0002-9029-6487

**Marinela Krstinić Nižić**, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu, marikn@fthm.hr, ORCID 0000-0002-0042-7608

## PROVEDBA CILJEVA ODRŽIVOG RAZVOJA U REPUBLICI HRVATSKOJ

### Sažetak

U današnjim vremenima osiguranje provođenja koncepta održivog razvoja i postizanje zacrtanih ciljeva nužno je u svim sferama ljudskog djelovanja. U ovome radu daju se teorijske odrednice koncepta održivog razvoja, povijest njegova nastanka, kao i ostvarenje ciljeva održivog razvoja u Republici Hrvatskoj. Cilj istraživanja je utvrditi status ostvarenja sedamnaest ciljeva održivog razvoja u Republici Hrvatskoj i usporediti njihovo ostvarenje s drugim odabranim zemljama u Europskoj uniji. U cilju utvrđivanja napretka Hrvatske u ostvarivanju ciljeva koristili su se i analizirali podatci o pokazateljima ciljeva iz *Agende 2030* sa stranica Eurostata. U budućim istraživanjima bilo bi zanimljivo analizirati razloge zbog kojih određene zemlje ostvaruju najbolje rezultate i usporediti ih s pokazateljima Republike Hrvatske.

**Ključne riječi:** održivi razvoj, *Agenda 2030*, Republika Hrvatska, indikatori održivog razvoja

**JEL klasifikacija:** Q10, Q56

### 1. Uvod

Održivi razvoj predstavlja okvir za oblikovanje politika i strategija kontinuiranog gospodarskog i socijalnog napretka bez štete za okoliš i prirodne izvore (Fond za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost). U svojim temeljima ideja održivoga razvoja sadrži pretpostavku da se povećanje dobrobiti mjeri povećanjem kvalitete života pojedinca i sveukupnog stanovništva, a ne povećanjem količine proizvedenih ili utrošenih materijalnih dobara ili energije.

Glavni cilj održivoga razvoja je osigurati da se na nacionalnoj i međunarodnoj

razini prirodni resursi koriste održivo te da se budućim generacijama osigura ista, ako ne i njihova veća dostupnost.

Godine 1972. u Stockholmu, na UN-ovoj Konferenciji o čovjekovu okolišu, spomenut je koncept održivog razvoja, ali i teme poput industrijskog zagađenja okoliša, nekontrolirane urbanizacije i nespremnosti na naglo povećanje broja stanovnika (Herceg 2013). Nekoliko godina kasnije, točnije, 1987. godine, dolazi do prvog ozbiljnijeg interpretiranja održivoga razvoja kao pojma u tzv. „Brundtlandovu izvješću“ Svjetske komisije za okoliš i razvoj UN-a. Izvješće je objavljeno pod nazivom *Naša zajednička budućnost* te je održivi razvoj definiran kao *razvoj koji zadovoljava potrebe današnjih generacija bez ugrožavanja budućih naraštaja*. Osim ove definicije, Međunarodna unija za očuvanje prirode održivi razvoj definira kao „razvoj u okvirima prihvatnog kapaciteta ekosustava Zemlje.“ The Global Development Research Center donosi definiciju prema kojoj je održivi razvoj „održavanje ravnoteže između ljudske potrebe za poboljšanjem kvalitete življenja i blagostanja s jedne strane te očuvanja prirodnih izvora i ekosustava o kojima ovise buduće generacije.“ (Pavić-Rogošić 2010.) Osim definicija o održivom razvoju navedenih u gornjem tekstu, hrvatski autor Starc (1994) napisao je da je to „takav razvoj gdje se prirodni ekosustavi koriste kao resursi rasta proizvodnje i potrošnje, ali se sljedećim generacijama ostavljaju neumanjene kakvoće i iskoristivosti.“

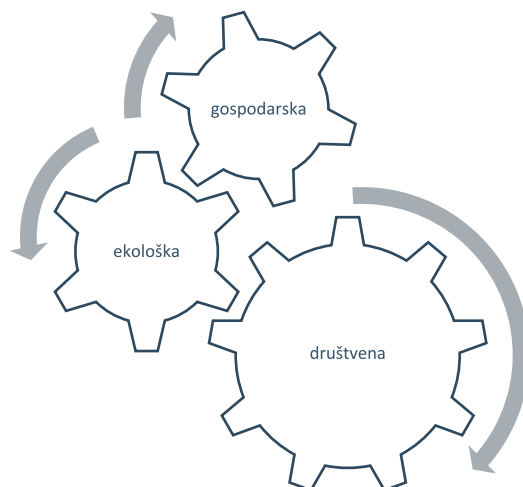
Održivi razvoj je integrirani koncept koji uključuje ljudske aktivnosti od globalne do lokalne razine. Kao takav, održivi se razvoj treba temeljiti na demokraciji, zakonu i poštivanju osnovnih prava promovirajući mir, slobodu, jednake mogućnosti i kulturnu raznolikost. Pitanje je društvene odgovornosti da procesi proizvodnje i potrošnje ne ugrožavaju sposobnost obnavljanja prirodnih resursa.

## 2. Komponente održivog razvoja

Održivi razvoj sastoji se od tri dimenzije, a u cilju njegova ostvarenja sve dimenzije moraju biti u međusobnoj ravnoteži. Navedenu ravnotežu nije jednostavno ostvariti jer svaka aktivnost mora poštovati interese drugih kako ne bi došlo do neuravnoteženosti. Održivi razvoj obuhvaća tri vrste održivosti, i to gospodarsku, ekološku i društvenu komponentu.



## Shema 1. Komponente održivog razvoja



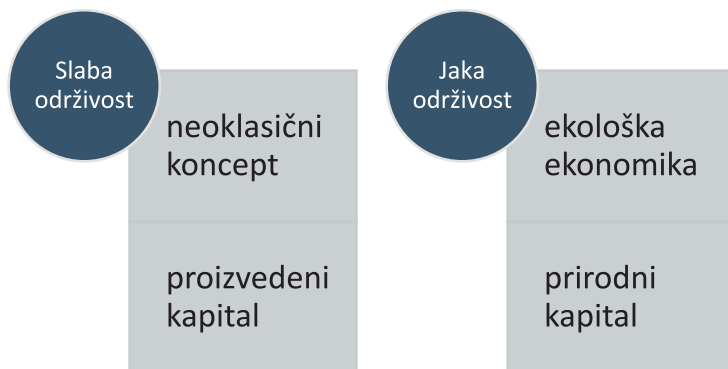
Izvor: Bilas, Franc, Ostojić (2017)

U domenu društvene održivosti ulaze briga za kulturni identitet i njegovo očuvanje, poštivanje i uvažavanje kulturnih različitosti, očuvanje društvenih normi i vrijednosti te osiguranje međusobnog poštivanja i svih ljudskih prava. Ova vrsta održivosti rezultira smanjenjem čovjekova negativnog utjecaja na ekosustave. Realizacijom ove komponente održivosti povećavaju se jednakost i društvena pravda, a smanjuju društveni poremećaji. Nju je moguće ostvariti samo ako cijela zajednica sudjeluje u formiranju i ostvarivanju razvoja. Gospodarska održivost odnosi se na održavanje zaliha kapitala. Iako se dosad vrednovao samo društveni i ekonomski kapital, danas je za opstanak potrebno i vrednovanje ekonomskog kapitala. Danas se u cjelokupni gospodarski sustav mora uključiti vrijednost prirodnog kapitala kako bi se osigurao njegov održivi razvoj. Ekološka održivost označava kvalitetno stanje okoline u kojoj se odvija ljudski život i koje utječe na blagostanje ljudi. Realizacija ovoga cilja značit će smanjenje čovjekova negativnog utjecaja na ekosustave kroz održavanje kvalitete okoliša i cjelokupnog sustava uz implementaciju onih mjera koje će osigurati nesmetano odvijanje ekonomskih aktivnosti i kvalitetan život ljudi. Ova vrsta održivosti osigurava da razvoj ostane unutar granica prihvatnog kapaciteta planeta Zemlje te da se koriste obnovljivi resursi. Ona jamči kompatibilnost razvoja s očuvanjem i održavanjem osnovnih ekoloških procesa, biološke raznolikosti i prirodnih resursa (Smolčić, Jurdana 2003).

## 2.1. Koncepti održivog razvoja

U koncepciji održivog razvoja razlikuju se dva pristupa kojima se razmišlja o zaštiti prirodnih resursa, ali i očuvanju okoliša. Tako postoje dva koncepta održivog razvoja, što prikazuje i sljedeća shema.

Shema 2. Vrste održivog razvoja



Izvor: Črnjar (1997)

**Slabu održivost** zastupaju neoklasični ekonomisti<sup>13</sup>. Oni smatraju da je čovjek sa svojim sposobnostima u mogućnosti proizvesti dobra koja imaju iste karakteristike kao i prirodni resursi. Teoretičari koji pripadaju ovoj skupini kažu da nije potrebno čuvati prirodni kapital za buduće generacije jer će ga, ako se potroši, čovjek moći proizvesti<sup>14</sup>. Slaba održivost problematična je ideja iz razloga što se promatra samo ekonomski problem pri ljudskom iskorištavanju okoliša. Tako ovaj koncept održivosti dopušta neograničeno zamjenjivanje prirodnog proizvedenim kapitalom kako bi na bilo koji način gospodarstvo ostalo održivo. U konačnici to rezultira potpunom devastacijom okoliša.

Teoretičari koji podržavaju koncept **jake održivosti** smatraju da prirodni kapital nije moguće u potpunosti zamijeniti proizvedenim. Oni smatraju da se mora razmišljati o razvoju budućih generacija i da dostupnost prirodnih

13 Neoklasična ekonomija je ekonomska škola mišljenja koja se temelji na ideji da je vrijednost robe funkcija korisnosti ili zadovoljstva koje joj dodjeljuju potrošači.

14 Razlika između prirodnog i proizvedenog kapitala može se uvidjeti iz samog naziva. Prirodni kapital označava prirodna bogatstva, klimu, tlo, krajobrazu, biološku raznolikost i sve ostalo što dolazi iz prirode. Proizvedeni kapital stvorili su ljudi i čine ga zgrade, infrastruktura, oprema, tehnologija, škole itd.

resursa mora biti jednaka današnjim razinama (ili čak veća od današnjih razina). Ako se ne sačuvaju prirodni resursi, ugrožava se opstanak budućih generacija.

## 2.2. Dokumenti kojima se provodi održivi razvoj

Na globalnoj razini doneseni su mnogi dokumenti kojima je stvoren okvir za uspješno uvođenje i provođenje politika koje će rezultirati održivim razvojem. Neki od dokumenata bili su u potpunosti provedeni i uspješni dok drugi nisu ostvarili takve rezultate. Na temelju globalnih dokumenata svaka je država stvarala svoje lokalne dokumente i pokušavala osigurati temelje za provođenje održivog razvoja. U sljedećoj se tablici prikazuju važniji međunarodni događaji, konferencije i kongresi temeljem kojih su doneseni ključni dokumenti kojima je populariziran koncept održivog razvoja.

Tablica 1. Kronološki prikaz najznačajnijih međunarodnih događaja i aktivnosti u vezi s konceptom održivog razvoja

Godina	Događaj	Opis aktivnosti
1969.	Objavljen UN-ov izvještaj <i>Man and His Environment</i> .	Usmjerenost na očuvanje okoliša kako bi se izbjeglo globalno uništavanje okoliša.
1972.	Prva UN-ova i UNEP-ova svjetska konferencija o stanju čovjekova okoliša ( <i>Conference on the Human Environment</i> ), Švedska	Pod sloganom <i>Only One Earth</i> objavljena je deklaracija s akcijskim planom za očuvanje okoliša.
1975.	Međunarodna konferencija o okolišu ( <i>International Congress of the Human Environment – HESC</i> ), Kyoto, Japan	Istaknuti isti problemi i slične teme i rasprave kao i 1972. godine u Stockholmu.
1979.	Prva svjetska konferencija o klimi, Ženeva, Švicarska	Usmjerenost k stvaranju <i>Programa istraživanja</i> i praćenju klimatskih promjena.
1981.	Prva UN-ova konferencija o pomoći nerazvijenim državama, Pariz, Francuska	Izvještaj o smjernicama i mjerama o načinu pomaganja nerazvijenim državama.
1984.	Stvaranje UN-ove komisije za okoliš i razvoj ( <i>United Nations World Commission on Environment and Development – WCED</i> ).	Međunarodna suradnja razvijenih država i država u razvoju te donošenje globalnih razvojnih planova u skladu s očuvanjem okoliša.
1987.	Objavljen WCED-ov izvještaj <i>Our Common Future</i> ili <i>Bruntland Report</i> .	Temeljna načela koncepta održivog razvoja (te općeprihvaćene definicije održivog razvoja).
1987.	Objavljen izvještaj <i>Montrealski protokol</i> .	Izvještaj koji sadrži istraživanja o štetnim utjecajima na ozonski omotač.

1990.	Druga svjetska konferencija o klimi, Ženeva, Švicarska	Daljnji razvoj <i>Programa istraživanja i praćenja klimatskih promjena</i> uz stvaranje Globalnog sustava praćenja klimatskih promjena.
1992.	UN-ova konferencija o okolišu i razvoju <i>Earth Summit</i> ili <i>Rio Conference (United Nations Conference on Environment and Development – UNCED)</i> , Rio de Janeiro, Brazil	Postavljeni principi održivog razvoja u dokumentima <i>Rio deklaracija</i> i akcijskom planu <i>Agenda 21</i> na kojima se temelji budući rad u području održivog razvoja.
1997.	UN-ova konferencija o klimatskim promjenama, Kyoto, Japan.	Međunarodni sporazum <i>Kyotski protokol</i> čiji je cilj smanjivanje emisije CO <sub>2</sub> i drugih stakleničkih plinova, koji stupa na snagu 2005. godine.
2000.	Objavljena UN-ova <i>Milenijska deklaracija</i> .	Deklaracija koja sadrži osam poglavlja, odnosno milenijskih razvojnih ciljeva postavljenih do 2015. godine.
2002.	Svjetska konferencija o održivom razvoju ( <i>The World Summit on Sustainable Development</i> ), Johannesburg, Južnoafrička Republika	Izveštaj o ostvarenim rezultatima (razdoblje od konferencije u Riju) u kojemu su naglašene prijašnje postavljene obveze te zadani budući ciljevi i smjernice.
2012.	UN-ova konferencija <i>Rio +20</i> , Rio de Janeiro, Brazil	Izveštaj <i>Budućnost kakvu želimo</i> ili <i>The Future We Want</i> u kojemu su nakon 20 godina obnovljeni ciljevi održivog razvoja uz izgradnju zelenog gospodarstva u svijetu.
2015.	UN-ov <i>Sustainable Development Summit 2015</i> , New York, SAD	Objavljena UN-ova deklaracija <i>2030 Agenda for Sustainable Development</i> u kojoj je definirano 17 milenijskih razvojnih ciljeva s rokom do 2030.
2015.	UN-ova konferencija o klimatskim promjenama <i>COP21 Paris Climate Change Conference</i> , Pariz	Sporazum o smanjenju stakleničkih plinova kojim bi se ograničilo globalno zatopljenje (rast Zemljine temperature).
2015.	Samit UN-a o održivom razvoju u New Yorku	Objavljena <i>Agenda 2030</i> . – 17 ciljeva za postizanje održivog razvoja

Izvor: Klarin (2017) i samostalna obrada autora

Iako se u tablici prikazuju brojni važni događaji za aktualizaciju i prihvaćanje koncepta održivog razvoja, najznačajniji doprinos donijela je Druga konferencija UN-a o okolišu i razvoju (*United Nations Conference on Environment and Development – UNCED*) održana u Rio de Janeiru 1992. godine. Ta konferencija, popularno nazvana *Summit o Zemlji*, bila je usredotočena na održivi razvoj i okoliš. Na njoj se okupilo 179 zemalja, uključujući i Hrvatsku, te su usvojena četiri ključna dokumenta od kojih su dva najvažnija:

1. *Deklaracija o okolišu i razvoju* – sadrži 27 načela, odnosno principa održivog razvoja o pravima i odgovornostima država članica UN-a, koji čine osnovu za donošenje budućih odluka i politika te ravnotežu između društveno-ekonomskog razvoja i okoliša. Deklaracija daje ljudima pravo na razvoj, ali i obvezu za očuvanje okoliša.
2. *Agenda 21 (Program za 21. stoljeće)* – globalni je program koji obuhvaća ciljeve, potrebne mjere i osnove djelovanja u 40 različitim poglavljima te kao takav nije međunarodnopravni dokument. Osnovni zadatak *Agende 21* je usmjeravanje dionika društva na održivo i brižno gospodarenje okolišem. To je sveobuhvatan plan djelovanja čije će aktivnosti poduzimati organizacije UN-a, vlade i glavne skupine na globalnoj, nacionalnoj i lokalnoj razini u svim područjima čovjekova okoliša.

Osim konferencije u Rio de Janeiru, veoma važna je i Opća skupština Ujedinjenih naroda 2000. godine na kojoj je usvojena *Milenijska deklaracija*. Ona predstavlja politički dokument Ujedinjenih naroda za 21. stoljeće kroz koji je dana snažna potpora ostvarenju održivog razvitka. Tako su se države članice UN-a obvezale da će do 2015. godine učiniti maksimum u ispunjavanju osam ključnih razvojnih ciljeva u zadanim rokovima ili se barem značajno približiti njihovu postizanju (Odras 2015). Ti ciljevi su:

1. iskorijeniti ekstremno siromaštvo i glad
2. postići univerzalno osnovno obrazovanje
3. promovirati ravnopravnost spolova i osnažiti žene
4. smanjiti stopu smrtnosti djece
5. poboljšati zdravlje majki
6. boriti se protiv HIV-a/AIDS-a, malarije i drugih bolesti
7. osigurati održivost okoliša te
8. razviti globalno partnerstvo za razvoj.

Ispunjenjem dijela ciljeva iz *Milenijske deklaracije* ostvaren je napredak, no on nije bio ravnomjeran u svim regijama i državama. Milijuni ljudi nisu dobili potrebnu pomoć, a napredak, razvoj i profit i dalje su dovodili do degradacije okoliša što je bitno utjecalo, a i dalje utječe, na intenziviranje procesa klimatskih promjena. Zbog toga je kritika zadanih ciljeva bila ponajviše usmjerena na specifičnost ciljeva, odnosno na njihovu neprimjenjivost

na sve države članice i na sve regije svijeta jednako. Republika Hrvatska u potpunosti je prihvatila *Milenijsku deklaraciju* te je uz nju prihvatila i 31 podcilj koji odgovaraju njenim specifičnim razvojnim okolnostima i uvjetima. Milenijski ciljevi u Republici Hrvatskoj velikim su dijelom i ostvareni.

Važan dokument kojim se pokušalo doskočiti uočenim problemima iz *Milenijske deklaracije* i koji definira razvoj do 2030. godine je i *Agenda 2030*. Dokument je ključna platforma za rješavanje najvažnijih izazova današnjice u njihovoj međusobno povezanoj gospodarskoj, socijalnoj, okolišnoj i političko-sigurnosnoj dimenziji. *Program 2030* je globalni sporazum kojim se želi utvrditi univerzalni, sveobuhvatni program djelovanja za sve zemlje, uključujući nacionalne politike. *Agenda* je podijeljena na 17 ciljeva održivog razvoja koji su detaljno razrađeni u 169 međusobno usko povezanih podciljeva i 232 indikatora kojima se može mjeriti napredak u njihovom ostvarenju.

Shema 3. Sedamnaest ciljeva *Agende 2030*



Izvor: Heim, Kaić-Rak (2018).

**Cilj 1. Svijet bez siromaštva** – usmjeren je na okončanje svih oblika siromaštva kroz međusobno povezane strategije, kao što je promoviranje sustava socijalne zaštite, a osiguranje osnovnog životnog standarda za sve ljude (Pavić-Rogošić 2017).

**Cilj 2. Svijet bez gladi** – usmjeren je na okončanje gladi i svih oblika pothranjenosti, osiguranje opskrbe hranom i postizanje održive proizvodnje hrane do 2030. Temelji se na ideji da svatko treba imati pristup hrani koja je dovoljno hranjiva i kvalitetna. To zahtijeva široku promociju održive

poljoprivrede, ali i udvostručenje poljoprivredne produktivnosti, povećanje ulaganja i pravilnog funkcioniranja tržišta hrane.

**Cilj 3. Zdravlje i blagostanje** – usmjeren je na osiguranje zdravlja i promicanje dobrobiti za ljude svih uzrasta. Odnosi se na glavne zdravstvene prioritete i poziva na poboljšanje reproduktivnog zdravlja i zdravlja majki i djece. Osim toga, ovim će se ciljem smanjiti razne zdravstvene opasnosti i osigurati univerzalni pristup sigurnim, učinkovitim, kvalitetnim i pristupačnim lijekovima, kao i zdravstvenoj pokrivenosti.

**Cilj 4. Kvalitetno obrazovanje** – usmjeren je na osiguranje uključivog i kvalitetnog obrazovanja za sve ljude te promoviranje mogućnosti cjeloživotnog učenja.

**Cilj 5. Rodna ravnopravnost** – usmjeren je na postizanje rodne ravnopravnosti i osnaživanje žena i djevojčica.

**Cilj 6. Čista voda i sanitarni uvjeti** – usmjeren je na osiguranje sanitarnih uvjeta i pristup pitkoj vodi za sve. Temelji se na uvjerenju da su vodni resursi veoma važni za postizanje održivog razvoja te da imaju vitalnu ulogu za zdravlje, obrazovanje, ali i iskorjenjivanje siromaštva.

**Cilj 7. Pristupačna energija iz čistih izvora** – usmjeren je na osiguravanje pristupa pristupačnoj, pouzdanoj, održivoj i modernoj energiji za sve. Ovaj cilj temelji se na uvjerenju da je pristup pristupačnoj, pouzdanoj i održivoj energiji ključan za postizanje mnogih ciljeva održivog razvoja.

**Cilj 8. Dostojanstven rad i ekonomski rast** – usmjeren je na pružanje mogućnosti za punu i produktivnu zaposlenost i dostojanstven rad za sve, kao i iskorjenjivanje prisilnog rada, trgovine ljudima i dječjeg rada.

**Cilj 9. Industrija, inovacije i infrastruktura** – usmjeren je na promociju razvoja infrastrukture, industrijalizacije i inovacija. To se može postići većim ulaganjem u istraživanje i inovacije, povećanjem dostupnosti pristupa informacijskoj i komunikacijskoj tehnologiji te poboljšavanjem međunarodne i domaće financijske, tehnološke i tehničke podrške.

**Cilj 10. Smanjenje nejednakosti** – usmjeren je na smanjenje nejednakosti u dohotku, kao i razlika na temelju spola, dobi, invaliditeta, rase, klase, etničke pripadnosti, vjeroispovijesti itd.

**Cilj 11. Održivi gradovi i zajednice** – usmjeren je na obnovu i planiranje

gradova i naselja na način koji potiče koheziju zajednice i osobnu sigurnost, kao i inovacije i zapošljavanje.

**Cilj 12. Odgovorna potrošnja i proizvodnja** – usmjeren je na održiviju potrošnju i načine proizvodnje kroz različite mjere, uključujući specifične politike i međunarodne sporazume o upravljanju materijalima koji nisu toksični za okoliš.

**Cilj 13. Zaštita klime** – usmjeren je na smanjenje utjecaja klimatskih promjena, ali i na izgradnju otpornosti u reagiranju na klimatske opasnosti i prirodne katastrofe.

**Cilj 14. Očuvanje vodenog svijeta** – usmjeren je na promicanje očuvanja i održivo korištenje morskih i obalnih ekosustava i sprječavanje onečišćenja mora. Osim toga, ovim se ciljem želi povećati ekonomska korist za male otočne zemlje i zemlje u razvoju od održivog korištenja morskih resursa.

**Cilj 15. Očuvanje života na Zemlji** – usmjeren je na održivo gospodarenje šumama, obnavljanje degradiranih područja i prirodnih staništa i uspješno zaustavljanje gubitka bioraznolikosti. Cilj se temelji na uvjerenju da očuvanje različitih oblika života na kopnu zahtijeva ciljane napore u zaštiti, obnovi i promoviranju očuvanja i održivog korištenja kopnenih i drugih ekosustava.

**Cilj 16. Mir, pravda i snažne institucije** – usmjeren je na izgradnju mirnog i uključivog društva utemeljenog na poštivanju ljudskih prava, vladavini prava, dobrom upravljanju na svim razinama i transparentnim, djelotvornim i odgovornim institucijama.

**Cilj 17. Partnerstvom do ciljeva Programa 2030.** – usmjeren je na revitalizaciju i poboljšano globalno partnerstvo s ciljem mobilizacije svih dostupnih resursa unutar vlada, civilnog društva, privatnog sektora, sustava Ujedinjenih naroda i drugih aktera u cilju povećanja potpore zemljama u razvoju kao temeljnog koraka prema postizanju pravednog napretka za sve.

*Agenda 2030* svoje težište stavlja na ljude, planet, prosperitet, mir i partnerstvo očekujući od država da u skladu sa svojim nacionalnim kapacitetima učine sve da „nitko ne bude ostavljen po strani“. Iako sama *Agenda 2030.* nije pravno obvezujući dokument, sve države članice UN-a preuzele su na sebe političku obvezu provedbe *Agende 2030.* Njenom realizacijom jačaju se načela dobre vladavine te vladavine prava na nacionalnoj i svjetskoj razini dok se istodobno umanjuju rizici, odnosno uzročnici različitih kriza, sukoba i drugih prijetnji međunarodnom miru i sigurnosti.



### 3. Dokumenti koji se odnose na osiguranje provedbe održivog razvoja u Republici Hrvatskoj

Što se tiče zaštite okoliša i održivog razvoja, Republika Hrvatska je prihvaćala sve globalne konvencije i protokole koji su se odnosili na tu tematiku. Tako je 1992. godine usvojena *Rezolucija o zaštiti čovjekove sredine*, koja je donesena na Konferenciji o zaštiti okoliša u Stockholmu, te *Deklaracija o zaštiti okoliša* koja je donesena na Svjetskom skupu o okolišu i razvoju u Rio de Janeiru 1992. Ovom *Deklaracijom* Republika Hrvatska se „opredjeljuje za održivi gospodarski razvoj temeljen na održivoj poljoprivredi, šumarstvu, pomorstvu i turizmu te gospodarstvu i industriji zasnovanoj na ekološkim tehnologijama; energetske politici usmjerenoj na energetske učinkovitost i postupno uvođenje obnovljivih izvora te pravu javnosti na sudjelovanje u odlučivanju o aktivnostima koje će imati značajan utjecaj na okoliš (Matešić 2009). U godinama nakon toga može se primijetiti da Europska unija u svojim strateškim dokumentima naglašava važnost primjene koncepta održivog razvoja, odnosno promovira gospodarski razvoj utemeljen na socijalnoj ravnopravnosti i visokim standardima zaštite okoliša. Takav pravac može se primijetiti u *Lisabonskoj strategiji* kao i u *Strategiji održivog razvoja EU-a* (Matešić 2009). Europska unija je tada zahtijevala integraciju održivog razvoja u sve europske i nacionalne prakse i politike na balansiran i međusobno podupirući način s ciljem postizanja ekonomskih, okolišnih i socijalnih ciljeva. Takva kretanja pratila je i Republika Hrvatska te je prvi dokument koji se bavio temom održivog razvoja u Republici Hrvatskoj bila *Nacionalna strategija zaštite okoliša* (NN 46/02) koja navodi da koncept održivog razvoja mora postati dominantna odrednica strategije razvoja Republike Hrvatske. U ovome se dokumentu na zaštitu okoliša gleda u znatno širem kontekstu nego ranije te je u cilju usmjeravanja k održivom razvoju bilo potrebno uskladiti ciljeve zaštite okoliša s dugoročnim nacionalnim, socijalnim i ekonomskim interesima. Osim ovoga dokumenta, veoma važna je i *Strategija održivog razvoja Republike Hrvatske* koja je usvojena u Hrvatskom saboru 20. veljače 2009. (NN 30/2009). U *Strategiji* su iznesena temeljna načela i mjerila za određivanje ciljeva i prioriteta u promišljanju dugoročne preobrazbe prema održivom razvoju u desetogodišnjem razdoblju (2009. – 2019.). U *Strategiji* je identificirano osam ključnih izazova na kojima je Republika Hrvatska morala raditi u cilju postizanja održivog razvitka:

1. poticaj rastu broja stanovnika Republike Hrvatske
2. okoliš i prirodna dobra
3. usmjeravanje na održivu proizvodnju i potrošnju
4. ostvarivanje socijalne kohezije i pravde
5. postizanje energetske neovisnosti i rasta učinkovitosti korištenja energije
6. jačanje javnog zdravstva
7. povezivanje Republike Hrvatske
8. zaštita Jadranskog mora, priobalja i otoka.

Ističe se da je pretpostavka za održivi razvoj uspostava učinkovite uprave, ulaganje u znanje i istraživanje te da je ulaganje u obrazovanje za održivi razvitak preduvjet za nužne promjene i postizanje ciljeva održivog razvitka.

Na temelju *Agende 2030*, Hrvatska je izradila dokument pod nazivom *Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine* u kojemu su definirani strateški ciljevi Hrvatske do 2030., a podijeljeni su u četiri razvojna smjera (NN 13/21). Prvi razvojni smjer odnosi se na održivo gospodarstvo i društvo te uključuje sljedeće ciljeve:

1. *Konkurentno i inovativno gospodarstvo*
2. *Obrazovani i zaposleni ljudi*
3. *Učinkovito i djelotvorno pravosuđe, javna uprava i upravljanje državnim imovinom te*
4. *Globalna prepoznatljivost i jačanje međunarodnog položaja.*

Drugi razvojni smjer, jačanje otpornosti na krize, sastoji se od tri temeljna cilja:

1. *Zdrav, aktivan i kvalitetan život*
2. *Demografska revitalizacija i bolji položaj obitelji te*
3. *Sigurnost za stabilan razvoj.*

Slijedi treći razvojni smjer, zelena i digitalna tranzicija, koji uključuje četiri cilja:

1. *Ekološka i energetska tranzicija za klimatsku neutralnost*
2. *Samodostatnost u hrani i razvoj biogospodarstva*
3. *Održiva mobilnost i*
4. *Digitalna tranzicija društva i gospodarstva.*

Četvrti razvojni smjer, ravnomjeren regionalni razvoj, sastoji se od dva

temeljna cilja:

1. *Razvoj potpomognutih područja i područja s razvojnim posebnostima te*
2. *Jačanje regionalne konkurentnosti.*

Utvrđeni razvojni smjerovi i strateški ciljevi trebaju pridonijeti tome da Hrvatska što bolje iskoristi svoje potencijale, da se otklone gospodarske i društvene štete prouzročene globalnom krizom i potakne što brži oporavak Hrvatske. Pritom su uzeti u obzir ciljevi postavljeni u okviru *Europskoga zelenog plana* i *Europskoga teritorijalnog programa 2030*. Ova *Strategija* pruža okvir za provedbu strateških ciljeva čije će ispunjavanje omogućiti ostvarivanje zacrtanih razvojnih smjerova i definirane vizije Hrvatske 2030. godine (*Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine*, NN 13/21).

#### **4. Napredak ostvarenja procesa održivog razvoja u Republici Hrvatskoj**

Na temelju dostupnih podataka Europska unija je pripremila pregled napretka u ostvarenju ciljeva održivog razvoja za veliki broj zemalja (trenutno 163), pa tako i za Republiku Hrvatsku. Mjerenje i evaluacija ostvarenja ciljeva temelje se na unaprijed razvijenoj metodologiji koja se djelomično temelji na podciljevima *Programa 2030* dok su neki pokazatelji samostalno razvijeni u Eurostatu te su potvrđeni i prihvaćeni na razini Europske komisije (Matešić 2018).

Republika Hrvatska je u nekim ciljevima ostvarila napredak, u nekima je blizu ostvarenja zadanih vrijednosti, a u nekima je u stagnaciji, ali i u opadanju. No sveukupno se može reći da se od 163 promatrane zemlje Hrvatska nalazi na 2. mjestu po ostvarenju ciljeva. Rezultat zemlje iznosi 78,8 dok je prosjek regije 71,6 (*Sustainable Development Report 2022*). Hrvatska je u potpunosti ostvarila prvi (*Svijet bez siromaštva*) i četvrti cilj (*Kvalitetno obrazovanje*). Značajne promjene ostvarene su u drugom (*Svijet bez gladi*), petom (*Rodna ravnopravnost*), jedanaestom (*Održivi gradovi i zajednice*), šesnaestom (*Mir, pravda i snažne institucije*) te sedamnaestom cilju (*Partnerstvom do ciljeva Programa 2030*). U trećem (*Zdravlje i blagostanje*), šestom (*Čista voda i sanitarni uvjeti*), sedmom (*Pristupačna energija iz čistih izvora*), osmom

(Dostojanstven rad i ekonomski rast), desetom (Smanjenje nejednakosti) i petnaestom cilju (Očuvanje života na Zemlji) ostaju izazovi koje je potrebno prevladati. Glavni izazovi preostaju u tri cilja, i to: dvanaestom (Odgovorna potrošnja i proizvodnja), trinaestom (Zaštita klime) i četrnaestom (Očuvanje vodenog svijeta).

### Prvi cilj – Svijet bez siromaštva

Prvi cilj, *Svijet bez siromaštva*, u Republici Hrvatskoj je ostvaren. On se u Republici Hrvatskoj mjeri sljedećim pokazateljima: *Osobe izložene riziku od siromaštva ili socijalne isključenosti*; *Osobe izložene riziku od siromaštva ili socijalne isključenosti u ruralnim područjima*; *Osobe koje žive u kućanstvima s vrlo niskim intenzitetom rada*; *Nezadovoljene potrebe za zdravstvenom skrbi prema vlastitoj izjavi* i slično. No, ovaj se cilj u razvijenim zemljama može mjeriti i pokazateljem pod nazivom *Osobe u riziku od siromaštva i socijalne isključenosti*. Sljedeća tablica prikazuje ovaj pokazatelj u razdoblju od 2015. do 2021. godine u odabranim zemljama.

Tablica 2. Prikaz pokazatelja *Osobe u riziku od siromaštva i socijalne isključenosti* u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2015. do 2021. godine – izraženo u %

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	24,0	23,7	22,0	22,4	21,7	21,6	21,7	-1,7
Hrvatska	24,4	23,5	23,7	22,1	20,8	20,5	20,9	-2,5
Slovenija	17,7	16,9	16,6	15,4	13,7	14,3	13,2	-4,8
Češka	13,0	12,4	12,1	11,8	12,1	11,5	10,7	-3,2
Mađarska	30,6	28,6	25,9	20,6	20,0	19,4	19,4	-7,3
Poljska	22,5	20,6	18,7	18,2	17,9	17,0	16,8	-4,8
Njemačka	20,0	19,8	18,8	18,5	17,3	20,4	21,0	0,8
Italija	28,4	27,8	25,9	25,7	24,6	24,9	25,2	-1,9
Austrija	16,9	17,2	17,1	16,8	16,5	16,7	17,3	0,03
Švedska	18,2	17,7	17,2	17,7	18,4	17,7	17,2	-0,9
Norveška	14,7	14,4	15,4	15,8	15,6	16,3	-	0,2
Španjolska	28,7	28,8	27,5	27,3	26,2	27,0	27,8	-0,5

Izvor: Eurostat (2023)

Kako tablica prikazuje, na razini EU-a pokazatelj *Osobe u riziku od siromaštva i socijalne isključenosti* u promatranom razdoblju pada s prosječnom godišnjom stopom pada od 1,66 %. Najbolji rezultat, odnosno najveću stopu pada, ostvarile su Mađarska (-7,3 %) Slovenija (-4,8 %) i Poljska (-4,8 %). Mađarska i Slovenija su u početku promatranja imale dosta visok pokazatelj

te su obje zemlje u završnoj godini promatranja došle na relativno prihvatljive stope. Njemačka je u promatranom razdoblju ostvarila pozitivnu prosječnu godišnju stopu rasta od 0,8 %, što je zabrinjavajuće iz razloga što su i početne brojke ovoga pokazatelja dosta visoke. Osim Njemačke, pozitivnu stopu rasta ostvarila je i Austrija (0,03 %) te Norveška (0,2 %).

### Drugi cilj – Svijet bez gladi

Drugi cilj, *Svijet bez gladi*, zahtijeva ispunjenje određenih pokazatelja kako bi bio u potpunosti ostvaren. U Republici Hrvatskoj ovaj se cilj može mjeriti sljedećim pokazateljima: *Stopa pretilosti; Poljoprivredni faktorski prihod po godišnjoj jedinici rada; Površina koja se koristi za ekološki uzgoj; Procijenjena erozija tla uzrokovana vodom* i slično. U sljedećim godinama izazov će predstavljati pokazatelj *Stopa pretilosti prema indeksu tjelesne mase*. Nažalost, ovaj pokazatelj se na razini EU-27, kao i u većini zemalja EU-a, iz godine u godinu povećava, što pokazuje i sljedeća tablica.

Tablica 3. Stopa pretilosti prema indeksu tjelesne mase u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2008. do 2019. godine

	2008.	2014.	2017.	2019.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	-	51,1	51,8	52,7	0,6
Hrvatska	-	57,4	60,9	64,8	2,45
Slovenija	56,6	56,6	52,5	58,1	0,23
Češka	56,6	56,8	62,3	60,0	0,53
Mađarska	54,9	55,2	56,3	59,9	0,79
Poljska	54,0	54,7	56,0	58,1	0,66
Njemačka	52,1	52,1	-	53,5	0,24
Italija	-	44,9	-	45,7	0,35
Austrija	49,3	48,0	50,0	52,2	0,52
Švedska	-	49,9	-	51,3	0,55
Norveška	-	49,3	50,4	50,6	0,52
Španjolska	53,0	52,4	51,7	53,7	0,11

Izvor: Eurostat (2023)

Kako tablica prikazuje, na razini EU-a pokazatelj *Stopa pretilosti prema indeksu tjelesne mase* u promatranom razdoblju raste s prosječnom godišnjom stopom pada od 0,6 %. Najgori rezultat, odnosno najveću stopu rasta, ostvarila je Hrvatska (2,45 %), koja ima ionako veću stopu pretilosti od prosjeka EU-a, ali i najveću stopu pretilosti od promatranih zemalja. Najmanju stopu pretilosti u promatranom razdoblju bilježe Italija (45,7 %) i Norveška (50,4 %).

### Treći cilj – Zdravlje i blagostanje

U trećemu cilju, *Zdravlje i blagostanje*, svi pokazatelji ostvarili su pozitivne pomake, odnosno, ili su pokazatelji održivog razvoja postignuti ili je Hrvatska na dobrom putu da ih postigne. U pokazatelju pod nazivom *Pokrivenost zdravstvenom skrbi* postoje izazovi na kojima je potrebno raditi. Osim tim pokazateljem, ovaj cilj se može mjeriti sljedećim pokazateljima: *Godine zdravog života pri rođenju; Postotak stanovništva koji smatra da je dobrog ili vrlo dobrog zdravlja; Postotak pušača; Smrtnost od tuberkuloze, HIV-a i hepatitisa; Stopa pretilosti* i slično.

### Četvrti cilj – Kvalitetno obrazovanje

Četvrti cilj, *Kvalitetno obrazovanje*, u Republici Hrvatskoj je u potpunosti ostvaren, tj. pokazatelji poput: *Osobe koje rano napuštaju obrazovanje i osposobljavanje; Osobe sa završenim tercijarnim obrazovanjem; Sudjelovanje u ranom i predškolskom odgoju i obrazovanju; Nezadovoljavajući rezultati u čitanju* i slično. Pokazatelj *Sudjelovanje u obrazovanju odraslih* prikazuje pozitivne trendove i ostvaren je u potpunosti. No, zanimljivo je usporediti pokazatelj *Tercijarno obrazovanje* koji mjeri udio populacije između 30 i 34 godine koja je uspješno završila tercijarno obrazovanje (sveučilišta, visoke tehničke škole i slično).

Tablica 4. Tercijarno obrazovanje u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2016. do 2022. godine – prikazano u %

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	36,8	37,6	38,6	39,4	40,5	41,4	42,0	2,7
Hrvatska	32,8	32,7	35,4	35,5	36,6	35,7	35,5	1,5
Slovenija	43,8	44,5	40,7	44,1	45,4	47,9	47,9	1,6
Češka	32,6	33,8	33,3	32,6	33,0	34,9	34,5	1,1
Mađarska	30,4	30,2	30,6	30,6	30,7	32,9	31,9	0,4
Poljska	43,5	43,6	43,5	43,5	42,4	40,6	40,5	-1,42
Njemačka	30,5	31,3	32,3	33,3	35,3	36,9	37,1	4,0
Italija	25,6	26,9	27,7	27,7	28,9	28,3	29,2	2,7
Austrija	39,7	40,3	40,5	41,6	41,4	42,4	43,1	1,6
Švedska	47,3	47,4	47,6	48,4	49,2	49,3	52,7	2,2
Norveška	49,2	48,3	48,5	48,4	50,9	55,0	55,6	2,5
Španjolska	41,0	42,6	44,3	46,5	47,4	48,7	50,5	4,3

Izvor: Eurostat (2023)

Kao što tablica prikazuje, na razini EU-a u promatranom razdoblju ostvaruju se pozitivni trendovi. U Republici Hrvatskoj udio osoba (starosti između 30 – 34) godine koje su uspješno završile tercijarno obrazovanje raste po prosječnoj godišnjoj stopi od 1,5 %. Njemačka ostvaruje najbolje rezultate s prosječnom godišnjom stopom od 4 % dok Poljska ostvaruje najlošije rezultate s ostvarenom prosječnom godišnjom stopom pada od 1,42 %. Ako se Hrvatska uspoređuje s onim boljima, vidljivo je da je potrebno napraviti značajne korake u sektoru obrazovanja kako bi se unaprijedio i ovaj pokazatelj.

### **Peti cilj – Rodna ravnopravnost**

U petome cilju pod nazivom *Rodna ravnopravnost* u Republici Hrvatskoj preostaju značajni izazovi, ali primjećuje se poboljšanje. Pokazatelji poput: *Stope potpore za planiranje obitelji*; *Razlika u zaposlenosti muškaraca i žena*; *Udio žena u nacionalnom parlamentu*, uglavnom su postigli pozitivne pomake. Pokazatelj koji govori o broju prosječnih godina obrazovanja žena i muškaraca prikazuje stagnaciju. No, uspoređujući ove podatke sa zemljama EU-a, vidljivo je da u većini zemalja taj pokazatelj zahtijeva poboljšanje. Jedino su zemlje poput Španjolske, Portugala, Švedske, Norveške, Bugarske i Poljske i u ovome pokazatelju ostvarile zacrtane vrijednosti postavljenih ciljeva.

### **Šesti cilj – Čista voda i sanitarni uvjeti**

U šestome cilju pod nazivom *Čista voda i sanitarni uvjeti* Republici Hrvatskoj preostaje rješavanje određenih izazova, ali postignuto je poboljšanje u odnosu na prethodne godine. Cilj se mjeri s nekoliko pokazatelja: *Stanovništvo koje u svojem kućanstvu nema kadu, tuš ni unutarnji zahod s vodokotlićem*; *Stanovništvo priključeno barem na sustav drugostupanjskog pročišćavanja otpadnih voda*; *Fosfati u rijekama* i slično. Indikatori za navedene pokazatelje nisu dostupni, osim za udio stanovništva koji ima dostupnost osnovnim sanitarnim uvjetima, koji pokazuje pozitivne pomake.

### **Sedmi cilj – Pristupačna energija iz čistih izvora**

U sedmome cilju pod nazivom *Pristupačna energija iz čistih izvora* Republici Hrvatskoj preostaje rješavanje određenih izazova, ali postignuto je poboljšanje u odnosu na prethodne godine. Pokazatelji ovoga cilja su: *Udio stanovništva koji ima pristup električnoj energiji*; *Udio energije iz obnovljivih izvora u bruto konačnoj potrošnji energije*; *Ovisnost o uvozu energenata*;

*Stanovništvo koje ne može primjereno zagrijavati dom; Konačna potrošnja energije* i slično. Svi pokazatelji ostvarili su pozitivne pomake. U nastavku će se analizirati kretanje udjela obnovljive energije u ukupnoj finalnoj potrošnji energije po sektoru jer je Hrvatska zemlja koja ima vrlo velike mogućnosti korištenja tih izvora energije, posebice sunčeve energije.

Tablica 5. Udio obnovljivih izvora energije u ukupnoj finalnoj potrošnji energije u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2015. do 2021. godine – prikazano u %

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	17,8	17,9	18,4	19,0	19,8	22,0	21,7	3,3
Hrvatska	28,9	28,3	27,3	28,0	28,5	31,0	31,3	1,3
Slovenija	22,8	21,9	21,6	21,3	21,9	25,0	25,0	1,5
Češka	15,0	14,9	14,7	15,1	16,2	17,3	17,6	2,7
Mađarska	14,4	14,4	13,5	12,5	12,6	13,8	14,1	-0,4
Poljska	11,8	11,4	11,0	14,9	15,3	16,1	15,6	4,8
Njemačka	14,9	14,8	15,4	16,6	17,3	17,0	19,2	4,3
Italija	17,5	17,4	18,3	17,8	18,0	20,4	19,0	1,4
Austrija	33,5	33,4	33,1	33,7	33,7	36,5	36,4	1,4
Švedska	52,2	52,6	53,4	53,9	55,8	60,1	62,5	3,0
Norveška	68,5	69,2	70,0	71,5	74,4	77,3	74,1	4,2
Španjolska	16,2	17,0	17,1	17,0	17,8	21,2	20,7	2,4

Izvor: Eurostat (2023)

Kako tablica prikazuje, na razini EU-a u promatranom razdoblju udio obnovljivih izvora energije raste. Sve zemlje ostvaruju pozitivne prosječne godišnje stope rasta, osim Mađarske koja u promatranom razdoblju bilježi prosječnu godišnju stopu pada od 0,4 %. U usporedbi s drugim zemljama EU-a vidljivo je da Hrvatska u svim godinama ima relativno visoki udio korištenja obnovljivih izvora energije.

### **Osmi cilj – Dostojanstven rad i ekonomski rast**

U osmome cilju pod nazivom *Dostojanstven rad i ekonomski rast* Republici Hrvatskoj preostaje riješiti određene izazove, ali postignuto je poboljšanje u odnosu na prethodne godine. Pokazatelji ovoga cilja su: *Realni bruto domaći proizvod po stanovniku; Udio ulaganja u BDP-u; Mladi koji se ne obrazuju, ne rade niti se osposobljavaju; Stopa zaposlenosti* i slično.



**Deveti cilj – Industrija, inovacije i infrastruktura**

U cilju realizacije devetoga cilja pod nazivom *Industrija, inovacije i infrastruktura* potrebno je učiniti značajne promjene, ali postignuto je poboljšanje u odnosu na prethodne godine. Pokazatelji ovoga cilja su: *Udio stanovništva koji koristi internet; Udio korisnika mobitela; Znanstveni članci publicirani u časopisima; Ulaganje u istraživanje i razvoj*. Svi pokazatelji prikazuju ostvarenje zadanih vrijednosti osim *Ulaganja u istraživanje i razvoj* koji zahtijeva poboljšanje.

Tablica 6. Ulaganje u istraživanje i razvoj kao postotak bruto domaćeg proizvoda u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2015. do 2021. godine – prikazano u %

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	1,1
Hrvatska	0,8	0,9	0,8	0,9	1,1	1,3	1,2	6,9
Slovenija	2,2	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	-0,4
Češka	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	0,7
Mađarska	1,3	1,2	1,3	1,5	1,5	1,6	1,7	3,5
Poljska	1	0,9	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	6,3
Njemačka	2,9	2,94	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	1,1
Italija	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,7
Austrija	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	0,8
Švedska	3,2	3,2	3,4	3,3	3,4	3,5	3,3	0,7
Norveška	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	2,2	1,9	0,2
Španjolska	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	2,7

Izvor: Eurostat (2023)

Kako tablica prikazuje, na razini EU-a u promatranom razdoblju ulaganje u istraživanje i razvoj raste s prosječnom godišnjom stopom od 1,1 %. Kada se Republika Hrvatska uspoređuje s ostalim zemljama EU-a, vidljivo je da je postotak ulaganja dosta manji nego u drugim zemljama. No, s druge strane, ovaj pokazatelj u promatranom razdoblju raste s prosječnom godišnjom stopom od 6,9 %. Zemlja koja ima isto tako visoku prosječnu godišnju stopu rasta je Poljska (6,3 %). Kao i Republika Hrvatska, i ta zemlja ima niski udio ulaganja u istraživanje i razvoj izražen kao postotak bruto domaćeg proizvoda.

**Deseti cilj – Smanjenje nejednakosti**

U desetome cilju pod nazivom *Smanjenje nejednakosti* Republici Hrvatskoj preostaje riješiti određene izazove, ali postignuto je poboljšanje u odnosu na prethodne godine

#### **Jedanaesti cilj – Održivi gradovi i zajednice**

U jedanaestome cilju pod nazivom *Održivi gradovi i zajednice* Republici Hrvatskoj preostaje riješiti značajne izazove te se u odnosu na prethodne godine bilježi stagnacija. Važnost ostvarenja koncepta održivih gradova vidi se u činjenici da se u *Brundtlandovom izvještaju* spominje definicija održivog razvoja, a sukladno toj definiciji održivi gradovi su oni koji zadovoljavaju potrebe svojih građana bez ugrožavanja mogućnosti razvoja drugih ljudi ili budućih generacija i gdje su razvojna rješenja podržana pametnim IT sustavom (Macke, Sarate, Moschen 2019). Realizacija koncepta održivosti u gradovima jamči manje zagađenje i devastaciju okoliša, zadovoljstvo ljudi koji žive u takvim sredinama i gospodarski prosperitet.

#### **Dvanaesti cilj – Odgovorna potrošnja i proizvodnja**

U dvanaestome cilju pod nazivom *Odgovorna potrošnja i proizvodnja* Republici Hrvatskoj preostaje napraviti velike iskorake, odnosno postoje veliki izazovi koje je potrebno riješiti. No, kada se promatraju trendovi, vidi se da su vrijednosti pokazatelja na dobrom putu prema ostvarenju ciljeva održivog razvoja. Neki od pokazatelja ovoga cilja su: *Generiranje komunalnog otpada; Elektronički otpad; SO<sub>2</sub> emisije koje proizlaze iz proizvodnog sektora; Izvoz plastičnog otpada* i slično. U nekim je pokazateljima Republika Hrvatska ostvarila napredak dok za neke podaci nisu dostupni. Implementacija koncepta održive potrošnje i održive proizvodnje rezultira stvaranjem manje količine otpada; stoga je veoma zanimljivo analizirati proizvodnju komunalnog otpada po stanovniku u Republici Hrvatskoj i promatranim zemljama.

Tablica 7. Proizvodnja komunalnog otpada po stanovniku u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2015. do 2021. godine

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	480	493	499	500	504	521	530	1,7
Hrvatska	393	403	416	432	445	418	446	2,1
Slovenija	449	457	471	486	504	487	511	2,2
Češka	316	339	489	494	500	543	570	10,3
Mađarska	377	379	385	381	387	403	416	1,6
Poljska	286	307	315	329	336	346	362	4,0
Njemačka	632	633	627	606	609	641	646	0,4
Italija	486	497	488	499	503	487	-	0,04
Austrija	560	564	570	579	588	834	-	8,2
Švedska	451	447	452	434	449	431	418	-1,3
Norveška	422	754	748	739	776	604	799	11,2
Španjolska	456	463	473	475	472	469	472	0,5

Izvor: Eurostat (2023)

Kako tablica prikazuje, na razini EU-a u promatranom razdoblju proizvodnja komunalnog otpada raste s prosječnom godišnjom stopom rasta od 1,7 %. Nisku početnu poziciju imala je Poljska, no ona u promatranom razdoblju bilježi porast proizvodnje komunalnog otpada s prosječnom godišnjom stopom od 4 %. Češka ima isto tako dobru početnu poziciju u 2015. godini, no bilježi i prosječnu godišnju stopu rasta proizvodnje komunalnog otpada po stanovniku od čak 10,3 %. Kada se uspoređuje s drugim promatranim zemljama, Republika Hrvatska ima relativno povoljnu situaciju te njena proizvodnja komunalnog otpada raste s prosječnom godišnjom stopom od 2,1 %.

### Trinaesti cilj – Zaštita klime

U cilju realizacije trinaestoga cilja pod nazivom *Zaštita klime* potrebno je napraviti velike iskorake, odnosno postoje izazovi koje je potrebno riješiti. Nažalost, kada se promatraju trendovi, vidljivo je da oni opadaju, što svakako nije dobro. Zaštita klime ne ovisi samo o aktivnostima koje može provoditi Republika Hrvatska, već i o cjelokupnoj globalnoj zajednici.

Neki od pokazatelja ovoga cilja su: *CO<sub>2</sub> emisije od fosilnih goriva i proizvodnje cementa; CO<sub>2</sub> emisije koje proizlaze zbog uvoza; CO<sub>2</sub> emisije koje proizlaze*

iz izvoza fosilnih goriva. No zanimljivo je analizirati emisiju stakleničkih plinova po stanovniku.

Tablica 8. Emisija stakleničkih plinova po stanovniku u Republici Hrvatskoj i ostalim odabranim zemljama EU-a u razdoblju od 2015. do 2021. godine u tonama

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	Stopa pada ili rasta (u%)
EU-27	8,1	8,1	8,3	8,1	7,8	7,0	7,4	-1,5
Hrvatska	4,6	4,7	5,1	4,8	4,8	4,5	4,8	0,7
Slovenija	8,6	9,1	9,1	9,1	6,7	6,1	6,2	-5,3
Češka	11,7	11,9	12,1	12,4	12,5	11,7	12,2	0,7
Mađarska	5,8	6,0	6,2	6,2	6,2	5,8	5,9	0,2
Poljska	9,4	9,5	9,9	9,9	9,8	9,3	10,1	1,2
Njemačka	11,1	11,1	10,9	10,5	9,8	9,0	9,4	-2,7
Italija	6,8	6,8	7,0	6,6	6,6	6,0	6,7	-0,25
Austrija	8,6	8,6	9,2	9,8	9,6	7,8	7,6	-2,0
Švedska	1,0	1,1	1,6	1,9	1,5	0,6	0,7	-5,8
Norveška	8,3	8,0	8,0	7,8	7,0	5,7	6,3	-4,5
Španjolska	6,5	6,3	6,6	6,4	6,0	5,0	5,3	-3,3

Izvor: Eurostat (2023)

U promatranom razdoblju emisije stakleničkih plinova po stanovniku opadaju s prosječnom godišnjom stopom pada od 1,5 %. Daleko najbolje rezultate ostvaruje Švedska s veoma niskim emisijama koje k tome još bilježe i prosječne godišnje stope pada. Najgore rezultate ostvaruje Češka čije emisije stakleničkih plinova rastu s prosječnom godišnjom stopom rasta od 0,7 %. Republika Hrvatska ostvaruje relativno dobre pokazatelje, no potrebno je preokrenuti trend u kojemu će se bilježiti prosječne godišnje stope pada vrijednosti.

#### **Četrnaesti cilj – Očuvanje vodenog svijeta**

U cilju realizacije četrnaestoga cilja pod nazivom *Očuvanje vodenog svijeta* nužno je napraviti velike iskorake, odnosno postoje veliki izazovi koje je potrebno riješiti. No, kada se promatraju trendovi, vidi se da su vrijednosti pokazatelja u poboljšanju. Neki od pokazatelja ovoga cilja su: *Površina morskog područja koje je zaštićeno*; *Indeks zdravlja mora*; *Količina ulovljene ribe u područjima u kojima se bilježi prekomjerna eksploatacija* i slično.

### **Petnaesti cilj – Očuvanje života na Zemlji**

U cilju realizacije petnaestoga cilja pod nazivom *Očuvanje života na Zemlji* potrebno je poduzeti određene mjere kako bi se riješili izazovi. No, kada se promatraju trendovi, vidi se da su vrijednosti pokazatelja u stagnaciji. Neki od pokazatelja ovoga cilja su: *Udio površine pokrivene šumama; Zaštićena kopnena područja; Indeks preživljenja vrsta*. Neki od tih pokazatelja su u stagnaciji dok neki ostvaruju pozitivne trendove i blizu su ostvarenja vrijednosti postavljenih u ciljevima održivog razvoja.

### **Šesnaesti cilj – Mir, pravda i snažne institucije**

U cilju ostvarenja šesnaestoga cilja pod nazivom *Mir, pravda i snažne institucije* u Republici Hrvatskoj potrebno je napraviti značajne promjene. Može se isto tako utvrditi da je u pokazateljima ostvaren određeni napredak. Neki od pokazatelja ovoga cilja su: *Stopa ubojstava; Stanovništvo koje živi na području u kojem se javlja kriminal, nasilje ili vandalizam; Ukupni izdaci opće države za sudove; Percepcija neovisnosti pravosudnog sustava; Indeks percepcije korupcije; Stanovništvo koje ima povjerenja u Europski parlament*.

### **Sedamnaesti cilj – Partnerstvom do ciljeva Programa 2030**

U cilju ostvarenja sedamnaestoga cilja pod nazivom *Partnerstvom do ciljeva* u Republici Hrvatskoj potrebno je napraviti značajne promjene. Također se može utvrditi da se u pokazateljima ostvaruje stagnacija. Neki od pokazatelja ovoga cilja su: *Službena razvojna pomoć kao udio u bruto nacionalnom dohotku; Uvoz EU-a iz zemalja u razvoju; Bruto dug opće države; Udio poreza za zaštitu klime u ukupnim poreznim prihodima* i slično.

Kada se razmišlja o indikatorima održivog razvoja, može se primijetiti da Republika Hrvatska ima dobar početni položaj kao i brojne druge razvijene zemlje. Republika Hrvatska je realizacijom svojih programa, zakona i propisa ostvarila određeni napredak u ostvarivanju postavljenih globalnih ciljeva održivog razvoja. No, ako se uspoređuje s odabranim zemljama Europske unije, vidljivo je da je potrebno napraviti značajne korake kao bi se poboljšalo stanje. Koncept održivog razvoja podrazumijeva proces postizanja ravnoteže između gospodarskih, socijalnih i okolišnih zahtjeva.

## 5. Zaključak

Ekonomski razvoj vođen isključivo profitom i vlastitom zaradom može dugoročno donijeti nestabilno stanje, naročito po pitanju društvenog blagostanja i stanja okoliša. Zbog toga je potrebno stvarati uvjete kako bi se koncept održivog razvoja mogao provesti u potpunosti. Održivi razvoj omogućuje razvoj sadašnjim generacijama bez ugrožavanja mogućnosti razvoja budućih generacija i kao takav je prihvaćen u svim važnijim dokumentima. Republika Hrvatska potpisnica je mnogih globalnih deklaracija i protokola kojima se pokušava na jednostavniji način uvesti koncept održivog razvoja u svakodnevno poslovanje. Isto tako, prilikom osmišljavanja razvojnog dokumenta pod nazivom *Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030.* kao polazni dokument uzeta je *Agenda 2030.* Kada se analizira napredak ostvarenja sedamnaest ciljeva održivog razvoja iz *Agende 2030* u Republici Hrvatskoj, vidljivo je da su u potpunosti ostvarena dva cilja, i to: *Svijet bez siromaštva* i *Kvalitetno obrazovanje*. Potrebno je riješiti srednje teške izazove u sljedećim ciljevima: *Svijet bez gladi, Rodna ravnopravnost, Industrija, inovacije i infrastruktura, Održivi gradovi i zajednice, Mir, pravda i snažne institucije* te *Partnerstvom do ciljeva* Programa 2030. U šest ciljeva potrebno je riješiti manje izazove; to su: *Zdravlje i blagostanje, Čista voda i sanitarni uvjeti, Pristupačna energija iz čistih izvora, Dostojanstven rad i ekonomski rast, Smanjenje nejednakosti, Očuvanje života na Zemlji*. U tri cilja je potrebno riješiti velike izazove; to su: *Odgovorna potrošnja i proizvodnja, Zaštita klime* i *Očuvanje vodenog svijeta*.

## LITERATURA

- Bilas, V., Franc, S. i Ostojić, R. (2017) Višedimenzionalnost održivog razvoja, *Notitia*, Zagreb.
- Črnjar, M. (1997) Ekonomija i zaštita okoliša, Školska knjiga, Zagreb, Glosa, Rijeka.
- Fond za zaštitu okoliša i energetska učinkovitost (2023), <raspoloživo na: [http://www.fzoeu.hr/hr/zastita\\_okolisa/odrzivi\\_razvoj/](http://www.fzoeu.hr/hr/zastita_okolisa/odrzivi_razvoj/)>, [pristupljeno 4. 3. 2023.].
- Globalni ciljevi održivog razvoja do 2030., Odraz, Zagreb, (2015), <raspoloživo na: [https://www.odraz.hr/wp-content/uploads/2020/10/globalni-ciljevi-odrzivog-razvoja-do-2030\\_web.pdf](https://www.odraz.hr/wp-content/uploads/2020/10/globalni-ciljevi-odrzivog-razvoja-do-2030_web.pdf)>, [pristupljeno 7. 3. 2023.].
- Hein, I., Kaić-Rak, A. (2018) Potpora ciljevima održivog razvoja UN-a – vodič međuakademijskog partnerstva, *Ljetopis – Akademia medicinskih znanosti Hrvatske*,

Vol. 16, str. 34–40.

Herceg, N. (2013) Okoliš i održivi razvoj, Synopsis, Zagreb.

Klarin, T. (2017) Kreiranje modela održivog razvoja turizma u urbanim destinacijama Republike Hrvatske, *Doktorska disertacija*, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet.

Macke, J., Rubim Sarate, J. A., Moschen, S. A. (2019) Smart sustainable cities evaluation and sense of community, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 239, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.118103>>, [pristupljeno 20. 3. 2023.].

Matešić, M. (2018) Analiza ostvarenosti ciljeva održivog razvoja u Republici Hrvatskoj, *Zbornik radova 10. konferencije o društveno odgovornom poslovanju*, Hrvatski poslovni savjet za održivi razvoj, Zagreb.

Matešić, M. (2009) Principi održivog razvoja u strateškim dokumentima Republike Hrvatske, *Socijalna ekologija: časopis za ekološku misao i sociologijska istraživanja okoline*, 18, 3-4, str. 323–339.

Municipal waste by waste management operations (2023), <raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/env\\_wasmun/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/env_wasmun/default/table?lang=en)>, [pristupljeno 21. 3. 2023.].

Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine, NN 13/21.

Nacionalna strategija zaštite okoliša, NN 46/02.

Net greenhouse gas emissions (2023), <raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG\\_13\\_10/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG_13_10/default/table?lang=en)>, [pristupljeno 27. 3. 2023.].

Obesity rate by body mass index (2023), <raspoloživo na [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg\\_02\\_10/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg_02_10/default/table?lang=en)>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].

Pavić-Rogošić, L. (2017) Globalni ciljevi održivog razvoja do 2030., *Izveštaj za 2016. i 2017.*, Zagreb, Odraz, <raspoloživo na: <https://www.odraz.hr/wp-content/uploads/2020/09/globalni-ciljevi-odrzivog-razvoja-izvjestaj-za-2016-i-2017-odraz-2.pdf>>, [pristupljeno 10. 3. 2023.].

Persons at risk of poverty or social exclusion by age and sex (2023), <raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/ILC\\_PEPS01N](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/ILC_PEPS01N)>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].

Research and development expenditure, by sectors of performance (2023), <raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TSC00001/default/table?lang=en>>, [pristupljeno 20. 3. 2023.].

Share of renewable energy in gross final energy consumption by sector (2023),

<raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG\\_07\\_40/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG_07_40/default/table?lang=en)>, [17. 3. 2023.].

Smolčić Jurdana, D. (2003) *The principles of sustainable tourism development, Održivi razvoj turizma – problemi i perspektive*, Opatija, Hrvatska: Fakultet za turistički i hotelski menadžment Opatija i Zavod za održivi razvoj i prostorno planiranje PGŽ.

Starc, N. (1994) *Razvoj, održivost i ocjena ulagačkih pothvata*, Zbornik radova *Prema održivom razvitku turizma u Hrvatskoj*, Institut za turizam, Zagreb, str. 67–1.

Strategija održivog razvoja Republike Hrvatske (2009), *Narodne novine* 30/2009

Sustainable Development Report (2023), <raspoloživo na: <https://dashboards.sdgindex.org/map>>, [4. 3. 2023.].

Tertiary educational attainment by sex (2023), <raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG\\_04\\_20/default/table?lang=en&category=sdg.sdg\\_04](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG_04_20/default/table?lang=en&category=sdg.sdg_04)>, [15. 3. 2023.].

Vlada RH, Strategija održivog razvoja Republike Hrvatske, *Narodne novine* 30/2009.



# IMPLEMENTATION OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS IN THE REPUBLIC OF CROATIA

## **Abstract**

In today's world, it is necessary to ensure the implementation of the concept of sustainable development and the achievement of the set goals in all areas of human activity. This paper presents the theoretical determinants of the concept of sustainable development, the history of its emergence and the achievement of sustainable development goals in the Republic of Croatia. The aim of the research is to determine the status of achievement of the seventeen sustainable development goals in the Republic of Croatia and to compare it with other selected countries of the European Union. In order to determine Croatia's progress in achieving the goals, data on the indicators of the 2030 Agenda goals from the Eurostat website were used and analysed. In future research, it would be interesting to analyse the reasons why certain countries achieve the best results and compare them with the indicators of the Republic of Croatia.

**Keywords:** sustainable development, Agenda 2030, Republic of Croatia, sustainable development indicators

**JEL classification:** Q10, Q56

**Dejan Miljenović**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
dejan.miljenovic@efri.hr, ORCID 0000-0002-3644-6077

## **DRUŠTVENO ODGOVORNO POSLOVANJE I STVARANJE ODRŽIVE VRIJEDNOSTI**

### **Sažetak**

Koncept društveno odgovornog poslovanja (DOP) omogućuje organizacijama da proaktivno uoče aspekte socioekonomskih promjena te da ih učine funkcionalnim dijelom vlastitog poslovnog modela. Cilj DOP-a je lakše upravljati promjenama na organizacijskoj razini i uvažiti njihove sociološke učinke koji se odražavaju u tržišnim trendovima, što je vrlo izraženo u području zaštite okoliša i zdravlja. Brzina odvijanja, raznolikost te međupovezanost okolišnih i društvenih promjena neprestano nameću nove zahtjeve poslovnom sektoru s ciljem postizanja opće održivosti (*sustainability*). Prihvatanje društvene odgovornosti kao strateškog pristupa u poslovanju omogućilo je brojnim organizacijama da od statusa u kojemu su bile „izvor problema“ dođu do statusa u kojemu su „dio rješenja problema“. Inoviranje i ponuda proizvoda i usluga za narušenu bioraznolikost i postojeću društvenu nejednakost postali su osnovni cilj društveno odgovornog poslovanja, ali ujedno i pokretačka snaga industrija visoke tehnologije (umjetna inteligencija, energetika). DOP više nije tema marketinga ili odnosa s javnošću; DOP je model stvaranja održivih proizvoda i usluga, tj. model upravljanja održivom vrijednosti. Važnost DOP-a je u integriranju 1) okolišnog, 2) društvenog i 3) financijskog aspekta poslovne djelotvornosti radi postizanja objedinjenog učinka održivosti. Cilj ovoga rada je analizirati implementacijsku osnovu DOP-a i njegov sadržaj kao koncepta jedinstvenog (integriranog) upravljanja aspektima organizacijske održivosti. Aktualnost tematike potvrđuje uvođenje dodatnih ESG kriterija uz postojeće smjernice i standarde koji zajedno imaju zadatak „uhvatiti“ stvorenu održivu vrijednost.

**Ključne riječi:** društvena odgovornost, održivost, poduzeće, vrijednost, ekоеfikasnost

**JEL klasifikacija:** Q50, L31, M14, O35

## 1. Uvod

Koncept *društveno odgovornog poslovanja* (skr. **DOP**) razvijen je kao široka platforma za rješavanje raznih međusobno povezanih socioekonomskih problema suvremenog društva. Klimatske promjene, društvene nejednakosti, energetske krize povezane s degradacijom prirodnih resursa te zdravstvene krize nisu isključivi problem civilnog društva ili samo zasebno poslovnog sektora, već se podjednako odražavaju na sve društvene subjekte. Uspješno rješavanje takvih problema, koji su od globalnog značaja, zahtijeva sinergijsko djelovanje poduzeća, države, lokalnih vlasti i nevladinog sektora. Intenzivan razvoj DOP-a od kraja 80-ih godina prošloga stoljeća omogućio je društvu i poslovnom sektoru da se zajednički suočavaju i traže rješenja za razne okolišne, energetske, zdravstvene, kulturne pa i političke krize. Broj i vremenska učestalost društvenih kriza sve su veći uz različite uzročno-posljedične rizike za poduzeća i poslovno okruženje. Kako navode Gaither, Austin i Schulz (2018.), poduzeća su primjenom DOP-a kao upravljačkog modela postala „agenti“ upravljanja društvenim promjenama. Štoviše, DOP je potvrđen i kao djelotvoran model za stvaranje pozitivnih društvenih promjena (Singh, Misra 2020; Trivedi 2021). Tako se poslovni uspjeh u konceptu DOP-a analizira kroz kvalitetu upravljanja okolišnim i društvenim rizicima (engl. *sustainability risks*), tj. u DOP-u nefinancijski aspekti poslovanja dobivaju vrijednost na razini poslovnog rezultata. Time se struktura poslovnog uspjeha s financijskog aspekta širi na nefinancijske; tj. okolišne i društvene aspekte.

Društveni (sociološki) aspekti imaju snažan utjecaj na tržišne trendove stvarajući snažnu povezanost s globalnim poslovnim tijekovima. Očekivanja suvremenih kupaca intenzitetom nadilaze ustaljene potrošačke potrebe te se sve više temelje na zahtjevima da proizvodi i usluge odražavaju okolišnu održivost, pravednost u lancu nabave i pridonose zdravlju potrošača. To je razlog zašto suvremena poduzeća uz odgovor na pitanje „Koliko je poduzeće zaradilo?“ trebaju istovremeno dati i odgovor na pitanje „Koliko je poduzeće održivo?“. Pritom je svakako najveći izazov mjeriti aspekte održivosti (okoliš, društveni učinci, zdravlje, energetska učinkovitost) – tj., izazov je kako nefinancijske aspekte održivosti izraziti kvantitativno i mjeriti njihov doprinos općoj održivosti. Menadžerski i analitički modeli koji objašnjavaju doprinose poduzeća u postizanju održivih ciljeva postali su stalnim dijelom poslovnih strategija koje se objedinjuju u konceptu DOP-a. Velik je naglasak na dionicima poduzeća

jer oni čine povratne spone između organizacije i različitih zahtjeva okruženja u kojem se odvija poslovanje. DOP podrazumijeva da poduzeća proaktivno s dionicima sudjeluju u rješavanju postojećih društvenih problema poput zelene tranzicije, siromaštva – nejednakosti, rodne diskriminacije, pravedne raspodjele bogatstva, negativne urbanizacije, nezaposlenosti mladih i usamljenosti starijih osoba. Dinamika i raznolikost društvenih promjena neprestano aktualiziraju koncept DOP-a, ne samo u pogledu primjene zelenih tehnologija u proizvodnom procesu, već i jačanja socijalne inkluzije. Poduzeća bilježe rast digitalne organizacijske strukture koju obilježava visoka razina tehnološke ekоеfikasnosti (engl. *eco-efficiency* u Omazić, Miljenović 2023). U takvim poduzećima ljudski potencijali se temelje na pripadnicima generacije *milenijalaca* i generacije „Z“ koji u osobnim stavovima zastupaju održivost u svim domenama svog života i rada. Novi izazovi poput korištenja umjetne inteligencije (engl. *AI*) došli su iz smjera digitalnih poduzeća i svojom pojavom otvorili nove dimenzije društvene odgovornosti.

U smislu održivosti najveći su izazovi upravo pred poslovnim sektorom. Poduzeća nemaju izbora oko budućih poslovnih strategija, osim onih koje zastupaju postizanje ciljeva održivog razvoja. Pred korporativnim menadžerima, inovatorima, malim i srednjim poduzetnicima je pitanje: „Kako prikazati uspjeh poduzeća na poljima održivosti?“. Tijekom posljednjeg desetljeća jasno su strukturirane temeljne smjernice i načela DOP-a s jedinstvenim ciljem: donošenje ujednačenih standarda za objavu informacija o održivosti (poput Globalne inicijative za izvještavanje; *Global Reporting Initiative* – GRI). Postalo je očito da održivost nije samo prolazni trend suvremenog društva, već okosnica u globalnom procesu „zelene tranzicije“. Radi se o potpunom prijelazu s ekonomskog rasta utemeljenog na korištenju fosilnih goriva na kružne (cirkularne) ekonomske infrastrukture uz primjenu tehnologija za smanjenje ugljikova otiska (engl. *carbon footprint* / *CO<sub>2</sub> footprint*). Ovakva tranzicija, uz očuvanje prirodnih resursa, zastupa i pravednost u društvenoj raspodjeli bogatstva, a od poduzeća zahtijeva da jasno objasne vlastiti doprinos održivosti.

Brojne zemlje nameću zakonsku obvezu poduzećima da izvještavaju o raznolikim aspektima održivosti kako bi se dobio stvarni uvid u nefinancijske učinke. Ova inicijativa prisutna je već duže vrijeme kroz npr. Pariški sporazum (Okvirna konvencija Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama). Europska unija se, osim globalno dogovorenih protokola o očuvanju klime i smanjenju

emisija negativnih stakleničkih plinova, priklonila sveeuropskom cilju da do 2050. godine njene članice postanu klimatski neutralne. „Zelene“ strategije EU-a sadrže akcijske planove u obliku direktiva i smjernica koje dolaze na obveznu primjenu svim njenim članicama. Krize održivosti izazvane epidemijom koronavirusa te značajnim geopolitičkim promjenama dodatno su nametnule zelenu tranziciju kao široko prihvaćen gospodarsko-društveni proces. Globalno prisutne energetske, prehrambene i zdravstvene krize zahtijevaju dodatnu odgovornost najvažnijih društvenih dionika. Upravo poduzeća svojom sposobnosti inoviranja, organizacijskom i tehničkom snagom te društvenim utjecajem svakako predstavljaju „ključ“ provođenja procesa zelene tranzicije.

## 2. Ključni aspekti DOP-a u procesu zelene tranzicije

Koncept DOP-a zamišljen je kao poslovni model koji s obzirom na brzinu i različitost promjena u okruženju treba omogućiti poslovnim subjektima da u kratkom vremenu prepoznaju rizike tih promjena te ih pretvore u čimbenike poslovnog uspjeha. Izazov je pritom u različitosti društvenih rizika koji su većinom nefinancijske prirode. Stoga se upravljački proces DOP-a temelji na postizanju međusobne ravnoteže između tri ključna socioekonomska aspekta: 1) financijski (novčana vrijednost), 2) okolišni (ekoefikasnost) i 3) društveni (socioefikasnost). Navedena tri aspekta osnova su upravljanja *trostrukim poslovnim rezultatom* (engl. *Triple Bottom Line*, skr. **TBL** prema Elkington 1997). Ravnoteža u modelu TBL-a omogućuje poduzećima da u procese integriraju vlastite utjecaje na okoliš i društvo. Cilj je da nefinancijski rizici u vezi s okolišem i društvenim zahtjevima postanu dio upravljačkog sustava, tj. kontrole menadžmenta, a ne da se smatraju izvanorganizacijskim parametrima od značaja za poslovanje.

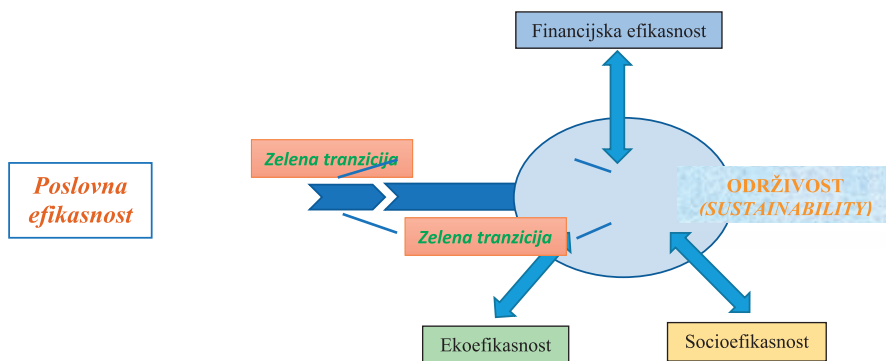
Da bi poduzeće iskazalo vlastiti doprinos općim ciljevima održivog razvoja (*Sustainable Development Goals* – SDG), nije dovoljno da opisno, tj. kvalitativno putem odnosa s javnošću ili u okviru marketinških aktivnosti iskazuju svoje ciljeve u pogledu očuvanja okoliša i društvene jednakosti, već takvi ciljevi moraju biti jasno mjerljivi, baš poput financijskih ciljeva u poslovanju. To je razlog što menadžerski pristup DOP-u zastupa utvrđivanje mjerljivih pokazatelja održivosti (*sustainability indicators*) utemeljenih na TBL-u. Da bi se prikazao doprinos pojedinog poduzeća općoj održivosti,

potrebno je utvrditi razine okolišnih i društvenih učinaka koje poduzeće ostvaruje. U tome se smislu ističu dva važna aspekta održive djelatnosti poduzeća:

1. ekološka efikasnost ili *ekoefikasnost* i
2. društvena ili *socioefikasnost*.

Ove dvije razine efikasnosti izraz su djelatnosti poduzeća u organizaciji njegovih operativnih procesa kako bi stvarala poslovne učinke u smislu nefinancijske održivosti (*sustainable business effects*). Aktivnosti i procesi poduzeća se organizacijski i tehnološki uvijek temelje na načelima efikasnosti, tj. optimalizaciji ulaznih resursa (materijali, znanje, rad, tehnologija) i maksimalnom ishodu u pogledu poslovnog rezultata (stvorenih proizvoda / usluga, prihoda, dobiti). Nepobitno je da je poslovni rezultat primarni ishod poslovanja; međutim, da bi poduzeće odražavalo rezultate u smislu načela održivosti koja se od njega zahtijevaju, financijsku je efikasnost potrebno staviti u ravnotežni odnos s navedenim nefinancijskim aspektima društvene i okolišne efikasnosti (Shema 1).

Shema 1. Aspekti poslovne održivosti u procesu zelene tranzicije



Izvor: izrada autora

Budući da zelena tranzicija podrazumijeva prijelaz na korištenje tehnoloških inovacija koje osiguravaju manje emisije štetnih plinova (dekarbonizaciju), prva okosnica takve tranzicije svakako je **ekoefikasnost**. Ekoefikasnost (engl. *eco-efficiency*) je važan operativni dio koncepta DOP-a jer podrazumijeva tehnološko optimiziranje proizvodnih procesa s ciljem da se održi ili poveća

poslovni rezultat uz smanjenje nepovoljnih učinaka na okoliš i društvo. Huppes i Ishikawa (2005) ekofikasnost smatraju „instrumentom za analizu održivosti, koji ukazuje na empirijsku povezanost ekonomske aktivnosti koja postoji između okolišnog troška ili vrijednosti i samog okolišnog učinka“. Ovakva definicija ukazuje na količinu okolišnih dobara (resursa) koje je društvo spremno razmijeniti za ekonomsku vrijednost (tzv. *trade-off* između ekonomskih aktivnosti i očuvanja prirodnih dobara). Istraživanja su pokazala da poboljšanje ekofikasnosti ima pozitivan utjecaj na operativne procese i tržišnu vrijednost poduzeća (Guenster *et al.* 2011), ali takvi utjecaji često fluktuiraju te ovise o strukturi organizacije, tj. različiti su za svako pojedino poduzeće (Broadstock *et al.* 2019). Tehničko-organizacijska obilježja različita su za pojedino poduzeće pa je stoga i definicija ekofikasnosti diversificirana, tj. različita od poduzeća do poduzeća. Koskela i Vehmas (2012) utvrđuju da je ekofikasnost poduzeća moguće utvrditi samo na temelju tzv. „korporativnih“ izvještaja o učinku na okoliš (*environmental report*) te da se ovaj pokazatelj razlikuje čak i među poduzećima unutar iste industrije. Pretpostavka je da su parametri ekofikasnosti specifični za pojedinu industriju; npr. ekofikasnost farmaceutskog sektora značajno se razlikuje od ekofikasnosti prehrambenog sektora ili od autoindustrije. Potrebno je uvažiti da unutar pojedine industrije, tj. sektora, poduzeća mogu koristiti različite tehnologije za iste proizvodne procese pa se njihova ekofikasnost individualizira i ne mora imati tzv. *benchmark* kao referentnu vrijednost. Ekofikasnost se razlikuje ovisno o veličini poduzeća te se kod pojedinih industrija, poput drvnoprerađivačke, oblikuje već u dobavnom lancu (Michelsen, Fet 2010). Time se potvrđuje glavna pretpostavka DOP-a da poduzeće postiže održivost u suradnji s glavnim dionicima; u ovom slučaju dobavljačima. Poduzeća trebaju prepoznati glavne okolišne varijable vlastite ekofikasnosti te ih optimizirati tijekom cijelog proizvodnog procesa. Pritom su modeli tzv. „*lean* menadžmenta“ od iznimne važnosti jer, baš poput koncepta ekofikasnosti, zastupaju manje korištenje resursa za ostvarenje većeg broja poslovnih učinaka. U tome smislu se pojedini koncepti menadžmenta poput *leana* i menadžmenta dobavnog lanca (Carvalho *et al.* 2017) dovode u izravnu vezu s učincima u području poslovne održivosti.

Socioefikasnost, tj. efikasnost poduzeća u stvaranju društvenih učinaka koji su značajni za održivost, sadržajno je bitno različita od ekofikasnosti. Socioefikasnost se često smatra teško mjerljivom jer se u većem dijelu

odnosi na nematerijalne odnose prema dionicima ili na sposobnost poduzeća u jačanju ljudskih potencijala. Smatra se da veću socioefikasnost imaju poduzeća koja redovito ostvaruju projekte u suradnji s lokalnom zajednicom, rade na zaštiti i povećanju radnih prava zaposlenih, poštuju etička načela poslovne prakse, zastupaju rodnu ravnopravnost te transparentnost. Društveni aspekti održivosti su mnogobrojni pa poduzeće treba jasno definirati one koji utječu na njegovu organizaciju i vrijednost koju poduzeće stvara, tj. odrediti njihovu materijalnu značajnost.

Materijalna značajnost nefinancijskih aspekata poslovanja u području okoliša i društva definira se mogućnošću njihova utjecaja na financijski rezultat. U tom se smislu ovi aspekti mogu promatrati kao poslovni rizici jer je činjenica da zanemarivanje okoliša ili nepoštivanje društvenih normi poduzeću može nanijeti značajnu reputacijsku štetu koja se u konačnici odražava na vrijednost njegovih proizvodnih marki (tzv. *brand*). Okolišni i društveni rizici redovito su izostajali na “financijskoj karti” poduzeća, a njihov utjecaj je postao toliko značajan da je u razdoblju od 2000. do 2010. godine 80 % stvorene vrijednosti globalnih poduzeća počelo ovisiti isključivo o načinu upravljanja sociookolišnim aspektima poslovanja (International Integrated Reporting Committee – IIRC 2012). Ovo je razlog da se okolišni i društveni učinci poduzeća opravdano razmatraju kao dio lanca stvaranja dodane vrijednosti proizvoda i usluga. Ipak, aspekti održivosti zbog nefinancijskih učinaka mijenjaju sadržaj stvorene vrijednosti poduzeća pa se u tom kontekstu sve češće spominje održiva dodana vrijednost (engl. *Sustainable Value Added* – SVA).

### **3. Mjerenje održive dodane vrijednosti (*Sustainable Value Added*) u konceptu DOP-a**

Održiva dodana vrijednost (engl. *Sustainable Value Added* – SVA) relativno je nov koncept vrednovanja poslovnog rezultata u svrhu održivog razvoja. Kao što je ishod tradicionalnih poslovnih modela povećanje ekonomske vrijednosti poduzeća, tako se kod DOP-a ovaj ishod definira u smislu stvorene održive vrijednosti. Održivu dodanu vrijednost u poslovnom sektoru prvi su mjerili Figge i Hahn (2004) dok je valjanost modela u mjerenju aspekata održivosti potvrđena naknadno (Miljenović 2018). Također je utvrđeno da su koncepti orijentirani na postizanje održivih učinaka, poput *ekonomije dijeljenja*, u



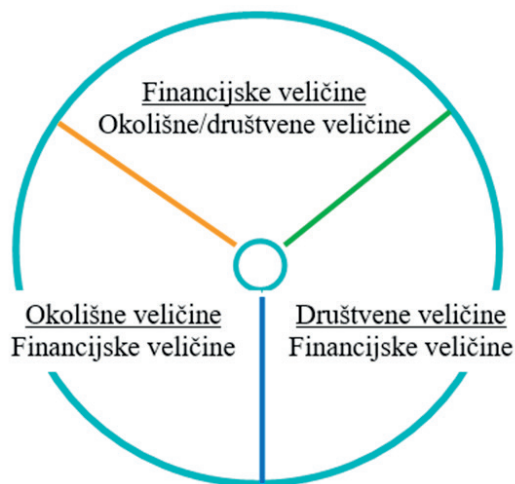
mogućnosti brže producirati SVA nego što je to slučaj kod tradicionalnih modela poslovanja i odnosa s potrošačima (Laukkanen, Tura 2020). Ključ je u integriranom pristupu DOP-a gdje se podjednako vrednuju financijski i nefinancijski rezultati poslovanja, tj. uz financijsku efikasnost potrebno je definirati i pokazatelje okolišne i društvene efikasnosti poslovanja. Logika iza primjene SVA-e je da se efikasnost poduzeća u upravljanju okolišnim i društvenim učincima pretvara u doprinose općoj održivosti. Okolišni i društveni učinci u SVA pristupu definiraju se kroz dvije grupe pokazatelja održivosti:

- 1) pokazatelji ekoefikasnosti i
- 2) pokazatelji socioefikasnosti.

Da bi poduzeća mogla formirati pokazatelje efikasnosti u području održivog poslovnog rezultata, za to moraju imati odgovarajuću informacijsku osnovu. Važna pretpostavka (i praktično načelo) je da se aspekti održive dodane vrijednosti razlikuju među pojedinim industrijama, tj. ekoefikasnost brodograditeljske industrije znatno se razlikuje od ekoefikasnosti prehrambene industrije te ih nije moguće uspoređivati.

Za mjerenje aspekata održive dodane vrijednosti u poslovanju potrebno je utvrditi informacijsku osnovu prema sadržaju trostrukog poslovnog rezultata (TBL-a) pojedinog poduzeća. Podaci trostrukog rezultata vrlo se lako mogu prilagoditi upravljačkim i informacijskim potrebama menadžmenta i dionika. Proces redovitog izvještavanja o održivosti osigurava podatke prikladne za oblikovanje pokazatelja u obliku omjera financijskih, okolišnih i društvenih rezultata. Omjeri (engl. *ratios*) predstavljaju prikladne pokazatelje za mjerenje djelotvornosti poslovanja, tj. utvrđivanja efikasnog korištenja okolišnih i društvenih resursa (ekoefikasnost i socioefikasnost). Konačni cilj navedenih pokazatelja je mjerenje aspekata koji čine SVA (pogledati shemu 1).

Shema 2. TBL kao osnova formiranja omjernih pokazatelja održivosti



Izvor: izrada autora

Omjerni pokazatelji su prikladni jer odnos *outputa* prema angažiranim *inputima* proizvodnih i prodajnih aktivnosti odražava efikasnost, kvalitetu i održivost proizvodnog procesa. Omjeri se kao pokazatelji analize trostrukog rezultata (TBL) mogu oblikovati na njegovim sadržajnim osnovama kako je prikazano shemom 2. Da bi se utvrdio doprinos poduzeća u smislu održivosti, potrebno je primijeniti načelo integracije sva tri aspekta poslovne održivosti: financijske, okolišne i društvene.

Značajan dio SVA-e oblikuje se u odnosima poduzeća s njegovim dionicima (Salvioni, Gennari 2017), a unatoč kritikama da se radi o kvalitativnom aspektu održivosti, i u tom je slučaju moguće kvantificirati određene pokazatelje socioefikasnosti (Tablica 1). Činjenica je da društveni učinci odražavaju napore poduzeća u području radnih, rodničkih prava i ljudskih prava općenito. Sve navedene društvene učinke moguće je izraziti kvantitativno i mjeriti njihov udio u društvenoj održivosti ako poduzeća redovito izvještavaju o tim aspektima društvene odgovornosti.

Tablica 1. Primjeri pokazatelja za mjerenje pojedinih aspekata DOP-a

OKOLIŠNI ASPEKTI		
$\frac{\text{GHG emisije (t)}}{\text{Prihod od prodaje}}$	$\frac{\text{Utrošena energija (kWh)*}}{\text{Prihod od prodaje}}$	$\frac{\text{Energija iz obnovljivih izvora}}{\sum \text{utrošena energija}}$
$\frac{\text{Potrošnja vode (m}^3\text{)}}{\text{Obujam proizvodnje (Q)}}$	$\frac{\text{Reciklirana voda (m}^3\text{)}}{\sum \text{potrošnja vode (m}^3\text{)}}$	$\frac{\text{Reciklirani materijal (t)}}{\sum \text{ukupno korišten materijal (t)}}$
$\frac{\text{Reciklirani otpad (t)}}{\sum \text{ukupni otpad (t)}}$	$\frac{\text{Kapitalni izdaci}}{\sum \text{GHG emisije}}$	$\frac{\text{Proizvodi s ekološkom etiketom}}{\sum \text{broj proizvoda}}$
DRUŠTVENI ASPEKTI		
$\frac{\text{Projekti u suradnji sa zajednicom}}{\sum \text{broj projekata}}$	$\frac{\text{Broj ozljeda na radu}}{\sum \text{broj djelatnika}}$	$\frac{\text{Broj žena}}{\sum \text{broj djelatnika}}$
$\frac{\sum \text{sati obuke/obrazovanja}}{\sum \text{broj djelatnika}}$	$\frac{\text{Broj ozljeda na radu}}{\sum \text{broj djelatnika}}$	$\frac{\text{Donirana sredstva}}{\sum \text{prihodi}}$
FINANCIJSKI ASPEKTI		
$\frac{\text{Trošak energije}}{\sum \text{trošak proizvodnje}}$	$\frac{\text{Izdaci za stipendije}}{\sum \text{izdaci za obrazovanje}}$	$\frac{\text{Kapitalni izdaci za eko - projekte}}{\sum \text{kapitalni izdaci}}$
$\frac{\text{Trošak vode}}{\sum \text{troškovi proizvodnje}}$	$\frac{\sum \text{Prihod}}{\text{GHG emisije}}$	$\frac{\text{Ulaganje u obnovljive izvore energije}}{\sum \text{Prihod od prodaje energije}}$

\*kao mjerna jedinica utrošene energije može se upotrijebiti džul (J), kilovat sat (kWh) ili megavat sat (MWh)

Izvor: izrada autora

Tablicom 1 prikazane su samo neke od mogućnosti kombiniranja financijskih, okolišnih i društvenih vrijednosti u obliku pokazatelja trostrukog rezultata. Cilj je navedenim pokazateljima što detaljnije objasniti sadržaj SVA-e pojedinog poduzeća. Ovakav pristup je koristan u uvjetima kada se DOP razmatra i kroz ESG kriterije koje nameće EU svojim direktivama i standardima (npr. Direktiva EU u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti – CSRD i Uredba o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga – SFDR). Cilj inicijativa EU-a u ovom području upravo je „otkrivanje“ doprinosa koje poduzeća imaju u procesu održivog razvoja i zelene tranzicije, što je moguće ostvariti samo mjerenjem okolišnih i društvenih učinaka u poslovanju. Da bi se to postiglo, poduzeća će imati obvezu izvještavanja o aspektima održive dodane vrijednosti kroz tzv. „ESG kriterije“. Konačni cilj svakako je uspostava standardiziranog okvira pokazatelja o održivosti za poduzeća koja djeluju na području EU-a (tzv. „Europski standardi izvješćivanja o održivosti – ESRS“).

Pokazatelji se ovim pristupom oblikuju prema legislativnim kriterijima EU-a za obveznike izrade izvješća o održivosti. Svrha navedenih pokazatelja je mjeriti održivu dodanu vrijednost koju poduzeća stvaraju (ili uništavaju) sukladno postavljenim ciljevima EU-a u području održivog razvoja. Pokazatelji održivosti trebaju omogućiti poduzećima da lakše analiziraju i planiraju nefinancijske aspekte poslovnog uspjeha, što je sukladno konceptu DOP-a. Diversifikacija pokazatelja održivosti između ekološkog i društvenog aspekta održive dodane vrijednosti svakako će omogućiti korporativnom sektoru da se u narednom razdoblju uspješno nosi s ključnim pitanjima energetske oskudnosti, zdravlja potrošača i zajednice te pravednije društvene raspodjele.

## 5. Zaključak

Suvremena poduzeća više nego ikada analiziraju tzv. „nefinancijske aspekte poslovanja“ koji podrazumijevaju njihove utjecaje na okoliš, javno zdravlje i socijalnu pravednost. Okolišni učinci i doprinos poduzeća društvenoj vrijednosti postali su dio poslovnog rezultata s istom važnosti kao financijski prihodi ili rashodi. U suvremenom društvu je jasno da bez osviještenosti poslovnog sektora o nužnosti upravljanja održivošću (*sustainable management*) više nije moguće biti konkurentan na globalnom tržištu. Uspješna poduzeća postaju ona koja svojim proizvodima ili uslugama istovremeno mogu osigurati: 1) zadovoljenje potrošača u sadašnjem trenutku i 2) odgovoriti na potrebe sutrašnjice u smislu ekološke, resursne inovativnosti, društvenog razvoja i pravednosti.

Primjenom modela DOP-a poduzećima se olakšava utvrđivanje vlastitih utjecaja u području održivosti kako unutar organizacije tako i u pogledu zahtjeva koji pred poduzeća dolaze s razine okolišne i društvene osviještenosti. Uspjeh u području održivog razvoja veliki je izazov za svaku organizaciju. Pravilnom implementacijom koncepta DOP-a poduzeća dobivaju potencijal da vlastite inovacije u vezi s okolišnom i društvenom održivošću pretoče u proizvode koji integriraju tržišnu, okolišnu i društvenu vrijednost. Sukladno tome nameću se i novi oblici mjerenja poslovnog uspjeha pa je održiva dodana vrijednost (SVA) koncept koji je potreban u poslovanju utemeljenom na održivom razvoju. SVA i prateći pokazatelji ekološke i socijalne efikasnosti polaze od načela integracije financijske i nefinancijske djelotvornosti. SVA mjeri i okolišne te društvene učinke poslovanja koji nemaju financijsko-

kvantitativnu formu, ali su od podjednake važnosti za šire društvo i dioničare poduzeća.

Smisao koncepta DOP-a je da poduzeća proaktivno prepoznaju potrebe društva koje nadilaze tzv. “profitnu” osnovu te prikladno odgovore na aktualne društvene zahtjeve. Poimanje održivosti u poslovanju preraslo je okolišne varijable te je obuhvatilo probleme socijalnih nejednakosti, javnog zdravlja, rodne neravnopravnosti, razvoja umjetne inteligencije pa i geopolitičkih utjecaja. Svi ovi utjecaji mogu imati široki odraz na financijsku održivost poduzeća pa se DOP javlja kao strateška platforma upravljanja nefinancijskim rizicima u poslovanju. Primjenom modela DOP-a poduzeća su dobila priliku da se razviju u društvene subjekte od najvećeg značaja za rješavanje suvremenih društvenih i ekonomskih pitanja te da u procesu zelene tranzicije osiguraju stvaranje održive dodane vrijednosti.

## LITERATURA

Broadstock, D. C., Managi, S., Matousek, R., Tzeremes, N. G. (2019) Does doing “good” always translate into doing “well”? An eco-efficiency perspective, *Business Strategy and the Environment*, 28(6), str. 1199–1217.

Carvalho, H., Govindan, K., Azevedo, S. G., Cruz-Machado, V. (2017) Modelling green and lean supply chains: An eco-efficiency perspective, *Resources, Conservation and Recycling*, Vol. 120, str. 75–87.

Elkington, J. (1997) *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21<sup>st</sup> Century Business*, Oxford: Capstone Publishing Limited, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.5860/choice.36-3997>>, [pristupljeno 5. 3. 2023.].

Figge, F., Hahn, T. (2004) Sustainable Value Added: measuring corporate contributions to sustainability beyond eco-efficiency, *Ecological Economics*, 48(2), str. 173–187.

Gaither, B. M., Austin, L., Schulz, M. (2018) Delineating CSR and social change: Querying corporations as actors for social good, *Public Relations Inquiry*, 7(1), str. 45–61., <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1177/2046147X17743544>>, [pristupljeno 7. 3. 2023.].

Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J., Koedijk, K. (2011) The economic value of corporate eco-efficiency, *European financial management*, 17(4), 679–704.

Huppes, G., Ishikawa, M. (2005) A framework for quantified eco-efficiency analysis, *Journal of industrial ecology*, 9(4), str. 25–41.

International Integrated Reporting Committee – IIRC (2012) *Towards Integrated Reporting – Communicating Value in the 21<sup>st</sup> Century*, London: IIRC.

Koskela, M., Vehmas, J. (2012) Defining eco-efficiency: A case study on the Finnish forest industry, *Business strategy and the environment*, 21(8), str. 546–566.

Laukkanen, M., Tura, N. (2020) The potential of sharing economy business models for sustainable value creation, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 253, 120004, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120004>>, [pristupljeno: 7. 3. 2023.].

Michelsen, O., Fet, A. M. (2010) Using eco-efficiency in sustainable supply chain management; a case study of furniture production, *Clean Technologies and Environmental Policy*, Vol. 12, str. 561–570.

Miljenović, D. (2018) Testing sustainable value added as an integrative measure of business sustainability, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu / Proceedings of Rijeka Faculty of Economics: Journal of Economics and Business*, 36 (1), str. 155–181.

Omazić, M. A., Miljenović, D. (2023) Eco-sustainability Innovations Performance Measurement, *Encyclopedia of Sustainable Management*, Idowu, S., Schmidpeter, R., Capaldi, N., Zu, L., Del Baldo, M., Abreu, R. (ur.). Cham: Springer.

Salvioni, D. M., Gennari, F. (2017) CSR, Sustainable Value Creation and Shareholder Relations, *Symphonya. Emerging Issues in Management*, No. 1, 36–49., <raspoloživo na: 10.4468/2017.1.04salvioni.gennari>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].

Singh, K., Misra, M. (2020) How to bring positive societal change through Corporate Social Responsibility (CSR)? Modeling the social responsible enablers using ISM-MICMAC, 2020 IEEE *Technology & Engineering Management Conference (TEMSCON)*, Novi, MI, USA, str. 1–6., <raspoloživo na: 10.1109/TEMSCON47658.2020.9140095>, [pristupljeno 15. 3. 2023.].

Trivedi, N. (2021) The Social Change and CSR practice, *RESEARCH REVIEW International Journal of Multidisciplinary*, 6(6), str. 39–41.

## SOCIALLY RESPONSIBLE BUSINESS AND CREATION OF SUSTAINABLE VALUE

### **Abstract**

The concept of socially responsible business (CSR) enables organizations to proactively perceive aspects of socioeconomic change and make them a functional part of their own business model. The goal of CSR is to facilitate the management of change at the organizational level and to recognize its sociological impact reflected in market trends, which is very pronounced in the field of environmental and health protection. The speed of development, the diversity and the interconnectedness of environmental and social changes are constantly placing new demands on the business sector aiming to achieve overall sustainability. Adopting social responsibility as a strategic approach in business has enabled many organizations to move from the status of „the source of the problem“ to the status of „being part of the solution to the problem.“ Innovating and offering products and services for damaged biodiversity and existing social inequality have become the fundamental goal of socially responsible business, as well as the driving force of high-tech industries (artificial intelligence, energy). CSR is no longer just a marketing or public relations issue; CSR is a model for creating sustainable products and services, i.e., a model for sustainable value management. The importance of CSR lies in the integration of 1) environmental, 2) social, and 3) financial aspects of business efficiency to achieve a unified impact of sustainability. The aim of this paper is to analyze the implementation basis of CSR and its content as a concept of unique (integrated) management of aspects of organizational sustainability. The timeliness of the topic is confirmed by the introduction of additional ESG criteria to complement the existing guidelines and standards, which together have the task of «capturing» the sustainable value created.

**Keywords:** social responsibility, sustainability, enterprise, value, eco-efficiency

**JEL classification:** Q50, L31, M14, O35

**Dejan Miljenović**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
dejan.miljenovic@efri.hr, ORCID 0000-0002-3644-6077

**Josip Čičak**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
josip.cicak@efri.hr, ORCID 0000-0001-6090-7278

## IZVJEŠTAVANJE O ODRŽIVOSTI – SADRŽAJI I AKTUALNE SMJERNICE EUROPSKE UNIJE

### **Sažetak**

U suvremenom poslovanju pitanja zaštite okoliša i društvene odgovornosti postala su važni čimbenici tržišnog uspjeha. Globalno je sveprisutan naglasak na *održivosti* zbog čega informacije o okolišnim i društvenim aspektima rada gospodarskih subjekata imaju širu društvenu upotrebu. Sve je veći broj korisnika informacija o održivosti izvan poduzeća pa raste potražnja za takvim informacijama kao i nastojanja da se nefinancijski učinci u poslovanju interpretiraju na odgovarajući način. Razlozi izrade izvještaja o održivosti raznoliki su kao i njihovi korisnici (menadžeri, dobavljači, zaposlenici, potrošači, javnost općenito), a namjena izvještaja je prije svega odgovoriti na informacijske potrebe korisnika. Izvještavanjem o aspektima održivosti prvenstveno se žele omogućiti analize okolišnih i društvenih rizika u poslovanju. To znači da kvaliteta informacija o održivosti treba odgovarati onoj koju se susreće u domeni redovnog financijskog izvještavanja. U praksi je veliki broj međunarodnih standarda, direktiva Europske unije te nacionalnih zakona koji promiču i postepeno uvode obvezu izvještavanja o održivosti. Takvo izvještavanje u osnovi objedinjuje (integrira) financijske, okolišne i društvene informacije u vezi s poslovnim aktivnostima. U ovome se radu objašnjavaju svrha takvog izvještavanja, osnovni sadržaj i važeća regulativa u području izvještavanja o održivosti.

**Ključne riječi:** izvještavanje, održivost, standardi nefinancijskog izvještavanja, zakonodavni okvir

**JEL klasifikacija:** Q56, M40



## 1. Uvod

Izveštavanje o održivosti prošlo je dug put od 1984. godine i Freemanove „stakeholderske“ teorije. Stav da dionike o poduzeću zanimaju i drugačije informacije osim financijskih dobio je konkretan odraz u obliku nefinancijskog izveštavanja koje je danas propisano u raznim regulativama. Ovim radom prikazana je regulativa Europske unije u području izveštavanja o održivosti te se drugi dio rada odnosi na europske i nacionalne legislativne okvire za izveštavanje o održivosti, a treći dio rada sadrži pregled Uredbe o EU taksonomiji (Uredba EU 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja). EU taksonomija je sustav klasificiranja za ekološki održive gospodarske djelatnosti kako bi se prema održivosti usmjerila dodatna ulaganja te lakše i brže postigli ciljevi održivosti.

Nadalje, relevantnost ove teme ogleđa se i u tome što će nadolazeći *Europski standardi izveštavanja o održivosti* unijeti nove zahtjeve za izveštavanjem u ovome području, što se pomnije opisuje u trećemu dijelu rada. Četvrti dio rada opisuje integrirano izveštavanje prema okviru za integrirano izveštavanje (*IR Framework 2021*) koji je kao relevantan za izveštavanje o održivosti prihvatila IFRS Foundation te valja očekivati veliku primjenu ovoga okvira kod obveznika primjene Međunarodnih standarda financijskog izveštavanja. U petome dijelu rada daju se zaključna razmatranja i prijedlozi za buduća istraživanja.

## 2. Europski i nacionalni legislativni okviri za izveštavanje o održivosti

Izveštavanje o aspektima poslovne održivosti u EU-u dodatno je aktualizirano najavom široke legislativne platforme u smislu primjene ESG načela (*environment – social – governance*) u poduzećima te financijskom sektoru. Iako je izveštavanje o održivosti već otprije prisutno u poslovnim praksama, s posljednjim direktivama EU-a dodatno je naglašena potreba standardizacije izveštaja i pokazatelja održivosti. Istovremeno je s povećanjem gospodarskih aktivnosti utemeljenih na zelenoj tranziciji naglasak stavljen na veću transparentnost izveštavanja o održivosti u financijskom sektoru. Kako bi se dobila veća preglednost sadržaja tzv. *zelenih investicija*, 29. prosinca 2019. godine na snagu je stupila EU Uredba 2019/2088 o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (poznatija pod nazivom **SFDR** –

*Sustainable Finance Disclosure Regulation*). Postepena primjena ove uredbe započinje od ožujka 2021. godine sve do potpune primjene za subjekte/obveznike na financijskom tržištu u 2023. godini. Cilj navedene uredbe je regulirati pouzdanost i točnost sadržaja financijskih proizvoda i usluga koji na tržištu nose pridjeve *zeleni* ili *održivi*, spriječiti zloupotrebe koje se javljaju kroz tzv. „*greenwashing*“ te povećati vidljivost investicijskih sadržaja u vezi s problematikom održivosti. Time se sudionici na financijskom tržištu obvezuju na dodatno izvještavanje u raznim aspektima održivosti i učincima koje njihovi proizvodi i usluge imaju na društvo i okoliš. SFDR uredba time nastoji zaštititi potrošače kao krajnje ulagače na način da im se osiguraju potpune informacije o doprinosima održivosti kada ulažu u pojedine financijske proizvode ili usluge na tržištu EU-a. Ovime se jasno definira proces zelene tranzicije naznačen u *Europskome zelenom planu* (EGD) koji se temelji na održivijim tehnologijama i gospodarskim aktivnostima te procesima održivog financiranja.

Kako bi se postigla sinergija između korporativnog i financijskog sektora u postizanju jasnih učinaka održivog razvoja, Europska unija je 14. prosinca 2022. godine donijela Direktivu (EU) 2022/2464 u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD).<sup>15</sup> Ova direktiva zamjenjuje prethodnu NFRD direktivu o sadržaju i obveznicima nefinancijskog izvještavanja (*Non-Financial Reporting Directive*). Trenutno u poslovnoj praksi poduzeća podatke o održivosti objavljuju neujednačeno, tj. u obliku različitih izvještajnih formi. Tako su *integrirano izvještavanje, nefinancijsko izvještavanje, izvještaj o održivom razvoju, okolišni ili društveni izvještaj* nazivi koji su prisutni za izvještavanje poduzeća o aspektima održivosti ili u području tzv. „trostrukog poslovnog rezultata“ (*Triple Bottom Line Reporting* – TBL). Kako bi se izbjegla takva diversifikacija izvještaja o održivosti, EU navedenom CSRD direktivom želi uspostaviti jedinstveni okvir za izvještavanje te obvezati poduzeća da redovito objavljuju pouzdane i usporedive podatke o vlastitom doprinosu održivosti. CSRD definira opseg obveznika izvještavanja o održivosti kroz tri kriterija:

- 1) neto prihod (40 milijuna €)
- 2) ukupna bilanca (20 milijuna €)

---

<sup>15</sup> Zamjenjuje prethodnu Direktivu 2014/95/EU u pogledu objavljivanja nefinancijskih informacija i informacija o raznolikosti određenih velikih poduzeća i grupa (engl. *Non-Financial Reporting Directive* – NFRD).

3) prosječan broj zaposlenih (250 i više).

Navedeni kriteriji potencijalno obuhvaćaju preko 60 tisuća poduzeća u članicama EU-a što je značajan organizacijski i legislativni izazov. Izazovi su i pred revizorskom profesijom jer se CSRD direktivom predviđa provjera točnosti informacija o održivosti upravo od strane neovisnog procjenitelja, tj. revizora. Cilj europskih smjernica je i u ovome dijelu, kao i kod financijskog izvještavanja, davanje mišljenja s ograničenim uvjerenjem u vezi s podacima o održivosti.

Da bi podaci o održivosti bili usporedivi među različitim poduzećima i industrijskim sektorima, Europska savjetodavna skupina za financijsko izvještavanje (EFRAG) planira izvještavanje o održivosti poduzeća provoditi prema *Europskim standardima izvješćivanja o održivosti (European Sustainability Reporting Standards – ESRS)*.

ESRS standardi će sadržavati pokazatelje okolišnih, društvenih i upravljačkih rizika te s njima povezanih postupanja obveznika izvještavanja. Cilj ESRS-a je smanjiti razlike u izvještavanju između izvještajnih obveznika na način da njihov sadržaj bude utemeljen na postojećim standardima poput GRI-ja (*Global Reporting Initiative – Globalna inicijativa za izvještavanje*) ili *AccountAbility* standarda izvještavanja o održivosti. ESRS standardi se kao sustav pokazatelja sastoje od struktura ESRS-a koji se sastoji od pet kategorija:

- 1) međusektorski standardi
- 2) tematski sektorski standardi (za okolišne, društvene i upravljačke teme)
- 3) sektorski specifični standardi
- 4) standardi za male i srednje subjekte (SME) i
- 5) standardi za poduzeća izvan EU-a.

Radi nastojanja da se ESRS standardi u praksi primijene već tijekom 2024. godine, među trgovačkim društvima koja imaju obvezu izvještavanja o održivosti isti su trebali biti doneseni tijekom prosinca 2023. godine. Međutim, EFRAG je radi usklađivanja pokazatelja održivosti po djelatnostima (sektorima) usvajanje prijedloga ovih standarda odgodio do lipnja 2023. godine. Time bi se ESRS pokazatelji koristili već u izvještajima koji se odnose na izvještajno razdoblje za 2024. godinu.

CSRD direktiva i SFDR uredba imaju legislativni učinak koji se u zemlje članice „spušta“, tj. daje na pravnu snagu kroz nacionalne zakone. Tako je u vezi s primjenom Uredbe SFDR u Republici Hrvatskoj donesen 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 70/21). U pogledu obveza trgovačkih društava o objavi podataka ESG spektra, a sukladno CSRD Direktivi i prethodnoj NFRD direktivi, u Republici Hrvatskoj je ta obveza propisana Zakonom o računovodstvu (NN 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20, 114/22). ZOR jasno propisuje obvezu upravljanja i izvještavanja o okolišnim i društvenim rizicima sukladno čl. 21. toga Zakona koji navodi:

„Poduzetnik je dužan zajedno s godišnjim financijskim izvještajima izraditi izvješće posloводства... koje mora sadržavati istinit i fer prikaz razvoja i rezultata poslovanja poduzetnika i njegova položaja, zajedno s opisom glavnih rizika i neizvjesnosti s kojima se on suočava. Prikaz mora biti uravnotežena i sveobuhvatna analiza razvoja i rezultata poslovanja poduzetnika i njegova položaja ... analiza mora uključivati financijske pokazatelje te, ako je to primjereno, nefinancijske pokazatelje koji su relevantni za određeno poslovanje koji obuhvaćaju i informacije o zaštiti okoliša i radnicima.“

Članak 21.a istog Zakona jasno propisuje obveznike nefinancijskog izvještavanja:

„Veliki poduzetnici koji su subjekti od javnog interesa i koji na datum bilance prelaze kriterij prosječnog broja od 500 radnika tijekom prethodne poslovne godine u svoje izvješće posloводства uključuju nefinancijsko izvješće koje sadržava informacije u mjeri nužnoj za razumijevanje razvoja, poslovnih rezultata i položaja poduzetnika te učinka njegovih aktivnosti koje se odnose najmanje na okolišna, socijalna i kadrovska pitanja, poštovanje ljudskih prava, borbu protiv korupcije i pitanja u vezi s podmićivanjem...“

Zakonskim propisivanjem poduzeća od javnog interesa kao obveznika ESG izvještavanja ciljana interesna skupina širi se i na javna poduzeća u Republici Hrvatskoj, što je sukladno Odluci Vlade o pravnim osobama od posebnog interesa za Republiku Hrvatsku (NN 147/2021). Paralelno je Europska unija ključne aspekte navedenih uredbi i direktiva regulirala Uredbom o EU taksonomiji koja jasno definira potreban opseg okolišnih i društvenih

aktivnosti da bi se pojedine gospodarske djelatnosti smatrale prihvatljivima u postizanju ciljeva održivog razvoja.

### 3. EU taksonomija i dinamika uvođenja obveznog izvještavanja o održivosti

Kako bi lakše definirala sadržaj održivih ulaganja, Europska unija je donijela tzv. „Uredbu o EU taksonomiji“ (Uredba (EU) 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja). EU taksonomija je sustav klasificiranja za okolišno održive gospodarske djelatnosti kako bi se prema njima usmjerila dodatna zelena ulaganja te lakše i brže postigli ciljevi održivosti. Navedena uredba propisuje da je neka gospodarska djelatnost taksonomski usklađena ako:

- 1) znatno doprinosi barem jednom od šest okolišnih ciljeva: *ublažavanje klimatskih promjena, prilagodba klimatskim promjenama, održiva uporaba i zaštita vodnih i morskih resursa, prijelaz na kružno gospodarstvo, sprečavanje i kontrola onečišćenja te zaštita i obnova bioraznolikosti i ekosustava*
2. ne šteti bitno nijednom od preostalih okolišnih ciljeva
3. provodi se u skladu s minimalnim zaštitnim mjerama (usklađenost s načelima i dokumentima međunarodnih organizacija) i
4. usklađena je s kriterijima tehničke provjere koje je donijela Europska komisija.

Uredba o taksonomiji predstavlja sustav klasifikacije, tj. utvrđivanja gospodarskih djelatnosti s jasnim doprinosom zaštiti okoliša i održivosti kako bi se u takve djelatnosti dodatno usmjerile zelene investicije i time brže postigli ciljevi održivosti. Obveznici izvješćivanja o taksonomiji su poduzeća koja zadovoljavaju kriterije prema NFRD-u (sada CFRD-u), dakle velika poduzeća koja su subjekti od javnog interesa te u prosjeku imaju više od 500 zaposlenih (konsolidirano, tj. na razini poslovne grupe). Taksonomija je vrlo precizna pa definira obvezu poduzeća o izvještavanju o udjelu prihoda i kapitalnih i operativnih troškova povezanih s aktivnostima od utjecaja na okolišnu održivost.

Vidljivo je da se i Uredbom o taksonomiji usklađuju zahtjevi za izvješćivanjem iz CSRD-a i ESRS-ova te da zajedno čine primjenjivu platformu mjerenja doprinosa procesu zelene tranzicije na razini EU-a, ali i šire. Strateški cilj

platforme navedenih direktiva i uredbi EU-a svakako je financijsko poticanje održivog rasta u korporativnom i financijskom sektoru zemalja članica. Da bi se moglo pratiti željene ishode u prijelazu na zeleno (održivo) gospodarstvo, nužno je da podaci o okolišnom i društvenom otisku poduzeća budu javno dostupni. Novi prošireni CSRD zahtjevi i prateća taksonomija prilagođeni su trgovačkim društvima s obzirom na njihovu veličinu što im pruža odgovarajuće prijelazno razdoblje pripreme za izvješćivanje o održivosti (Tablica 1). Dok ne dođe do usvajanja ESRS-a u lipnju 2023., poduzeća bi radi vlastite pripreme postojeće CSR i ESG izvještaje trebala samoinicijativno uskladiti s međunarodnim okvirima i standardima izvještavanja o održivosti, prvenstveno s GRI sadržajima. Razlog je što GRI standardi izvještavanja sadrže više od 175 sektorskih pokazatelja koji odgovaraju sadržaju CSRD-a i nadolazećih ESRS-a u ključnim domenama održivosti (financijski rezultati, okolišni učinci, socijalna prava, ljudska prava i čimbenici održivog korporativnog upravljanja).

Tablica 1. Međudjelovanje postojećih EU regulativa izvještavanja o održivosti u praksi

SFRD	Uredba o taksonomiji (TR)	SFRD	CSRD, TR	CSRD (Big Enterprises)	CSRD (Small and Medium Enterprises)	CSRD (podružnice iz trećih država)
Ograničena primjena. Sudionici objavljuju tzv. PAI izvještaje ( <i>Principal Adverse Impact</i> )	Obveznici nefinancijskog izvještavanja objavljuju udio imovine/ djelatnosti koji se smatraju taksonomski prihvatljivim za utjecaj na klim. promjene	Svi subjekti na financijskom tržištu počinju sa KPI prema TR. Počinje puna primjena SFDR do 30.6.2023.	Počinje primjena za velika poduzeća (izvješćivanje u 2025. za 2024.) - Kriterij javnog interesa i > 500 zaposlenih	Primjena na sve velike poduzetnike (izvješćivanje u 2026. o podacima za 2025.) Novi kriteriji: 1. vr. bilance 2. neto prihod 3. Ø zaposlenih	Primjena na male i srednje poduzetnike (izvješćivanje u 2027. o podacima za 2026.)	Primjena na poduzetnike iz trećih država (izvješćivanje u 2029. za 2028.)
2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2028.

SFDR - *Sustainable Finance Disclosure Regulation*  
 CSRD - *Corporate Sustainability Reporting Directive*

Izvor: izrada autora

U dinamici primjene direktiva EU-a o „zelenom“ izvještavanju CSRD je okosnica u praksi budućeg izvještavanja o održivosti od strane poduzeća. CSRD obvezuje velika poduzeća te mala i srednja poduzeća (MSP-ove) koji kotiraju na burzi da kroz godišnje izvještaje javno „komuniciraju i diskutiraju“ o relevantnim okolišnim i društvenim pitanjima održivosti.

Pravila o izvještavanju o održivosti primjenjivat će se na sva velika **poduzeća** i na sva **društva uvrštena** na uređena tržišta, osim uvrštenih mikropoduzeća. Matična društva su odgovorna za pouzdanost informacija njihovih podružnica, tj. društava kćeri. Konačni ishod primjene CSRD-a je da se obveza izvještavanja proširi i na **uvrštena MSP-ove** te na podružnice poduzeća iz trećih država. Tako će za poduzeća koja nisu osnovana u članicama EU-a obveza izvještavanja o održivosti ovisiti o ispunjavanju kriterija da u EU-u ostvaruju 150 milijuna eura neto prihoda te da imaju barem jedno društvo kćer ili podružnicu u EU-u koji premašuju navedeni iznos neto prihoda.

#### 4. Integrirano izvještavanje – *IR Framework*

Integrirano izvještavanje je koncept izvještavanja koji spaja financijske i nefinancijske informacije u jedno izvješće, a takvo izvješće poznato je pod nazivom integrirano izvješće. Okvir takvog izvještavanja predstavlja *International <IR> Framework* (IFRS Foundation 2022) koji je posljednji put revidiran i dorađen 2021. godine. Prethodno je važeća bila verzija *International <IR> Framework* iz 2013. godine (IIRC 2013).

##### ***International <IR> Framework (IFRS Foundation 2022.)***

Međunarodno vijeće za integrirano izvješćivanje (IIRC) izdalo je *IR Framework* 2013. godine koji se temelji na načelima i služi kao smjernica za prezentaciju financijskih i nefinancijskih informacija u jednom dokumentu, prvenstveno namijenjenom privatnom sektoru. Međutim, mogu ga primijeniti i druge vrste organizacija kako u realnom tako i u javnom sektoru. Primarna svrha integriranog izvješća je objasniti pružateljima kapitala i kreditorima kako organizacija stvara vrijednost tijekom vremena i može imati koristi za sve dionike (IIRC 2013). Nedavno je IIRC objavio reviziju *IR Frameworka* iz 2013. godine kako bi se omogućilo izvješćivanje koje je korisnije za donošenje odluka od dotad postojećeg. Svrha *IR Frameworka* je definiranje temeljnih koncepata, načela i elemenata sadržaja koji diktiraju ukupnim sadržajem integriranog izvješća. Okvir se temelji na tri temeljna koncepta:

- 1) stvaranje vrijednosti za izvještajni subjekt i za druge
- 2) kapital o kojem treba izvijestiti
- 3) proces stvaranja vrijednosti.

Načela koja određuju pripremu integriranog izvješća u *IR Frameworku* (2021) su nepromijenjena, kao i u *IR Frameworku* iz 2013. godine, a prikazana su i opisana u nastavku:

1. **Strateški fokus i orijentacija na budućnost:** integrirano izvješće trebalo bi pružiti uvid u strategiju organizacije i kako je ona povezana sa sposobnošću organizacije da stvara vrijednost u kratkom, srednjem i dugom roku te s njezinom uporabom i učincima na kapital.
2. **Povezanost informacija:** integrirano izvješće trebalo bi pokazati holističku sliku kombinacije, međusobne povezanosti i ovisnosti između čimbenika koji utječu na sposobnost organizacije da stvara vrijednost tijekom vremena.
3. **Veze među dionicima:** integrirano izvješće trebalo bi pružiti uvid u prirodu i kvalitetu odnosa organizacije s njezinim ključnim dionicima uključujući kako i u kojoj mjeri organizacija razumije, uzima u obzir i odgovara na njihove legitimne potrebe i interese.
4. **Značajnost:** integrirano izvješće trebalo bi otkriti informacije o stvarima koje bitno utječu na sposobnost organizacije da stvori vrijednost tijekom kratkog, srednjeg i dugoročnog razdoblja.
5. **Konciznost:** integrirano izvješće treba biti sažeto.
6. **Pouzdanost i cjelovitost:** integrirano izvješće treba uključivati sva materijalna pitanja, i pozitivna i negativna, na uravnotežen način i bez materijalnih pogrešaka.
7. **Dosljednost i usporedivost:** informacije u integriranom izvješću trebaju biti predstavljene: (a) na osnovi koja je dosljedna tijekom vremena i (b) na način koji omogućuje usporedbu s drugim organizacijama u mjeri u kojoj je to bitno za sposobnost organizacije da stvara vrijednost tijekom vremena.

Ova načela provode se pojedinačno i skupno s glavnom svrhom pripreme cjelovitog izvješća određene organizacije. Integrirana izvješća sadrže osam elemenata sadržaja (IIRC 2013):

1. **Pregled organizacije i vanjsko okruženje:** Što organizacija radi i pod kojim okolnostima djeluje?
2. **Upravljanje:** Kako struktura upravljanja organizacijom podržava njezinu sposobnost stvaranja vrijednosti u kratkom, srednjem i dugoročnom razdoblju?
3. **Poslovni model:** Što je poslovni model organizacije?



4. **Rizici i prilike:** *Koji su specifični rizici i prilike koji utječu na sposobnost organizacije da stvori vrijednost tijekom kratkog, srednjeg i dugoročnog razdoblja i kako se organizacija nosi s njima?*
5. **Strategija i raspodjela resursa:** *Kamo organizacija želi ići i kako to namjerava postići?*
6. **Izvedba:** *U kojoj je mjeri organizacija postigla svoje strateške ciljeve za razdoblje i koji su njeni rezultati u smislu učinaka na kapital?*
7. **Izgleđi:** *S kojim izazovima i neizvjesnostima će se organizacija vjerojatno susresti u provođenju svoje strategije i koje su potencijalne implikacije na njezin poslovni model i buduće rezultate?*
8. **Osnova prezentacije:** *Kako organizacija određuje koje će se stvari uključiti u integrirano izvješće i kako se te stvari kvantificiraju ili ocjenjuju?*

Struktura i redoslijed izvješća nisu propisani i elementi sadržaja mogu služiti samo kao standardna struktura, a svaka organizacija može pripremiti popis elemenata sadržaja na način koji smatra najprikladnijim. Budući da je IFRS Foundation koja izdaje *Međunarodne standarde financijskog izvještavanja* prihvatila *IR Framework* kao naputak za izvještavanje o održivosti, može se očekivati da će upravo ovaj okvir sve više primjenjivati obveznici *Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja*.

## 5. Zaključak

Izveštavanje o održivosti odavno je prestalo biti novina. Prvi izvještaji podrazumijevali su dobrovoljnu primjenu smjernica o izvještavanju te su se među poduzećima u Hrvatskoj i okruženju najčešće primjenjivali GRI standardi. Hrvatska poduzeća koja su po definiciji veliki poduzetnici te subjekti od javnog interesa i poduzetnici koji na datum bilance prelaze kriterij prosječnog broja od 500 zaposlenih dužni su izraditi i objaviti nefinancijsko izvješće.

Obveza primjene nefinancijskog izvještavanja u Hrvatskoj za navedene je subjekte uvedena Zakonom o računovodstvu 2016. godine s primjenom na izvještajna razdoblja koja počinju nakon 1. siječnja 2017. godine. Stoga do 2018. godine ovo područje nije bilo detaljnije istraživano osim u dijelu dobrovoljnog izvještavanja o održivosti. Nacionalna studija nefinancijskog izvještavanja u Republici Hrvatskoj (<https://idop.hr>) pokazuje da je svega

sedamdesetak tvrtki objavilo nefinancijske izvještaje u 2019. i 2020. godini, no nova regulativa EU-a nametnut će nefinancijsko izvještavanje puno većem broju organizacija.

Važno je napomenuti i integrirano izvješćivanje koje spaja financijske i nefinancijske izvještaje u jedno izvješće. Kako je integrirano izvješćivanje nešto što je prihvatila IFRS Foundation, izdavatelj *Međunarodnih standarda financijskog izvješćivanja*, može se očekivati veća primjena ovakvog oblika izvješćivanja koji je u Hrvatskoj dosad bio u slaboj primjeni. Kroz širu primjenu nefinancijskog i integriranog izvještavanja nadasve će doći do potpune praktične korisnosti ovakvih izvještaja na način da će dionici kroz takve izvještaje procjenjivati organizacije s kojima surađuju ili tek procjenjuju mogućnosti suradnje te u skladu s njihovom održivošću započinjati suradnju ili formirati ugovorne uvjete suradnje.

## LITERATURA

Direktiva 2014/95/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu objavljivanja nefinancijskih informacija i informacija o raznolikosti određenih velikih poduzeća i grupa – (engl. *Non-Financial Reporting Directive – NFRD*).

Direktiva 2022/2464 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti (engl. *Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*).

Freeman, R. E. (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman Publishing Inc.

IFRS Foundation (2022) INTERNATIONAL <IR> FRAMEWORK [e-publikacija], <raspoloživo na: <https://www.integratedreporting.org/international-framework-downloads/>>, [pristupljeno: 25. 3. 2023.].

IIRC (2013) THE INTERNATIONAL <IR> FRAMEWORK [e-publikacija], <raspoloživo na: <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>>, [pristupljeno 25. 3. 2023.].

Odluka o pravnim osobama od posebnog interesa za Republiku Hrvatsku, *Narodne novine* br. 147/2021.

Uredba (EU) 2019/2088 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga – (engl. *Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*).

Uredba 2020/852 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. lipnja 2020. o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088 (Uredba o EU taksonomiji).

Zakon o računovodstvu, pročišćeni tekst, *Narodne novine* br. 78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/20, 47/20, 114/22.

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, *Narodne novine* br. 70/21.

Nacionalna studija o stanju nefinancijskog izvješćivanja u Hrvatskoj za 2019. i 2020., <raspoloživo na: <https://idop.hr/wp-content/uploads/2022/03/Izvjesc%CC%8Cc%CC%81eFinal3003.pdf>>, [pristupljeno 28. 3. 2023.].

## SUSTAINABILITY REPORTING – CONTENTS AND CURRENT EUROPEAN UNION GUIDELINES

### **Abstract**

In modern business, issues of environmental protection and social responsibility have become important factors of market success. Globally, sustainability is ubiquitously emphasised, which is why information about the environmental and social aspects of business entities' operations has a wider social use. There is a growing number of users of sustainability information outside the company, so the demand for such information, as well as for ways to adequately interpret non-financial impacts in business, is growing. The reasons for creating sustainability reports are as varied as their users (managers, suppliers, employees, consumers, the public in general), and the purpose of the report is primarily to meet the information needs of the users. The primary purpose of reporting on sustainability aspects is to enable the analyzes of environmental and social risks in business. This means that the quality of information on sustainability should correspond to that found in the domain of regular financial reporting. In practice, there are a variety of international standards, European Union directives and national laws that promote and gradually introduce the obligation to report on sustainability. Such reporting basically consolidates (integrates) financial, environmental and social information related to business activities. This paper explains the purpose of such reporting, the basic content and the applicable regulations in the field of sustainability reporting.

**Keywords:** reporting, sustainability, non-financial reporting standards, legal framework

**JEL classification:** Q56, M40

**Siniša Bogdan**, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu, sinisab@fthm.hr, ORCID 0000-0001-6649-5980

**Maja Nikšić Radić**, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu, majanr@fthm.hr, ORCID 0000-0002-8871-6833

**David Kralj**, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu, ps25403@fthm.hr

## **DONOŠENJE INVESTICIJSKIH ODLUKA U SVJETLU ESG KRITERIJA: IZAZOVI I PERSPEKTIVE**

### **Sažetak**

U skladu s osnovnim ciljevima održivog razvoja, veliki broj poslovnih subjekata pronalazi načine za implementaciju ekoloških, društvenih i upravljačkih kriterija u proces donošenja poslovnih odluka. U sklopu ovoga rada analizirat će se izazovi i prednosti implementacije ESG kriterija. Nedostatak robusnih podataka na temelju kojih se izrađuju ESG procjene često predstavlja usporavajući čimbenik kada je riječ o prihvaćanju ESG strategija. Drugi učestali izazov koji se javlja proizlazi iz različitih internih metodologija koje su usvojile financijske agencije što u konačnici rezultira time da financijske agencije istim poslovnim subjektima dodjeljuju različite ESG ocjene. Neujednačena metodologija ocjenjivanja može predstavljati problem prilikom izrade investicijskog portfelja; stoga se u ovome radu na detaljan način pristupilo analizi metodologije izrade ESG ocjena, jednako kao i elaboriranju sastavnih elemenata. U radu su elaborirani prednosti integracije ESG kriterija, zakonska regulativa, analizirana je korelacija ESG ocjena između Sustainalyticsa i Refinitiva na uzorku od 13.405 poslovnih subjekata. Na istom uzorku analizirano je variranje ESG ocjena po sektorima kako bi se utvrdilo postoje li i koji su ESG-rizičniji sektori. U cilju uspoređivanja investicijskih portfelja u kojima su zastupljene kompanije različitih razina ESG ocjena kreirane su efikasne granice te je temeljem njihovih usporedbi izveden zaključak prema kojemu isključivanje dionica s lošim ESG ocjenama u portfelju ne doprinosi smanjenju rizika ili povećanju povrata.

**Ključne riječi:** Sustainability, Refinitiv, ekološki kriteriji, društveni kriteriji, upravljački kriteriji

**JEL klasifikacija:** G11, G38, Q01

## 1. Uvod

Krajem osamdesetih godina prošloga stoljeća kreće podizanje globalne svijesti o održivosti koja je s protekom vremena iz trenda evoluirala u potrebu koju poslovni subjekti danas moraju implementirati u svoj model poslovanja. Upravo temeljem globalnog plana održivosti kroz koji se nastoje kreirati strategije i politike na temelju efikasnog i efektivnog korištenja prirodnih resursa, ublažavanja klimatskih promjena te mnogih drugih svrsishodnih ciljeva, ESG (engl. *environmental, social and governance*) kriteriji postali su jedan od relevantnih čimbenika za donošenje investicijskih odluka.

Cilj ovoga rada je analizirati izazove i prednosti implementacije ESG kriterija. Analiza ESG kriterija pomaže investitorima prilikom procjene ekološkog i društvenog utjecaja poslovnog subjekta uzimajući pritom u obzir način upravljanja i poslovanja kao jedan od relevantnih kriterija. Upravo ovakve informacije mogu biti od pomoći potencijalnim investitorima prilikom donošenja efikasnih i održivih odluka o ulaganju. Osim navedenih prednosti, ESG analiza može pomoći poslovnim subjektima u identifikaciji elemenata za koje su nužna poboljšanja u cilju unaprjeđivanja prakse održivosti te povećanja ugleda i vjerodostojnosti kod kupaca i investitora. Prema Henisz *et al.* (2019) ESG kriteriji na pet načina sudjeluju u stvaranju vrijednosti, a to su bolji pristup resursima, manja potrošnja energije, potpore i poticaji, privlačenje talenata kroz veći društveni kredibilitet i bolje mogućnosti za alokaciju kapitala. Prilagodba poslovnog modela u pravcu održivosti i zadovoljavanju ESG-a nije jednostavan zadatak. Vodstvo poslovnog subjekta mora biti predano postizanju tog cilja i uspostavljanju strukture koja će omogućiti ostvarenje održivog uspjeha. Osim toga, dijalog s dionicima i dioničarima važan je preduvjet u stvaranju vrijednosti poslovnog subjekta nakon čega se očekuje da će veću stratešku i konkurentsku prednost ostvarivati oni poslovni subjekti koji pravodobno i detaljno pristupe implementaciji navedenih kriterija. Iz pravne i regulatorne perspektive ESG standardi izvješćivanja variraju, razvijaju se i često se razlikuju od zemlje do zemlje i industrije do industrije. Velik izazov su i različite metodologije kojima se financijske kompanije služe

prilikom generiranja ESG ocjena jer ne postoji univerzalno prihvaćen pristup mjerenju ESG ocjene. Osim navedenog, prema istraživanju Pedersen *et al.* (2021), odluka investitora o ulaganju u kompanije koje imaju višu ESG ocjenu ujedno ukazuje na njihovo prihvaćanje nižih povrata nauštrb više ESG kvalitete.

Temeljem svega navedenog te u cilju provjeravanja dosadašnjih spoznaja iz navedenog područja, u ovome radu postavljena su tri istraživačka pitanja koja će se u nastavku rada istražiti:

**IP1:** Kakva je korelacijska veza dodijeljenih ESG ocjena za iste poslovne subjekte između različitih financijskih kompanija?

**IP2:** Variraju li ESG ocjene prema sektorima, odnosno postoje li bolje i lošije ocijenjeni sektori?

**IP3:** Postoje li razlike između efikasnih granica kod investitora koji ulažu u dionice sa zanemarivim i niskim ESG rizikom, investitora koji ulažu u dionice sa zanemarivim, niskim i srednjim ESG rizikom te investitora koji su ravnodušni prema ESG ocjenama?

U cilju dokazivanja postavljenih istraživačkih pitanja u radu su korišteni korelacijska analiza, ANOVA i GRG (engl. *generalized reduced gradient*) optimizacijski algoritam za rješavanje problema nelinearnog programiranja.

Rad je strukturiran na sljedeći način: budući da je pojam odgovornih investicija vrlo opsežan i heterogen, definirani su različiti tipovi investiranja koji ga čine te je u prvome dijelu rada definiran akronim ESG. U drugome dijelu rada pojedinačno su elaborirani elementi ESG kriterija sa svim relevantnim odrednicama. U trećemu dijelu rada predstavljene su prednosti integriranja ESG kriterija u poslovanje. U četvrtome dijelu rada definirano je dodjeljivanje ESG ocjena stavljajući pritom naglasak na tri financijske kompanije: Refinitiv, Morningstar (Sustainalytics) i MSCI. U petome dijelu predstavljen je pregled zakonske regulative dok su u šestome dijelu opisani podaci i metodologija koji su u funkciji dokazivanja postavljenih istraživačkih pitanja. U zaključnome dijelu sintetizirani su stavovi i spoznaje koji su proizašli iz ovoga rada.

## 2. Definiranje pojma ESG

Termin ESG prvi put se spominje u publikaciji koju su izdali Ujedinjeni narodi (2006) pod nazivom „Who Cares Wins“. U navedenoj publikaciji ujedno su postojali prijedlozi da se ESG faktori uključe u financijsko vrednovanje poslovnih subjekata te da se osigura objektivna ESG informacija za javnost i općenito financijski sektor. Osim navedenog, u dokumentu se regulatori ujedno pozivaju na transparentnost kada se govori o donošenju propisa koji se tiču ESG pitanja relevantnih za investicije. U današnje vrijeme institucionalni ulagači u sve većem opsegu pronalaze načine primjene ESG kriterija prilikom donošenja odluke o ulaganju čime će navedeni kriteriji u bližoj budućnosti postepeno postati nezaobilazan relevantan standard.

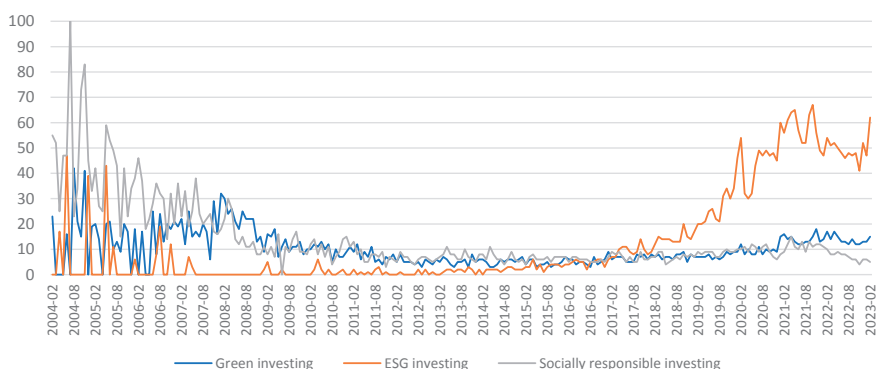
Integriranje ESG kriterija podrazumijeva uvažavanje okolišnih (engl. *environmental*), socijalnih (engl. *social*) i upravljačkih (engl. *governance*) kriterija od kojih je i stvoren akronim ESG. Kako se može primijetiti iz samog naziva, navedeni kriteriji ne odražavaju financijske informacije određenog poslovnog subjekta, već iskazuju stupanj održivosti temeljem nabrojena tri osnovna kriterija. Temeljem ispravno provedene evaluacije okolišnih, socijalnih i upravljačkih faktora moguće je stvoriti ocjenu koju će ESG investiranje uvažavati prilikom donošenja dugoročnih odluka. Iako ne postoji univerzalni standard za dodjeljivanje E, S i G kriterija, kad bi se navedena tri kriterija sažeto analizirala, moglo bi se napomenuti da okolišna razmatranja obuhvaćaju klimatske promjene i rizike koji su usko povezani, razinu onečišćenja, stvaranje otpada, krčenje šuma i sl. Socijalni faktori uključuju pitanja ljudskih prava, odnose prema zaposlenima, radne uvjete odnosno sigurnost na radnom mjestu, transparentnost, odgovornost i sl. Kada se govori o korporativno-upravljačkim pitanjima, svakako bi bilo nužno istaknuti upravljanje pitanjima mita i korupcije, raznolikost strukture odbora i odgovornosti, plaće rukovoditelja, porezne strategije i sl. Osim navedenog, ESG ocjena može ujedno imati i veliki utjecaj na reputaciju i samu robnu marku što se može na pozitivan ili negativan način odraziti i na cjelokupnu vrijednost poslovnog subjekta. Sasvim je siguran i budući utjecaj ESG ocjene na konkurentnost te na buduće financijske rezultate.



## 2.1. ESG investicije kao dio različitih pristupa odgovornih investicija

Dosadašnja je literatura vrlo opsežna i heterogena kada je riječ o podjeli tipova odgovornih investicija. Prvi pojam koji se učestalo javlja odnosi se na **društveno odgovorne investicije** (engl. *social responsible investments*). Prema autorima Sandberg *et al.* (2009), Sparkes (2002), Sparkes i Cowton (2004) riječ je o investicijama koje integriraju socijalne, etičke, okolišne i korporativno-upravljačke kriterije u socijalno odgovorno investiranje. Drugi pojam je **investiranje u najbolje u klasi** (engl. *Best-in-class investment*) koji podrazumijeva pronalazak poslovnih subjekata koji se smatraju vodećim u smislu zadovoljavanja ESG kriterija. **Etičko, odnosno ulaganje na temelju vjere** (engl. *Ethical and faith-based investment*) treći je važan pojam koji podrazumijeva ulaganje koje je u skladu s određenim načelima, odnosno riječ je o ulaganjima koja su prihvatljiva s vjerskog aspekta. Vrlo često takav oblik ulaganja isključuje sve poslove povezane s duhanom, alkoholom, oružjem i sl. Iako su ograničenja vrlo slična, relevantno je napomenuti da razlike između pojedinih vjera postoje. Termin **zelenih investicija** (engl. *green investments*) četvrti je pojam koji je potrebno istaknuti, a odnosi se na investicije koje su odgovorne prema biološkoj raznolikosti, klimatskim promjenama, obnovljivim izvorima energije, čistim tehnologijama i sl. (Martinez-Oviedo, Medda 2018). Zelene investicije općenito mogu biti samostalne ili činiti podskup neke šire teme kao što je, npr., *eco-friendly investing*, tematsko investiranje usmjereno prema zelenim sektorima, ili recimo „E – *environmental*“ kod ESG investicija (Inderst *et al.* 2012). Posljednji pojam, **utjecajno investiranje** (engl. *impact investing*), prema autorima Barber *et al.* (2021) stvara mjerljive pozitivne društvene i ekološke efekte uz financijski povrat. Fokus interesa u takvom investiranju često je usmjeren prema održivoj poljoprivredi, obnovljivoj energiji, obrazovanju, zdravstvenoj skrbi i sl. Sveukupno razmatrajući, ESG investiranje utemeljeno je na društveno odgovornom ulaganju, no upravo zbog širine pristupa kriterijima i transparentnosti postaje sve popularnije, o čemu svjedoči i slika 1. u nastavku.

Slika 5. Pretraživanje pojmova (cijeli svijet) *Green investing*, *ESG investing* i *Socially responsible investing*, rezultati Google Trendsa



Izvor: Google Trends (2023)

Pokazatelji predstavljaju interes za pretraživanje u odnosu na najvišu točku na grafikonu za određenu regiju i vrijeme. Vrijednost 100 predstavlja najveću popularnost za izraz. Vrijednost 50 znači da je popularnost izraza upola manja. Rezultat 0 znači da nije bilo dovoljno podataka za taj izraz (Google Trends 2023). Temeljem prikazanog linijskog grafikona može se zaključiti da postoji rastući trend pretraživanja pojmova ESG investiranja, posebice u posljednjih pet godina; navedeni pojam ujedno dominira u odnosu na pretraživanje termina zelenog investiranja i socijalno odgovornog investiranja. Osim toga, u posljednje vrijeme snage i nedostaci ESG ocjena sve češće postaju predmetom interesa akademske zajednice i praktičara (Folque *et al.* 2021).

## 2.2. Izazovi implementiranja ESG kriterija

U svijetu postoje brojni financijski subjekti koji osiguravaju ESG ocjenu. Neki od najpoznatijih su MSCI, Morningstar/Sustainalytics, Reuters, Bloomberg, S&P Global, Moody's (Vigeo Eiris), World Bank itd. Najveći izazov je nedostatak ujednačene metodologije prilikom izračuna ocjene što rezultira oprečnim rezultatima između pojedinih subjekata koji izdaju ocjene. Osim neujednačene interne metodologije, veliki je nedostatak svakako transparentnost metodologije izračuna ocjene. Autori Bender *et al.* (2021) u svome su radu dokazali da korelacijski koeficijent varira između 0,47 i 0,76, što je ukazalo na slabiju korelaciju ocjena između Sustainalyticsa, MSCI-

ja, RobecoSAMA i Bloomberg. Slične rezultate koreliranosti ESG ocjena između Asset4 (Thomson Reuters), KLD-a (MSCI) i Bloomberg istražili su u svome radu autori Dorfleitner, Halbritter i Nguyen (2015). Zumente i Lāce (2021) također su potvrdili razliku između ESG ocjena (RobecoSAM i Sustainalytics) korelacijskim koeficijentom od 0,58. Osim navedenog, autori u radu ističu pozitivan utjecaj na likvidnost kod ESG-ocijenjenih kompanija. Navedena neusklađenost predstavljat će izazov upraviteljima alternativnim investicijskim fondovima, društvima za upravljanje UCITS-om, malim ulagačima i ostalim sudionicima. Implementiranje ESG kriterija može stvoriti percepciju negativnog utjecaja na uspješnost investiranja radi određenog ograničavanja ulaganja u poslovne subjekte sa zadovoljavajućom ESG ocjenom što u ovom konkretnom slučaju čini navedenu ocjenu svojevrsnim eliminacijskim kriterijem. Pitanje na koji način uključivanje ESG kriterija utječe na korporativni financijski učinak prati akademsku javnost od samog pojavljivanja pojma. Temeljem analize 2200 pojedinačnih empirijskih studija Friede, Busch i Bassen (2015) zaključuju da otprilike 90 % studija potvrđuje pozitivnu vezu između ESG kriterija i korporativnog financijskog učinka. U cilju stvaranja zaključka utemeljenog na empirijskom istraživanju, u ovome će se radu testirati korelacijska veza između ESG ocjena Refinitiva i Sustainalytica.

### 3. Elementi ESG kriterija

#### 3.1. Okolišni kriteriji

Iscrpljivanje prirodnih resursa, stvaranje otpada, negativni učinci na klimu nastali djelovanjem čovjeka prebacili su ekološka pitanja iz manje važnih u prvi plan prije nekoliko desetljeća. Još od održavanja prvog globalnog samita o ekološkim problemima u Stockholmu 1972. godine uistinu su prepoznati problemi koje donosi onečišćenje zraka, vode i mora, kao i potreba za pronalaženjem adekvatnih strategija za rješavanje istih na globalnoj razini (Ditlev-Simonsen 2022). U cilju pronalaženja dugoročnog održivog rješenja mnogobrojne međunarodne organizacije, institucije i nacionalne vlade su se početkom devedesetih godina prošloga stoljeća počele češće sastajati (primjerice Samit o Zemlji u Rio de Janeiru 1992.; Protokol iz Kyota u Kyotu 1997.; Svjetski samit o održivom razvoju u Johannesburgu 2004.; Konferencija UN-a o održivom razvoju u Rio de Janeiru 2012. i Pariška konferencija UN-a o klimatskim promjenama u Parizu 2015.) kako bi postavile zajedničke ciljeve

za poboljšanje različitih ekoloških problematika s naglaskom na smanjenje emisija stakleničkih plinova. Osim toga, industrijska udruženja usvojila su dobrovoljne standarde i kodekse i uspostavila mreže za razmjenu znanja o pitanjima zaštite okoliša u cilju promoviranja zaštite okoliša kao što su:

- Responsible Care u kemijskoj industriji
- Printers National Center for Environmental Assistance u tiskarskoj industriji
- ISO 14001, koji predstavlja međunarodni standard za upravljanje okolišem u svim industrijama te
- *B Corp Certification* što predstavlja dobrovoljni standard namijenjen svim industrijama koje doprinose rješavanju ekoloških, ali i društvenih problema.

Posljedično, zabrinutost za okoliš postala je glavna briga za proizvodne organizacije jer se menadžment pokreće i potiče formulaciju odgovarajuće politike te implementira relevantne nove tehnologije u svoje operacije (Klassen, Vachon 2003). Ujedno uzima u obzir proizvod kao komponentu od velike važnosti za svako poduzeće kojemu je cilj stvoriti korist za društvo i čiji utjecaj na okoliš može biti analiziran kroz cijeli njegov proizvodni proces (Dathe *et al.* 2022). Stvorila se potreba investitora koji vrednuju društveno odgovorno poslovanje da od poduzeća zahtijevaju ulaganje truda i vremena u pronalazak inovativnih načina proizvodnje koji će imati pozitivne učinke na ublažavanje i prilagodbu klimatskim promjenama te koji će umanjiti negativne utjecaje na okoliš, kao što su to emisije različitih stakleničkih plinova među kojima je zasigurno najupečatljiviji CO<sub>2</sub>. Kako bi uistinu došlo do toga da proizvodni procesi postanu CO<sub>2</sub> neutralni, izuzetno je važno propisati stroge zakonske regulative koje će navesti mnogobrojne industrije da se orijentiraju na korištenje učinkovite zelene energije kao što je opskrba energijom sunca, vjetra, vode itd.

Razmatrajući ciljeve koje je Europska unija propisala kako bi se do 2030. godine smanjila ovisnost o stakleničkim plinovima za 40 % i kako bi se opskrba obnovljivim izvorima energije povećala na 27 %, te kako bi se povećala energetska učinkovitost za 27 – 30 % (Europsko vijeće 2014), bit će potrebno pronaći put prema e-mobilnosti i održivijim mogućnostima transporta ranije spomenutih proizvoda jer, prema sadašnjim analizama koje je objavio Eurostat za svoje kvartalno izvješće za 2023. godinu, transport kao

samostalni činitelj gospodarskog sustava Europe stvara 12,84 % emisija CO<sub>2</sub> (Eurostat, n. d.).

Iako postoje brojna istraživanja koja na različite načine identificiraju okolišne čimbenike, sintezom različitih stavova mogli bi se zaokružiti u tri različita pravca:

- a. klimatske promjene
- b. onečišćenje okoliša i
- c. zbrinjavanje otpada u smislu smanjenja onečišćenja prirodnih izvora.

Kada se govori o klimatskim promjenama i o mogućnostima čovjeka da na njih djeluje, svakako je tada nužno pozornost usmjeriti prema smanjivanju emisije stakleničkih plinova kroz veće korištenje obnovljivih izvora energije. Osim toga, usvajanje korištenja održivog načina prijevoza (javnog prijevoza) svakako uvelike doprinosi cilju (Kwan, Hasim 2016). Budući da zgrade u svijetu predstavljaju značajan udio u ukupnoj potrošnji energije (Fu, Baltazar, Claridge 2021), a prema tome i u emisiji stakleničkih plinova, pitanje kvalitetne izolacije zidova, krovova i podova uvelike doprinosi ostvarivanju cilja smanjivanja potrošnje energije. Poslovni subjekti koji su prepoznali prednosti takvih ulaganja u tome dijelu ujedno ostvaruju i veće ocjene. Dekarbonizacija industrije i usvajanje različitih praksi omogućit će obavljanje poslovne djelatnosti u simbiozi s prirodom. Osim navedenog, pitanje prijevoza također može predstavljati značajan doprinos u borbi s klimatskim promjenama. Načini koji u ovome pogledu doprinose su npr. korištenje željezničkog (Lin *et al.* 2021) i pomorskog prijevoza u zamjenu za kamionski prijevoz roba (Ülker *et al.* 2021), korištenje „car sharing“ prakse dijeljenja automobila (Arbeláez Vélez, Plepys 2021), električni automobili te ostali načini koji doprinose smanjivanju emisije GHG-a (engl. *greenhouse gases*).

Pod onečišćenjem okoliša općenito se podrazumijeva uvođenje štetnih tvari u prirodni okoliš u smislu ispuštanja štetnih plinova u atmosferu, onečišćavanje voda i tla te neodgovorno zbrinjavanje otpada. Zagađivanje zraka postaje sve veća prijetnja zdravlju ljudi. Naime, podaci WHO-a, n. d. (engl. World Health Organization) govore da skoro sva svjetska populacija (99 %) udiše zrak koji prelazi granice smjernica Svjetske zdravstvene organizacije (SZO-a), a zemlje s niskim i srednjim dohotkom u tome su dijelu najviše izložene. Sličan problem se stvara i s onečišćavanjem voda, posebice u pogledu neodržanih sanitarnih sustava ili neadekvatnim pražnjenjem industrijskog otpada, a sve je veća zastupljenost i plastičnog otpada u vodama, posebice mikroplastike

koja završava u živim organizmima, a koju, između ostalog, konzumiraju i ljudi (Sol *et al.* 2020).

Zbrinjavanje otpada, recikliranje, odnosno prijelaz iz linearne u cirkularnu ekonomiju danas je svakako postala nužnost te će i poslovni subjekti koji su uspješno implementirali ovakav modus poslovanja, osim ostvarivanja veće ESG ocjene, doprinijeti i održivoj budućnosti što se ujedno smatra i krajnjim ciljem kada je riječ o okolišnim čimbenicima.

### 3.2. Društveni kriteriji

Pravila i procedure koje poslovni subjekti koriste za upravljanje svojim interakcijama s dionicima, uključujući radnike, klijente, dobavljače i potrošače, nazivaju se društvenim kriterijima u ESG okviru. Društveni kriteriji, kao što su oni koji se odnose na ljudska prava, radne prakse, sigurnost proizvoda, zadovoljstvo kupaca i razvoj zajednice, ocjenjuju utjecaj poduzeća na društvo. Park i Jang (2021) u svome su radu izdvojili pregled ESG kriterija prema različitim organizacijama koje dodjeljuju ESG ocjene, temeljem čega se mogu izdvojiti sljedeći koji se odnose na društvene kriterije:

**Politike raznolikosti i uključivanja zaposlenika:** navedeni kriterij odnosi se na strategiju poslovnog subjekta prilikom zapošljavanja, zadržavanja i promicanja ljudi različitih nacionalnosti, vjera, rasa, spola, seksualnih opredjeljenja, fizičkih mogućnosti i sl.

**Radni standardi i radnička prava:** oni mogu uključivati poštivanje zakona i propisa o radu, pravedno postupanje s radnicima i osiguravanje sigurnih radnih uvjeta.

**Utjecaj na zajednicu:** ovo se može odnositi na način na koji tvrtka podupire susjedstvo putem dobrotvornih donacija, volontiranja i drugih programa.

**Ljudska prava:** u kontekstu odnosa poslovne politike i različitih postupaka za zaštitu prava zaposlenika, dobavljača, kupaca i ostalih dionika.

**Odgovornost za proizvode i zaštitu potrošača:** odnosi se na pravne odredbe kojima se štite prava potrošača te kompanije preuzimaju zakonsku odgovornost za proizvode koje prodaju. Kvaliteta i sigurnost proizvoda također se mogu odnositi na politiku i praksu tvrtke za jamčenje sigurnosti i pouzdanosti robe i usluga.

**Odgovornost prema životinjama:** iako je ovaj kriterij još uvijek nedovoljno razvijen te je vrlo slabo zastupljen u postojećoj literaturi, osim odgovornosti prema ljudima relevantna je i odgovornost prema životinjama koja predstavlja odgovornost u obavljanju poslovnih aktivnosti na način da se izravno ili neizravno ne nanosi šteta životinjskom svijetu (Fernández, Barrera 2020).

Razmatrajući širinu utjecaja i učinaka koji se odnose na društvene kriterije ESG-a, nastaje velik broj izazova u vidu provođenja procesa internalizacije i operacionalizacije kriterija društvene održivosti, ponajviše u spektru proizvodnog procesa. U posljednjih nekoliko godina procedura rješavanja ove problematike započela je uvođenjem različitih kriterija koji analiziraju društvene učinke poduzeća. Iako mjere i indikatori tih kriterija još uvijek nisu precizno definirani, i dalje se smatraju svojevrsnim pomakom s obzirom na to da omogućuju poduzeću lakše bavljenje pitanjima društvenog utjecaja. Prema autorima Sutherland *et al.* (2016), da bi kriteriji bili što relevantniji, nužno je uspostaviti pokazatelje koji će analizirati djelovanje opskrbnih lanaca i cjelokupni životni ciklus proizvoda. Uz kriterije javlja se i politika društveno odgovornog poslovanja koja usmjerava poduzeće prema provođenju društveno održivih praksi, no glavni nedostatak navedenih radnji je nedosljednost i subjektivnost. Osim navedenog, važno je spomenuti da prema studijama Allouche i Laroche (2005) i Becchetti *et al.* (2015) poslovni subjekti koji pridaju veću pozornost društvenim kriterijima ujedno ostvaruju i bolje financijske rezultate.

### 3.3. Upravljački kriteriji

Upravljački kriteriji odnose se na način na koji se upravlja kompanijom. U kontekstu ESG kriterija upravljački kriteriji omogućuju investitorima ili ostalim zainteresiranim stranama da analiziraju kvalitetu korporativnog upravljanja u kontekstu nekoliko različitih elemenata kao što su neovisnost upravljačkog odbora, raznolikost upravljačkog odbora, način ublažavanja ili otklanjanja sukoba interesa i sl. Prema Khanu (2019) učinkovito korporativno upravljanje ključno je za učinkovitu alokaciju kapitala, očuvanje kapitala i rast kapitala, a sve su to nužni preduvjeti za razvoj dugoročno održivih tvrtki. Malo je vjerojatno da će neodržive tvrtke ostvariti prihvatljiv dugoročni povrat na štednju (tj. odgovarajući povrat dioničarima), dugoročno zapošljavanje u zajednici ili održive porezne prihode za društveni (uključujući ekološki) razvoj. Loše upravljanje, prema ovom stajalištu, skupo košta i dioničare i druge

dionike. Prema Cohenu (2022) zabrinutost poduzeća u vezi s ESG rizicima odražava rastuću važnost koju investitori i opća javnost pridaju problemima održivosti. Poslovni subjekti traže strategije za ograničavanje tih rizika shvaćajući da će morati potrošiti značajna sredstva kako bi osigurali uspjeh procesa. Zbog svog opsega i prirode, ova ulaganja mogu naštetiti financijskoj stabilnosti poduzeća, no mogu imati i suprotan učinak poboljšavajući imidž tvrtke među investitorima, potrošačima i širom poslovnom zajednicom. Uz djelovanje samih poduzeća važno je istaknuti i djelovanje zaposlenika koji svojim unutarnjim djelovanjem stvaranju određenu vanjsku sliku o poduzeću. Konkretno, prema autorima Esty *et al.* (2020), segmenti koji vežu poduzeće i čovjekovo djelovanje činili bi odabranu skupinu važnih institucionalnih čimbenika, poput sastava upravnog odbora, odvajanja odgovornosti izvršnog direktora i predsjednika upravnog odbora, prisutnost neovisnih direktora te širinu i dubinu korporativne transparentnosti i izvješćivanja koji se mogu koristiti za procjenu kapaciteta poduzeća za unutarnji nadzor i dobro upravljanje. Transparentnost također pozitivno doprinosi većoj ukupnoj ESG ocjeni jer zainteresiranim stranama omogućuje jasno razumijevanje procesa donošenja odluka u tvrtki. Sveukupno gledajući, sastav odbora, plaće glavnog izvršnog direktora, prava dioničara i objavljivanje/transparentnost neki su od pokazatelja upravljanja koji se obično koriste u ESG ulaganju. U konačnici se može zaključiti da se svi ovi navedeni čimbenici, bez obzira na njihov “nefinancijski karakter”, mogu koristiti kao važan faktor u kreiranju financijskog uspjeha poduzeća jer oni povezuju pitanja koji se tiču i unutarnjih i vanjskih dionika poduzeća. Prema Hoang *et al.* (2018) dionici poduzeća mogu pristupiti, interpretirati i analizirati materijal preciznije i učinkovitije uz pomoć ESG informacija. Posljedično postoji jasna korelacija između dugoročne profitabilnosti poduzeća i učinkovitosti njegova okruženja, društvenog i poslovnog upravljanja. Tvrtke koje učinkovito izvještavaju o svim ranije navedenim problemima povećaju otvorenost i pouzdanost informacija danih ulagačima stvarajući im bolju priliku za privlačenje velikog broja stranih ulagača.

#### **4. Prednosti integriranja ESG kriterija u poslovanje**

Porastom održivih trendova ESG kriteriji počeli su dobivati sve veću vrijednost u procesu donošenja odluka kod velikog broja ulagača što je samim time i navelo poduzeća da implementiraju određene ESG analize u



svoje poslovanje kako bi ulagači detaljnije mogli uspoređivati performanse pojedinih poduzeća i na temelju toga donositi odluke o tome kamo će uložiti vlastiti novac. Osim toga, prednosti je moguće sagledati iz makro i mikroperspektive.

Iz makroperspektive, sve veći značaj bavljenja klimatskim promjenama, promicanja socijalne politike i provedbe dobre prakse upravljanja rezultirao je pojavom i usvajanjem čimbenika zaštite okoliša, društva i upravljanja (ESG) u području financija i ulaganja (Goh 2022). Prihvatanje ESG kriterija postaje sve važnije u pokretanju izravnih inozemnih ulaganja (FDI), a investitori sve više takve kriterije uzimaju u obzir kao dio svoje odluke o odabiru lokacije. Postoji korelacija između ESG čimbenika i SDG-a (engl. *sustainable development goals*) na razini zemlje (Chipalkatti *et al.* 2021). Kada zemlja ima dobre rezultate u pogledu ESG čimbenika, to pozitivno utječe na napredak zemlje prema postizanju SDG-a. Ako su izravna strana ulaganja (FDI) također povezana s pozitivnim ESG čimbenicima, to stvara tržišno vođenu motivaciju za zemlje da poboljšaju svoje ESG metrike, privuku FDI i održe gospodarski rast dok podržavaju SDG.

Iz mikroperspektive, prema autorima Briand *et al.* (2011), postoje brojne prednosti koje se mogu povezati s integracijom ESG kriterija u poslovanje. Jedna od najvažnijih prednosti za dioničare i investitore zasigurno je mogućnost prepoznavanja i upravljanja dugoročnim rizicima i prilikama koji su povezani s utjecajem poslovanja poslovnog subjekta na okoliš i društvo. To može obuhvaćati prepoznavanje rizika i prilika koji se odnose na klimatske promjene, fizičke utjecaje na okoliš, promjene u opskrbnim lancima, donošenje novih zakonskih regulativa, stvaranje dobrobiti za zaposlenike i, u konačnici, upravljanje kapitalom. Prema globalnoj anketi za investitore koju su proveli Eccles *et al.* (2018) čak 62 % ispitanika izjavilo je da je primarni razlog implementacije ESG kriterija u proces donošenja odluka pri investiranju stvaranje jedne filozofije koja će uistinu potaknuti tzv. „dugoročni način razmišljanja i stvaranje pozitivne koristi“ kako za sve investitore tako i za poduzeća. Uz želju za stvaranjem pozitivnog dugoročnog razmišljanja, drugi najistaknutiji razlog koji su ispitanici iznijeli bio je kultiviranje boljih investicijskih praksi čije pravilno provođenje može utjecati i na postotak porasta pozitivnih povrata kapitala prilikom implementacije ESG kriterija. Prema istraživanju Friede *et al.* (2015) na temelju analize više od 2000 studija o utjecaju ESG kriterija na povrat kapitala, 63 % prikazalo je pozitivne učinke povrata kapitala dok je 8 % prikazalo negativne učinke povrata kapitala. Prema globalnoj

anketi za investitore koju je proveo PWC 2022. godine većina investitora cijeni segment razumne sigurnosti i točnosti u korporativnom izvješćivanju o održivosti te njenu važnost izjednačava s važnosti revizije financijskih izvještaja jer, u konačnici, objavljeni i revidirani podaci daju najbolje uvide u poslovne učinke poduzeća i omogućuju investitoru da sâm donese zaključak o tome prate li poslovni poduhvati poduzeća njegovu strategiju vezanu uz financije ili održivost. Autori Henisz *et al.* (2019) navode da će tražena sigurnost i točnost od strane investitora porasti kada se poduzeća odluče iznositi uistinu dobre i konkretne podatke o svojim održivim praksama koje će u konačnici donijeti bolje i relevantnije strategije koje će usmjeriti poduzeće da donosi specifičnije ciljeve i omogućiti investitorima da lakše donesu odluku o tome kamo će uložiti novac i dugoročno stvoriti financijski učinak za sebe i za poduzeće.

## 5. Dodjeljivanje ESG ocjena

U svijetu postoji velik broj financijskih kompanija koje osiguravaju ESG ocjene; neke od poznatijih su: Bloomberg, Morningstar/Sustainalytics, Deutsche Borse, LSE (FTSE Rusell), Reuters (Refinitiv), Moody's, S&P te ostali. Unutar ovoga poglavlja analizirat će se dodjeljivanje ocjena Refinitiva, Sustainalyticsa i MSCI-ja. Kratki pregled osnovnih informacija o kompanijama slijedi u tablici u nastavku.

Tablica 1. Presjek osnovnih karakteristika agencija: Refinitiv, Morningstar (Sustainalytics) i MSCI

	<b>Refinitiv</b>	<b>Sustainalytics</b>	<b>MSCI</b>
Vlasnik	London Stock Exchange Group od 2021 god. Prošli vlasnici bili su Thomson Reuters i Blackstone LP <sup>1</sup> .	Morningstar, Inc. <sup>2</sup>	Skupina dioničara; Vanguard Group Inc. je najveći pojedinačni dioničar. <sup>5</sup>
Pokrivenost tržišta	Kompanija pokriva više od 85 % globalne tržišne kapitalizacije <sup>3</sup> ESG rejtinzi dostupni za 12.500 kompanija od 2002. god. <sup>3</sup>	ESG rejtinzi dostupni za 16.000 kompanija	Široka ESG ocjena pokriva 14.000 tvrtki koje predstavljaju više od 680.000 vrijednosnih papira s 90 % tržišne vrijednosti kapitala i fiksnog prihoda. <sup>6</sup>
Analiza	Ocjene 1 – 100 Obnavljanje podataka – tjedno	Ocjene 1 – 100 Objavljivanje podataka – tjedno.	Ocjene 1 – 100 Objavljivanje podataka – kvartalno

Izvor: <sup>1</sup>London Stock Exchange Group, 2018; <sup>2</sup>Sustainalytics. (n. d.); <sup>3</sup>Refinitiv, 2021; <sup>4</sup>Sustainalytics, 2021; <sup>5</sup>Yahoo Finance; <sup>6</sup>MSCI

## 5.1. Refinitiv

Iz metodološke perspektive koristi više od 630 različitih ESG pokazatelja. Refinitiv svoje ESG ocjene temelji isključivo na podacima koji variraju ovisno o industriji jer ista predstavlja relevantan faktor temeljem kojega se određuju daljnji kriteriji. Ponekad se dogodi da je pojedini ESG pokazatelj nebitan za pojedini sektor, temeljem čega se onda on isključuje iz daljnje kalkulacije ocjene. Baze podataka su im redovito osvježavane te posebnu pažnju posvećuju kvaliteti ulaznih podataka radi čega imaju i jasno definiranu metodologiju. Svi prikupljeni podaci raspodjeljuju se u tri stupa, odnosno kriterija: **ekološki**, **društveni** i **upravljački**, te se isti agregiraju u cilju postizanja jedinstvene ESG ocjene.

Tri temeljna stupnja granaju se u različite kategorije. Primjerice, ekološki stup se grana na područja kao što su emisije, inovacije i upotreba resursa. Socijalni stup obuhvaća zajednicu, ljudska prava, odgovornost proizvoda i radnu snagu. Upravljački stup je usredotočen na strategiju društveno odgovornog upravljanja, menadžment i dioničare. Kategorije se ocjenjuju u rasponu od 0 do 100, pri čemu se metodologija dodjele ocjena temelji na prosječnoj ocjeni industrijske grupacije što omogućuje izračun udjela pojedine kategorije. Udjeli u kategorijama po industrijskoj grupaciji mogu poprilično varirati; tako je, recimo, u sektoru „osiguranje“ udio kategorije emisije nizak u ukupnoj ESG ocjeni te on iznosi 0,03 dok isti u metalnoj i rudarskoj industriji iznosi 0,16 (Refinitiv 2021). Osim standardne ESG ocjene, izračunava se i ESGC ocjena (slovo „c“ označava kontroverzu), odnosno cilj je korigirati ESG ocjenu temeljem negativnih medijskih priča. Ako takve „kontroverzne“ situacije izostanu, ESGC ocjena je jednaka ESG ocjeni. Glavni cilj ove ocjene je odbaciti ocjenu učinka ESG-a na temelju negativnih medijskih priča. To se čini uključivanjem utjecaja značajnih, materijalnih ESG kontroverzi u ukupni ESGC rezultat.

## 5.2. Sustainalytics

Sustainalytics djeluje u sklopu Morningstara i specijaliziran je za istraživanje i dodjeljivanje ESG rejtinga. Pokriva širok raspon ESG pitanja, kao što su klimatske promjene, ljudska prava, korporativno upravljanje itd. Zahvaljujući širokoj suradnji s brojnim institucionalnim ulagačima Sustainalytics pomaže razvijanju održivosti u korporativnim politikama, praksama, investicijama i

sl. Ocjena koju generira temelji se na stupnju temeljem kojeg je ekonomska vrijednost kompanije izložena riziku uzrokovanom ESG čimbenicima. Metodologija pomoću koje Sustainalytics donosi svoje ESG ocjene sastoji se od kvantitativne ocjene i kategorije rizika. Kvantitativna ocjena proteže se na ljestvici od 0 (bez rizika) do 100 (ozbiljan rizik). Prema dostupnim podacima na mrežnoj stranici Sustainalyticsa, trenutno je ocijenjeno 13.405 kompanija od kojih 1.213 kompanija pripada skupini ozbiljnog rizika što iznosi 9,05 %. Prema pregledu baze, svega 2,08 % prelazi ocjenu 50, temeljem čega se može zaključiti da je 97,02 % ESG ocjena sadržano u rasponu između 0 i 50. Formula temeljem koje se može izračunati ESG ocjena glasi:

$$ESG \text{ risk rating} = \text{jaz u upravljanju} + \text{upravljeni rizik} \quad (1)$$

ili

$$ESG \text{ risk rating} = \text{ukupno izlaganje ESG riziku} - \text{upravljeni rizik} \quad (2)$$

Kategorije zajedno s pripadajućim nazivima prikazane su u tablici 2.

Tablica 2. Kategorizacija rizika prema Sustainalyticsu

Kategorija	Zanemariv	Nizak	Srednji	Visok	Ozbiljan
Iznosi	0 – 10	10 – 20	20 – 30	30 – 40	40<

Izvor: Sustainalytics (2021)

Prema Sustainalyticsu (2021) niži rezultati ukazuju na manji neupravljeni rizik, a kvantitativna vrijednost ukazuje na jedinice neupravljanog ESG rizika. Ove kategorije rizika su apsolutne; stoga procjena, primjerice, „visokog rizika“ odgovara ekvivalentnoj razini neupravljanog ESG rizika u svim obuhvaćenim podindustrijama, čime se može zaključiti da je isti usporediv. Unutar metodologije postoje tri različita okvira na temelju kojih se stvara ukupna ocjena tvrtke. Temeljni okviri uključuju **korporativno upravljanje**, **materijalna ESG pitanja** i **idiosinkratične opasnosti**.

Okvir **korporativnog upravljanja** definiran je kao najvažniji čimbenik u procesu stvaranja završne ESG ocjene jer je generičan i primjenjuje se u svim industrijama. Prema Sustainalyticsu (2021) čak 20 % ukupne završne ocjene čine pitanja koja su povezana s neupravljanim rizicima korporativnog upravljanja. Drugi okvir odnosi se na 20 materijalnih ESG pitanja koja su potkrijepljena s 300 različitih indikatora. Prema Sustainalyticsu (2021), ako problem ima potencijal značajno utjecati na vrijednost poduzeća unutar određene podindustrije, smatra se materijalnim u procjeni. Materijalni

ESG problemi usmjereni su na temu ili skup srodnih tema koje zahtijevaju zajednički skup upravljačkih aktivnosti ili nadzora. Zapošljavanje i razvoj zaposlenika, raznolikost, angažiranost i radni odnosi, na primjer, spadaju pod materijalnu ESG brigu o „ljudskom kapitalu“ jer su povezani sa zaposlenicima i zahtijevaju aktivnosti i upravljanje ljudskim resursima.

U sklopu drugog okvira [**materijalna ESG pitanja** (engl. MEIs – *Material ESG issues*)] drugi stup ima dvije komponente: izloženost i upravljanje, gdje se tvrtka ocjenjuje prema ESG rizicima s kojima se suočava, izloženosti i tome koliko dobro menadžment upravlja rizikom. Prema Rydholm *et al.* (2020) metoda procjene izloženosti specifične za industriju počinje prikupljanjem podataka putem kvantitativnih podataka u obliku izvješća o incidentima, korištenju vode i drugih podataka specifičnih za industriju. Nakon pristupa izloženosti specifičnoj za industriju, upravljačka perspektiva ispituje se korištenjem načela *Globalne inicijative za izvješćivanje*, koja je globalni standard za ESG izvješćivanje (*Globalna inicijativa za izvješćivanje* 2016). Slijedeći Corporate View, Sustainalytics dobiva stručne podatke za svaku industriju, kao i Odbor za računovodstvene standarde održivosti, za uvid u industriju.

Treći okvir odnosi se na **idiosinkratične opasnosti**. Prema Sustainalyticsu (2021), nesustavni rizici su oni koji su nepredvidljivi za poduzeće i njegovu industriju. Kada se pojavi netipičan problem, on utječe samo na tvrtku o kojoj je riječ, a ne na podsektor industrije u cjelini. Težina trećeg stupa je vođena događajima, što otežava dodjelu definitivne težine u ESG rezultatu.

### 5.3. MSCI

MSCI ESG ocjene osmišljene su kako bi pomogle institucionalnim ulagačima da razumiju ESG rizike i prilike te im omogućile da te čimbenike integriraju u proces izgradnje i upravljanja svojim portfeljem. Cilj MSCI ESG ocjena je mjeriti otpornost poduzeća na dugoročne, financijski relevantne ESG rizike. MSCI mjeri razinu izloženosti riziku s kojom se suočava svako pojedino poduzeće kombinirajući podatke specifične za poslovanje dotičnog poduzeća s podacima na makrorazini relevantnima za svako ključno pitanje. Procjena uspješnosti poduzeća nastoji pomoći investitorima da razumiju financijski relevantne ESG rizike i prilike za poduzeće. Poduzeća s najvišim ocjenama su ona za koje je procijenjeno da najbolje upravljaju svojom izloženošću tim

značajnim ESG rizicima i prilikama.

Procjena je relativna za svaku pojedinu industriju, koristeći ljestvicu od sedam stupnjeva AAA – CCC. Za svako poduzeće MSCI ESG ocjene identificiraju dva do sedam ekoloških i društvenih ključnih pitanja (od ukupno 35 ključnih pitanja). Ključna ekološka i društvena pitanja specifična su za industriju i određuju se na temelju ekoloških ili društvenih vanjskih učinaka koji mogu stvoriti neočekivane troškove za određeno poduzeće ili industriju. Naša procjena sposobnosti poduzeća da upravlja svojom izloženošću obično spada u tri široke kategorije: organizacijski kapacitet poduzeća i razina predanosti rješavanju ključnih rizika i prilika; snagu i opseg inicijativa, programa i ciljeva za poboljšanje učinka i iskustvo poduzeća u upravljanju određenim rizicima ili prilikama. Procjena ključnih problema upravljanja poduzećem napravljena je korištenjem modela bodovanja temeljenog na odbitku, pri čemu svako poduzeće počinje s ocjenom „savršenih 10“, a odbici u bodovanju primjenjuju se na temelju procjene ključnih metrika.

**Tablica 3. MSCI ESG Ratings – hijerarhija ključnih pitanja**

stupa 3	tema 10	ESG ključnih pitanja 35
Okolišni kriteriji	Klimatske promjene	Emisije ugljika
		Ranjivost na klimatske promjene
		Financiranje utjecaja na okoliš
		Ugljični otisak proizvoda
	Prirodni kapital	Bioraznolikost i korištenje zemljišta
		Izvor sirovina
		Vodeni stres
	Onečišćenje i otpad	Elektronički otpad
		Ambalažni materijal i otpad
		Otrovne emisije i otpad
Ekološke mogućnosti	Prilike u čistoj tehnologiji	
	Mogućnosti zelene gradnje	
	Mogućnosti u obnovljivoj energiji	

Društveni kriteriji	Ljudski kapital	Zdravlje i sigurnost Razvoj ljudskog kapitala Menadžment rada Standardi rada u opskrbnom lancu
	Odgovornost za proizvod	Kemijska sigurnost Financijska zaštita potrošača Osiguranje zdravstvenog i demografskog rizika Privatnost i sigurnost podataka Sigurnost i kvaliteta proizvoda Odgovorno ulaganje
	Opozicija dionika	Odnosi u zajednici Kontroverzni izvori
	Društvene mogućnosti	Pristup komunikacijama Pristup financijama Pristup zdravstvenoj skrbi Mogućnosti u prehrani i zdravlju
Upravljački kriteriji	Korporativno upravljanje	Odbor Plaćanje Vlasništvo i kontrola Računovodstvo
	Korporativno ponašanje	Poslovna etika Porezna transparentnost

Izvor: MSCI (2022) *ESG Ratings Methodology*

Postotni poredak može se tumačiti na način prikazan u sljedećoj tablici.

**Tablica 4.** Interpretacija postotnog poretka

Postotni rang	96 – 100	76 – 95	26 – 75	6 – 25	0 – 5
Opis	najbolji u klasi	iznad prosjeka	prosjeak	ispod prosjeka	najgori u klasi

Izvor: MSCI ESG Research LLC (2022) *ESG Ratings Methodology*

MSCI *ESG Ratings* izračunava izloženost svakog poduzeća ključnim ESG rizicima na temelju raščlambe njegovog poslovanja: temeljnih proizvoda / poslovnih segmenata, lokacija njegovih operacija i drugih relevantnih mjera kao što su vanjska proizvodnja ili oslanjanje na državne ugovore. Problemi se također ponderiraju na temelju utjecaja i vremenskog horizonta njihovih rizika ili prilika. MSCI utvrđuje doprinosi li industrija puno ili malo ukupnom

problemu i identificira li rizik ili priliku kao:

- kratkoročno (< 2 godine)
- srednjoročno
- dugoročno (5+ godina)

i uzima li te informacije u obzir pri isporuci ESG rezultata. Ostala razmatranja u MSCI ESG ocjenama uključuju procjenu prilika i kontroverzi.

## 6. Zakonska regulativa

Prema PWC-u (n. d.) upravljanje pravnim pitanjima organizacije danas podrazumijeva razmišljanje o pitanjima zaštite okoliša, društva i upravljanja (ESG). Pravna je funkcija ključni igrač u ispunjavanju ESG ciljeva. Europska komisija objavila je svoj akcijski plan o održivom financiranju 2018. godine s ciljem stvaranja plana za održivo financiranje u tri kategorije: preusmjeravanje tokova kapitala prema održivijem gospodarstvu, integracija održivosti u upravljanje rizikom te poticanje transparentnosti i dugoročnosti (EU 2018). Prema Europskoj komisiji održivo financiranje podrazumijeva uzimanje u obzir ESG pitanja prilikom donošenja odluka o ulaganju u financijski sektor što dovodi do povećanja dugoročnih ulaganja u održive gospodarske aktivnosti i projekte (EK 2023). EURONEXT (2022) navodi da je Europska unija sada uspješno implementirala tri glavne povezane uredbe: **Uredbu o klimatskim referentnim vrijednostima** (EU 2019/2089) za povećanje transparentnosti i usporedivosti referentnih metodologija koje se odnose na metriku okoliša, društva i korporativnog upravljanja (ESG), pružajući ulagačima jasnoću o ekološkoj održivosti njihovih ulaganja; **Uredbu o objavljivanju podataka o održivim financijama** (EU 2019/2088) za preusmjeravanje kapitalnih tokova prema održivim ulaganjima povećanjem transparentnosti sudionika na financijskim tržištima i savjetnika o rizicima održivosti, istovremeno osiguravajući ujednačeniju zaštitu krajnjih ulagača i **Uredbu o taksonomiji** (EU 2020/852) kojom se uspostavlja usklađena taksonomija za klasificiranje financijskih proizvoda kao održivih na razini EU-a, dodatno promičući ulaganja u održive aktivnosti i istovremeno rješavajući probleme *greenwashinga*. Održavanje koraka s potrebnim propisima svakako je izazov za poduzeća, a osobito ako se ima na umu da je Europska unija u međuvremenu uvela ili najavila niz regulatornih mjera povezanih s ESG kriterijima čiji se prikaz daje u tablici u nastavku.



**Tablica 5.** Pregled trenutnog i budućeg zakonodavstva u vezi s ESG-om u EU-u

Zakonodavstvo	Pregled	Status
Direktiva o izvješćivanju o održivosti poduzeća (CSRD)*	Dopunjuje zahtjeve za izvješćivanje Direktive o nefinancijskom izvješćivanju (NFRD):** proširuje opseg obveznog ESG izvješćivanja na sve velike tvrtke i mala i srednja poduzeća koja kotiraju na uređenim tržištima zahtijeva vanjsku reviziju za ESG izvješća provodi obvezne ESG standarde s detaljnijim zahtjevima za izvješćivanje. Prijedlog nije ograničen na pitanja klime i okoliša, već i na čimbenike povezane s društvenim i korporativnim upravljanjem kao što su jednakost, ljudska prava i slobode, pravedni radni uvjeti, poslovna etika itd.	Blizu dovršetka.  Konačni tekst podliježe glasovanju na plenarnoj sjednici Europskog parlamenta.  Primjena CSRD-a odvijat će se u tri faze, ovisno o vrsti poduzeća.
Uredba EU-a o zelenim obveznicama (EUGBR)***	Cilj je postaviti standard EU-a o tome kako tvrtke i javna tijela mogu koristiti zelene obveznice za prikupljanje sredstava na tržištima kapitala i uključuje prijedloge za:  razjašnjenje definicije zelenih gospodarskih aktivnosti na temelju Uredbe o taksonomiji i smanjenje potencijalnih reputacijskih rizika za izdavatelje, standardizaciju prakse vanjske revizije i poboljšanje povjerenja u vanjsku reviziju uvođenjem dobrovoljne registracije i režima nadzora. Prijedlog bi trebao poboljšati sposobnost ulagača da identificiraju i vjeruju visokokvalitetnim zelenim obveznicama.	U tijeku.  Završne faze rasprave između Komisije, Vijeća i Europskog parlamenta.  Trenutačna su očekivanja da bi tržišna primjena započela ili 2024. ili 2025., ovisno o konačnom kompromisnom tekstu.

<p><i>Corporate Sustainability Due Diligence Directive</i> (CSDDD)****</p>	<p>Predlaže horizontalni okvir za poticanje doprinosa poduzeća koja posluju na jedinstvenom tržištu te poštovanja ljudskih prava i okoliša:</p> <p>uspostavljanje korporativne dubinske analize za tvrtke kako bi identificirale, okončale, spriječile, ublažile i uzele u obzir negativne ESG utjecaje u svojim operacijama i lancima vrijednosti;</p> <p>uvođenje dužnosti za direktore poduzeća iz EU-a da uspostave i nadgledaju provedbu procesa dubinske analize i integriraju dubinsku analizu u korporativnu strategiju. Utjecat će na velika poduzeća iz EU-a ili poduzeća izvan EU-a koja su aktivna u EU-u (puni opseg ili ciljani opseg ovisno o prometu i broju zaposlenika). Mala i srednja poduzeća, uključujući mikropoduzeća, nisu obuhvaćena, ali mogu biti pogođena kao izvođači ili podizvođači tvrtki obuhvaćenih područjem primjene. Tvrtke koje imaju poslovnog partnera za mala i srednja poduzeća dužne su im pružiti podršku u ispunjavanju mjera dubinske analize.</p>	<p>U tijeku.</p> <p>Prve rasprave u Vijeću i Europskom parlamentu o prijedlozima Komisije.</p> <p>Datumi prijave ovisit će o tome je li tvrtka u punom ili ciljanom opsegu.</p>
<p>Izvor: Prilagođeno prema EURONEXT (2022) <i>Guide to the latest ESG EU regulatory initiatives</i>. Dostupno na <a href="https://www.euronext.com/en/news/esg-laws-regulation">https://www.euronext.com/en/news/esg-laws-regulation</a> (pristupljeno 3. 4. 2023.)</p> <p>Bilješke:</p> <p>*<a href="https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en#csrd">https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en#csrd</a> (pristupljeno 3. 4. 2023.)</p> <p>**<a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095</a> (pristupljeno 3. 4. 2023.)</p> <p>***<a href="https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en">https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en</a> (pristupljeno 3. 4. 2023.)</p> <p>****<a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071</a> (pristupljeno 3. 4. 2023.)</p>		

## 7. Podaci, metodologija i istraživanje

### 7.1. Opis podataka

Podaci o javno dostupnim ESG ocjenama preuzeti su sa službene mrežne stranice Sustainalytics 27. 3. 2023. (<https://www.sustainalytics.com/esg-ratings>). Temeljem preuzetih podataka na cjelovitom skupu u nastavku se prikazuje deskriptivna statistika na temelju kvalitativnih i kvantitativnih ESG ocjena. Iz skupa su izuzeti poslovni subjekti koji su se ponavljali tako da je ukupno analizirano 13.405 poslovnih subjekata. U cilju utvrđivanja ESG rizičnosti po sektorima svi poslovni subjekti unutar uzorka razvrstani su

prema njihovim temeljnim djelatnostima u GICS (engl. GICS – *Global Industry Classification Standard*) sustavu koji čine sljedeće razine: sektori, industrijske grupe, industrije i podindustrije. Prema temeljnoj podjeli, odnosno sektorima postoji 11 podjela, temeljem čega je promatrani uzorak razvrstan u sljedećoj tablici.

**Tablica 6.** Podjela promatranog uzorka prema udjelima unutar različitih sektora

Sektor	Broj poslovnih subjekata	Udio
Energetski sektor	509	3,8 %
Sektor materijala	1.196	8,9 %
Industrijski sektor	2.258	16,8 %
Sektor neesencijalnih proizvoda	1.561	11,6 %
Sektor esencijalnih proizvoda	768	5,7 %
Zdravstveni sektor	1.324	9,9 %
Financijski sektor	1.990	14,8 %
IT sektor	1.792	13,4 %
Sektor komunikacijskih usluga	419	3,1 %
Sektor javnih usluga	622	4,6 %
Sektor nekretnina	966	7,2 %
Ukupno	13.405	100,0 %

Temeljem prikazane tablice najveći udio poslovnih subjekata sadržan je unutar industrijskog sektora te broji 2.258 poslovnih subjekata nakon kojega slijede financijski sektor s ukupno 1.990 poslovnih subjekata i IT sektor s ukupno 1.792 poslovna subjekta. Za sve poslovne subjekte analizirane su ESG ocjene koje dodjeljuje Sustainalytics sukladno opisu iz poglavlja 4.2. Temeljem cjelokupnog analiziranog uzorka u nastavku je predstavljena deskriptivna statistika.

**Tablica 7.** Deskriptivna statistika ESG ocjene rizika cjelokupnog uzorka i prema razinama rizika

	Sveukupno	Ozbiljan	Visok	Srednji	Nizak	Zanemariv
Mean	26,48	46,24	34,05	24,99	16,02	8,35
Standard Error	0,08	0,15	0,05	0,04	0,04	0,10
Median	25,6	44,6	33,7	24,9	16,3	8,7
Mode	24,2	41,2	31,3	24,2	19,1	9,8
Standard Deviation	9,59	5,35	2,72	2,83	2,63	1,43
Kurtosis	0,51	4,49	-0,92	-1,16	-0,86	2,27
Skewness	0,63	1,54	0,37	0,01	-0,42	-1,39
Minimum	2,3	40	30	20	10	2,3
Maximum	89,8	89,8	40	30	20	10
Count	13.405	1.208	3.140	5.433	3.407	217

Temeljem prikazane deskriptivne statistike može se zaključiti da je na uzorku od 13.405 kompanija najveći broj rejtinga svrstan u kategoriju srednjeg rizika dok su kategorije niskog i visokog rizika podjednake, no isto se ne može reći i za poslovne subjekte kategorije zanemarnog rizika koji su zastupljeni u uzorku sa svega 1,62 % dok poslovni subjekti s ozbiljnim rizikom sudjeluju u uzorku s 9,01 %.

## 7.2. Metodologija i rezultati istraživanja

U cilju odgovaranja na prvo istraživačko pitanje napravljena je korelacijska analiza između ESG ocjena Refinitiva i Sustainalyticsa te je izabrano 238 zajedničkih poslovnih subjekata iz različitih sektora kojima su navedene organizacije dodijelile ocjene, vodeći pritom računa da u uzorku budu prisutni poslovni subjekti svih razina rizika kada je to bilo moguće. Dobiveni statistički signifikantan Pearsonov korelacijski koeficijent iznosi 0,512 što prema Horvat, Mijoč (2012) predstavlja pozitivan<sup>16</sup> umjeren korelacijski koeficijent. Prema Billio *et al.* (2011) korelacija je u prosjeku oko 0,58 između Refinitiva i MSCI-ja te varira između 0,43 – 0,69 između Refinitiva i RobecoSAMa, a do sličnog nalaza došli su i Berg *et al.* (2022) čime se može zaključiti da su rezultati slični prethodnim nalazima. Drugim riječima, upravo radi različitih metodologija rezultati potvrđuju neslaganja različitih davatelja ocjena.

<sup>16</sup> Nužno je napomenuti da je ljestvica ESG ocjena obrnuta u odnosu na Refinitiv, odnosno ocjena 1 predstavlja ekvivalent ocjeni 99 od strane Refinitiva; stoga je prilagođena radi jednostavnijeg tumačenja rezultata.

U cilju odgovaranja na drugo istraživačko pitanje koje glasi odgovaraju li ESG ocjene prema sektorima, odnosno postoje li bolje i lošije ocijenjeni sektori, u tablici 8 napravljena je analiza poslovnih subjekata prema ESG rizicima koji su razvrstani prema različitim sektorima.

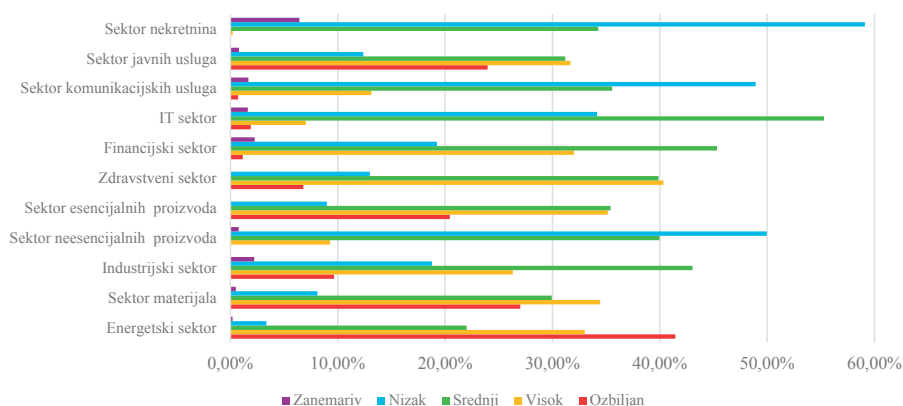
**Tablica 8.** Raspodjela sektora prema stupnju rizičnosti

Sektor	Rizik					ukupno
	ozbiljan	visok	srednji	nizak	zanemariv	
Energetski sektor	211	168	112	17	1	<b>509</b>
Sektor materijala	323	412	358	97	6	<b>1,196</b>
Industrijski sektor	218	594	972	424	50	<b>2,258</b>
Sektor neesencijalnih proizvoda	0	145	624	780	12	<b>1,561</b>
Sektor esencijalnih proizvoda	157	270	272	69	0	<b>768</b>
Zdravstveni sektor	90	534	528	172	0	<b>1,324</b>
Financijski sektor	23	637	902	383	45	<b>1,990</b>
IT sektor	34	126	991	612	29	1,792
Sektor komunikacijskih usluga	3	55	149	205	7	<b>419</b>
Sektor javnih usluga	149	197	194	77	5	<b>622</b>
Sektor nekretnina	0	2	331	571	62	<b>966</b>
Ukupno	1.208	3.140	5.433	3.407	217	13.405

Temeljem prikazane tablice može se zaključiti da je najveći udio poslovnih subjekata unutar industrijskog sektora nakon kojega slijede financijski sektor, IT sektor te diskrecijski sektor potrošača.<sup>17</sup> U cilju boljeg vizualnog pregleda rezultati su ujedno predstavljeni i grafičkim prikazom u nastavku.

17 Riječ je o sektoru čije proizvode potrošači mogu izbjegavati bez većeg utjecaja na njihovu dobrobit, npr. McDonalds, Tesla, Amazon itd.

Slika 6. Statistika rizičnosti prema sektorima u postocima



Izvor: izrada autora prema podacima Refinitiva i Sustainalyticsa

Energetski sektor, sektor materijala/sirovina, sektor javnih usluga i sektor esencijalnih proizvoda te industrijski sektor predstavljaju prvih pet sektora koji imaju zastupljen ozbiljan rizik u višoj mjeri. Prema prikazanom grafikonu može se ujedno potvrditi da se sektor nekretnina, sektor neesencijalnih proizvoda, sektor komunikacijskih usluga, IT sektor i financijski sektor nalaze u prvih pet sektora koji imaju nizak ili zanemariv rizik.

Tablica 9. Deskriptivna analiza po sektorima

Sektor	N	Mean	Std. Dev.	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Min.	Max.
					Lower Bound	Upper Bound		
Energetski sektor	509	37,968	11,0992	0,4920	37,001	38,934	7,3	89,8
Sektor materijala	1196	33,763	10,5997	0,3065	33,162	34,365	7,3	71,0
Industrijski sektor	2258	27,298	9,1369	0,1923	26,921	27,675	4,3	59,3
Sektor neesencijalnih proizvoda	1561	20,778	6,2744	0,1588	20,467	21,090	7,1	39,7
Sektor esencijalnih proizvoda	768	31,965	8,9847	0,3242	31,329	32,602	11,1	56,6
Zdravstveni sektor	1324	29,095	7,2347	0,1988	28,705	29,485	10,8	48,8
Financijski sektor	1990	26,216	7,3670	0,1651	25,893	26,540	2,9	52,6
IT sektor	1792	22,267	6,4811	0,1531	21,966	22,567	4,8	46,9
Sektor komunikacijskih usluga	419	21,212	6,7252	0,3285	20,566	21,858	5,3	45,5
Sektor javnih usluga	622	32,197	10,9462	0,4389	31,335	33,059	7,7	69,7
Sektor nekretnina	966	17,694	5,1166	0,1646	17,371	18,017	2,3	30,9
Ukupno	13405	26,477	9,5915	0,0828	26,315	26,640	2,3	89,8

Prema srednjim vrijednostima poredak sektora od lošijih ESG ocjena prema boljima je sljedeći: Energetski sektor, Sektor materijala, Sektor javnih usluga, Sektor esencijalnih proizvoda, Zdravstveni sektor, Industrijski sektor, Financijski sektor, IT sektor, Sektor komunikacijskih usluga, Sektor neesencijalnih proizvoda i Sektor nekretnina. U cilju potvrđivanja različitosti ocjena između sektora u nastavku je provedena statistička analiza.

**Tablica 10.** Analiza varijance (ANOVA)

	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
Between Groups	353513,716	10	35351,372	538,309	0,000
Within Groups	879600,077	13394	65,671		
Total	1233113,793	13404			

**Tablica 11.** Test homogenosti varijance

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
115,161	10	13394	0,000

**Tablica 12.** Robusni testovi jednakosti sredina

	Statistic <sup>1</sup>	df1	df2	Sig.
Welch	591,648	10	3794,112	0,000
Brown-Forsythe	495,608	10	6642,545	0,000

Napomena: <sup>1</sup>*Asymptotically F distributed.*

Prema rezultatima iz tablice 10 može se zaključiti da su promatrane različitosti između sektora statistički signifikantne na razini od 1 %. Prema rezultatima iz tablice 11 Levenov test sugerira nejednake varijance između sektora te, budući da je pretpostavka homogenosti varijance odbačena, korišten je Welchov F-test (Tablica 12). Temeljem rezultata Welchova testa potvrđuje se da je prosječna vrijednost različita između grupa te se u nastavku pristupilo ispitivanju između kojih sektora postoje različitosti temeljem *post hoc* testa Dunnett T3. Interpretacijom Dunnettovog T3 testa može se zaključiti da između svih sektora postoji statistička signifikantna različitost na razini signifikantnosti od 1 %, osim između sektora materijala i sektora javnih usluga, između sektora neesencijalnih proizvoda i sektora komunikacijskih usluga, između sektora esencijalnih proizvoda i sektora javnih usluga te IT sektora i sektora komunikacijskih usluga.

Investitori danas svoje ulagačke odluke sve češće temelje na ESG kriterijima. No, kako ističe EDHEC-RISK Climate Impact Institute, iako mnogi investitori prioritet stavljaju na uključivanje ekoloških, društvenih i upravljačkih (ESG) kriterija u svoje portfelje, važno je prepoznati da postoji više razloga koji stoje iza ovog trenda. S jedne strane, integracija ESG kriterija pomaže u smanjenju nefinancijskih rizika, poput reputacijskih, političkih i regulatornih rizika. Tvrtnice koje zanemaruju ESG kriterije izlažu se opasnostima poput bojkota potrošača, ekoloških katastrofa ili skandala u vezi s reputacijom. Dodatni motivi uključuju usklađivanje portfelja s vrijednostima i normama investitora, stvaranje pozitivnog društvenog utjecaja poticanjem odgovornog poslovanja tvrtki, smanjenje izloženosti rizicima s kojima se suočavaju poslovni subjekti koji zaostaju u području ESG-a, poput klimatskih ili pravnih rizika, te generiranje nadperformansi kroz potporu vodećim ESG tvrtkama.

Empirijske studije koje analiziraju performanse ESG investiranja mogu se podijeliti u tri skupine:

1. Neke studije ukazuju na to da ESG investiranje rezultira nadperformansom. Ove studije, poput Consolandi *et al.* (2009) i Renneboog *et al.* (2008), pronašle su dokaze da tvrtke sa snažnim ESG praksama financijski bolje posluju.
2. Druge studije ukazuju na to da ESG investiranje ne donosi ni podperformansu ni nadperformansu. Primjeri takvih studija su Naffa i Fain (2022), Hartzmark i Sussman (2019) te Managi *et al.* (2012) koje nisu pronašle značajne razlike u performansama između tvrtki temeljenih na njihovim ESG praksama.
3. Određene studije zaključuju da ESG investiranje rezultira slabijim rezultatima. Adler i Kritzman (2008) te Berlinger i Lovas (2015) primjeri su studija koje su pronašle dokaze ukazujući na to da ESG investicije mogu imati lošije rezultate u usporedbi s konvencionalnim investicijama.

U cilju određivanja performansi investiranja testirano je treće istraživačko pitanje koje glasi: „Postoje li razlike između efikasnih granica kod investitora koji ulažu u dionice sa zanemarivim i niskim ESG rizikom, investitora koji ulažu u dionice sa zanemarivim, niskim i srednjim ESG rizikom te investitora koji su indiferentni prema ESG ocjenama?“ Prvi korak podrazumijevao je odabir iz postojećeg uzorka 100 poslovnih subjekata na način da su kod



svakog sektora uzete po dvije dionice za svaku ESG rizičnost (gdje je to bilo moguće). Sljedeći korak je bio da se za svaku dionicu temeljem platforme *Yahoo Finance* preuzmu dnevne zaključne cijene za razdoblje od 1. 1. 2018. do 1. 1. 2023. godine nakon čega se izračunavao dnevni povrat. Budući da su u uzorku dionice iz različitih dijelova svijeta te su, kalendarski gledano, blagdani i praznici različito postavljeni, važno je napomenuti da je, ako na određeni dan nije ostvareno trgovanje, u obzir uzeta zaključna cijena iz prethodnog dana. Tako je za svaku od 100 dionica uzorka unutar pet godina generiran 1.301 dnevni povrat. Za svaku dionicu prosječni dnevni povrat služio je ujedno i kao očekivani budući povrat, odnosno iz perspektive portfelja povrat je računat prema formuli 3.

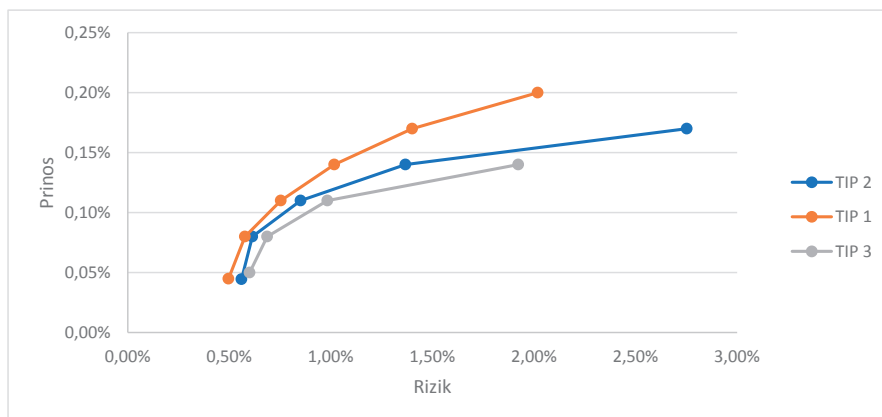
$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i) \quad (3)$$

gdje  $E(r_p)$  predstavlja povrat portfelja koji je jednak sumi svih pojedinačnih umnožaka udjela dionica  $w_i$  te očekivanog povrata dionice  $E(R_i)$ . Što se tiče rizika, rizik (volatilitnost) prinosa portfelja ovisi o kovarijanci različitih dionica u portfelju. Rizik tržišnog portfelja računao se temeljem formule 4.

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n w_i w_j \text{Cov}(R_i, R_j)} \quad (4)$$

gdje je  $\sigma_p$  standardna devijacija povrata portfelja dok  $\text{Cov}(R_i, R_j)$  označava kovarijancu tržišnih povrata dionica uključenih u portfelj. Temeljem navedenih parametara moguće je kreirati efikasnu granicu koju čini skup optimalnih investicijskih portfelja koji osiguravaju najviši povrat za danu razinu rizika, odnosno najniži rizik za dani očekivani povrat. Portfelji koji nisu na efikasnoj granici za isti povrat ne nude jednaku ili nižu razinu rizika, odnosno za određenu razinu rizika ne nude dovoljan povrat (Markowitz 1952). GRG metodom optimizacije (engl. *Generalized Reduced Gradient*) izračunati su udjeli pojedinačnih vrijednosnica u portfelju prema preferencijama tri tipa investitora. Od ograničenja je postavljeno da zbroj svih udjela mora iznositi 1 te da udjeli ne smiju biti manji od nule. Izračunate su tri efikasne granice za tip investitora jedan, dva i tri.

Slika 3. Efikasne granice



Prvi tip investitora je indiferentan prema ESG ocjenama; stoga je u izračun optimalnih portfelja bilo uključeno 100 dionica; drugi tip investitora vodi računa o tome da se u portfelju nalaze dionice sa srednjim, malim i zanemarivim ESG rizikom, temeljem čega je bila uključena 61 dionica, dok se kod trećeg tipa investitora inzistira na dionicama s malim i zanemarivim ESG rizikom, temeljem čega je u portfelj bilo uključeno 39 dionica. Temeljem prikazane slike 2 može se uočiti da tip 1 investitora ostvaruje najbolje rezultate, odnosno da za željeni prinos ostvaruje najmanju razinu rizika te se portfelji na efikasnoj granici tipa 1 investitora smatraju efikasnijim u odnosu na tip 2 i tip 3. Nalazi istraživanja su u skladu s prethodnim studijama jer portfelji s višim ESG ocjenama imaju niže povrate što ukazuje i na niži Sharpov pokazatelj (Prol, Kim 2022), odnosno da portfelji s višim ESG ocjenama ne ostvaruju više povrate u odnosu na portfelje s nižim ESG ocjenama (Halbritter, Dorfleitner 2015).

## 8. Zaključak

Porastom svijesti o utjecaju ljudskih aktivnosti na okoliš i društvo investitori u sve većoj mjeri postaju usredotočeni na uključivanje okolišnih, društvenih i upravljačkih pitanja (ESG) u odluke o investiranju. ESG ocjene omogućuju investitorima i raznim ostalim dionicima koji su na izravan ili neizravan način uključeni u određeni poslovni subjekt integrirani pogled na performanse održivosti poslovnog subjekta. Svaki od kriterija koji čini ukupnu ESG ocjenu sadržava brojne kriterije kao što su: utjecaj na okoliš, potrošnja energije,

emisija stakleničkih plinova, odnos prema zaposlenicima, odgovornost za proizvod, ljudska prava itd. Osim navedenog, ESG ocjene ujedno ocjenjuju korporativno upravljanje poslovnim subjektom temeljem raznih kriterija kao što su: sastav odbora, sustav nagrađivanja, etičnost itd. kako bi se osigurao odgovoran standard u procesu vođenja poslovnog subjekta. Budući da u svijetu raste svijest o relevantnosti ESG ocjena, ujedno raste i bavljenje mnogim pravnim i regulatornim pitanjima koja su vezana za pojedinačne ESG kriterije. Sve je veći broj zemalja koje su ujedno uspostavile pravila i propise temeljem kojih zahtijevaju od korporacija da objave informacije o održivom poslovanju što podiže razinu transparentnosti za sve dionike na jednu višu razinu. Uvođenje ESG rejtinga u proces donošenja investicijskih odluka pruža razne financijske i nefinancijske prednosti. ESG ocjene mogu pomoći ulagačima u prepoznavanju poslovnih subjekata koji su dobro pozicionirani i koji lakše prevladavaju rizike i iskorištavaju prilike koje su povezane s održivošću. Nefinancijske koristi od uključivanja ESG rejtinga u investicijski proces omogućuje investitorima da željeni novac koji žele investirati utroše u poduzeće čiji je djelovanje usklađeno s njihovim osobnim ciljevima i uvjerenjima. Isto tako, uključivanje ESG ocjena u investicijski proces može pridonijeti uspostavi održivog i poslovno odgovornog globalnog gospodarstva. Ono što danas predstavlja veliki izazov je to što dodjeljivanje ESG ocjena od strane financijskih kompanija nije standardizirano pa stoga financijske kompanije koje dodjeljuju ESG ocjene imaju interno uređene metodologije što često rezultira neujednačenim ESG ocjenama između različitih financijskih kompanija. Budući da je jedan od ciljeva istraživanja bio utvrditi korelaciju na uzorku od 238 poslovnih subjekata između Refinitiva i Sustainalyticsa, dobiveni rezultat je sugerirao pozitivnu umjerenu korelacijsku vezu što drugim riječima znači da odabir osiguravatelja ESG ocjene može značajno utjecati i na buduće investicijske odluke dok se kriteriji u potpunosti međunarodno ne standardiziraju. Osim toga, između različitih industrija postoje razlike u pogledu dodijeljenih ESG ocjena. Zanimljivo je primijetiti i zaključiti na temelju analiziranih 13.405 poslovnih subjekata da dobra koja su nužna za ljudske potrebe ili opstanak imaju lošije ESG ocjene dok dobra koja su u manjoj mjeri esencijalna za ljudske potrebe ili opstanak imaju veće ocjene. Tako su lošije ocijenjeni sektori energetske sektor, sektor materijala, sektor javnih usluga, sektor esencijalnih proizvoda i zdravstveni sektor dok su bolje ocijenjeni sektori nekretnina, sektor neesencijalnih proizvoda, sektor komunikacijskih usluga, IT sektor i financijski sektor. U ovome radu su

isto tako analizirane tri efikasne granice koje u različitim mjerama uvažavaju ili ne uvažavaju ESG ocjene prema promatranim dionicama za uključivanje u optimalne portfelje, temeljem čega se može zaključiti da rigoroznija ograničenja u smislu prihvaćanja dionica s višim ESG ocjenama ujedno smanjuju broj dostupnih financijskih instrumenata za ulaganje što ujedno ukazuje na slabije efikasne portfelje u odnosu na optimalne portfelje koji ne uvažavaju ESG ocjene.

Što se tiče ograničenja istraživanja, nužno je istaknuti da se očekivani povrat računao temeljem prosječnog dnevnog povrata te da bi rezultati vjerojatno bili vjerodostojniji da se očekivani povrat računao temeljem CAPM modela prilagođenog ESG-u, što u svome radu predlažu Pedersen *et al.* (2021), ili ostalih naprednijih načina izračuna očekivanog povrata dionica. Svakako bi bilo zanimljivo proučiti utjecaj pojedinačnih kriterija na Sharpeov pokazatelj. Osim toga, što se tiče korelacijske analize, u budućim istraživanjima bilo bi uputno ujedno detaljnije proučiti metodologije agencija koje osiguravaju ESG ocjene te pondere koje iste dodjeljuju unutar pojedinačnih kriterija kako bi se detaljnije utvrdili razlozi zbog kojih dolazi do razlika između ocjena različitih agencija.

## LITERATURA

Adler, T. i Kritzman, M. (2008) The Cost of Socially Responsible Investing, *Journal of Portfolio Management* 35(1): 52–56.

Allouche, Jose i Patrice Laroche (2005) A meta-analytical examination of the link between corporate social and financial performance, *Revue de Gestion des Ressources Humaines* 57: 18–41.

Arbeláez Vélez, A. M., Plepys, A. (2021) Car sharing as a strategy to address GHG emissions in the transport system: Evaluation of effects of car sharing in Amsterdam, *Sustainability*, 13(4), 2418.

Barber, B. M., Morse, A., Yasuda, A. (2021) Impact investing, *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185.

Becchetti, Leonardo, Rocco Cicchetti, Ambrogio Dalo i Stefano Herzel (2015) Socially responsible and conventional investment funds: Performance comparison and the global financial crisis, *Applied Economics* 47: 2541–62.

Bender, J., Bridges, T. A., He, C., Lester, A., Sun, X. (2018) A blueprint for integrating ESG into equity portfolios, *The Journal of Investment Management*, 16(1).

Berlinger, E. i Lovas, A. (2015) Sustainability and Growth: The Stern Review and the Model of Directed Technical Change, *IEHAS Discussion Paper*.

Berg, F., Koelbel, J. F., Rigobon, R. (2022) Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings, *Review of Finance*, 26(6), str. 1315–1344.

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., Pelizzon, L. (2021) Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), str. 1426–1445.

Briand, R., Urwin, R., Chia, C. P. (2011) Integrating ESG into the investment process, MSCI ESG Research, New York, <raspoloživo na: [www.msci.com/resources/research\\_papers/integrating\\_esg\\_into\\_the\\_investment\\_process\\_2.html](http://www.msci.com/resources/research_papers/integrating_esg_into_the_investment_process_2.html)>, [pristupljeno 20. 4. 2023.].

Chipalkatti, N., Le, Q. V., Rishi, M. (2021) Sustainability and society: Do environmental, social, and governance factors matter for foreign direct investment?, *Energies*, 14(19), 6039.

Cohen, G. (2022) ESG risks and corporate survival, *Environment Systems and Decisions*, str. 1–6.

Consolandi, C. A., Jaiswal-Dale, E. Poggiani, Vercelli, A. (2009) Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index, *Journal of Business Ethics* 87: str. 185–197.

Dathe, T., Dathe, R., Dathe, I., Helmold, M. (2022) Corporate Social Responsibility (CSR) and Ethical Management, U: *Corporate Social Responsibility (CSR), Sustainability and Environmental Social Governance (ESG) Approaches to Ethical Management*, str. 107–115., Cham: Springer International Publishing.

Ditlev-Simonsen, C. D. (2022) Sustainability and Finance: Environment, Social, and Governance (ESG), *A Guide to Sustainable Corporate Responsibility: From Theory to Action*, str. 189–206.

Dorfleitner, G., Halbritter, G., Nguyen, M. (2015) Measuring the level and risk of corporate responsibility—An empirical comparison of different ESG rating approaches, *Journal of Asset Management*, 16, str. 450–466.

Eccles, R. G., Kastropeli, M. D., Potter, S. J. (2017) How to integrate ESG into investment decision making: Results of a global survey of institutional investors, *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(4), str. 125–133.

EDHEC Climate Impact. (n. d.) Does ESG Investing Improve Risk-Adjusted Performance?, <raspoloživo na: <https://climateimpact.edhec.edu/does-esg-investing-improve-risk-adjusted-performance>>, [pristupljeno 7. 4. 2023.].

Esty, D. C., Cort, T. (ur.) (2020) *Values at work: Sustainable investing and ESG reporting*, New York, NY, USA: Palgrave Macmillan.

EU (2018) *COMMUNICATION FROM THE COMMISSION, Action Plan: Financing Sustainable Growth*, <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

EU (2019) Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks (Text with EEA relevance), <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2089>>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

EU (2019) Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Text with EEA relevance), <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02019R2088-20200712>>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

EU (2020) Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Text with EEA relevance), <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1594974685574&uri=CELEX:32020R0852>>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

EU (2014) Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups Text with EEA relevance, <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

EURONEXT (2022) Guide to the latest ESG EU regulatory initiatives, <raspoloživo na: <https://www.euronext.com/en/news/esg-laws-regulation>>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

Europska komisija (2023) Overview of Sustainable Finance, <[https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

Europska komisija (2019) European green bond standard, <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en)>, [pristupljeno 3.4. 2023.].

Europska komisija (2021) Sustainable finance package, <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package\\_en#csrd](https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en#csrd)>, [pristupljeno 3. 4. 2023.].

Europsko vijeće (2014) Zaključci Vijeća od 23. i 24. 10. 2014. godine vezano uz klimatsku i energetska politiku do 2030. godine, <raspoloživo na: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-169-2014-INIT/hr/pdf>>, [pristupljeno 12. 4. 2023.].

Eurostat (n. d.) Air emissions accounts by industry group (NACE), air pollutants and by country, Eurostat Statistics Explained, <raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ENV\\_AC\\_AIGG\\_Q\\_\\_custom\\_2691128/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=4bb9ab20-296b-4119-88e9-580ea7741c0a](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ENV_AC_AIGG_Q__custom_2691128/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=4bb9ab20-296b-4119-88e9-580ea7741c0a)>, [pristupljeno 10. 3. 2023.].

Fernández Mateo, J., Franco-Barrera, A. J. (2020) Animal welfare for corporate sustainability: the business benchmark on farm animal welfare, *Journal of Sustainability Research*, 2(3).

Folqué, M., Escrig-Olmedo, E., Corzo Santamaría, T. (2021) Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context, *Sustainable Development*, 29(5), str 876–890.

Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), str. 210–233.

Fu, H., Baltazar, J. C., Claridge, D. E. (2021) Review of developments in whole-building statistical energy consumption models for commercial buildings, *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 147, 111248.

Globalna inicijativa za izvješćivanje, engl. *Global Reporting Initiative (GRI)* (2016) GRI 101: Foundation 2016, <raspoloživo na: <https://www.globalreporting.org/standards/media/1036/gri-101-foundation-2016.pdf>>, [pristupljeno 3. 2. 2022.]

Goh, N. (2022) ESG and investment arbitration: a future with cleaner foreign investment?, *The Journal of World Energy Law & Business*, 15(6), 485–501.

Google Trends (2023), <raspoloživo na: <https://trends.google.com/trends/explore?date=2004-01-22%202023-02-22&q=Green%20investing,ESG%20investing,Socially%20responsible%20investing>>, [pristupljeno 22. 2. 2023.].

Halbritter, G., Dorfleitner, G. (2015) The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing, *Review of Financial Economics*, 26, str. 25–35.

Hartzmark, S. M., Sussman, A. B. (2019) Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows, *The Journal of Finance*, 74(6), str. 2789–2837.

Henisz, W., Koller, T., Nuttall, R. (2019) Five ways that ESG creates value, <raspoloživo na: <http://dln.jaipuria.ac.in:8080/jspui/bitstream/123456789/2319/1/Five-ways-that-ESG-creates-value.pdf>>, [pristupljeno 14. 4. 2023.].

Hoang, T. (2018) The role of the integrated reporting in raising awareness of environmental, social and corporate governance (ESG) performance, *Stakeholders, Governance and Responsibility Vol. 14*, str. 47–69., Emerald Publishing Limited.

Horvat, J., Mijoč, J. (2019) Osnove statistike, Naklada Ljevak.

Inderst, G., Kaminker, C., Stewart, F. (2012) Defining and Measuring Green Investments: Implications for Institutional Investors' Asset Allocations, OECD Working Papers on Finance, *Insurance and Private Pensions*, No. 24, OECD Publishing, <raspoloživo na: <http://dx.doi.org/10.1787/5k9312twnn44-en>>, [pristupljeno: 5. 3. 2023.].

Khan, M. (2019) Corporate governance, ESG, and stock returns around the world, *Financial Analysts Journal*, 75(4), str. 103–123.

Klassen, R. D., Vachon, S. (2003) Collaboration and evaluation in the supply chain: The impact on plant level environmental investment, *Production and Operations Management*, 12(3), str. 336–352.

Kwan, S. C., Hashim, J. H. (2016) A review on co-benefits of mass public transportation in climate change mitigation. *Sustainable cities and society*, 22, str. 11–18.

Lin, Y., Qin, Y., Wu, J., Xu, M. (2021) Impact of high-speed rail on road traffic and greenhouse gas emissions, *Nature Climate Change*, 11(11), str. 952–957.

London Stock Exchange Group (2018) Refinitiv acquisition documents, <raspoloživo na: <https://www.lseg.com/en/investor-relations/refinitiv-acquisition-documents>>, [pristupljeno 12. 2. 2023.].

Managi, S., T. Okimoto, Matsuda., A., (2012) Do Socially Responsible Investment Indexes Outperform Conventional Indexes?, *Applied Financial Economics* 22: str. 1511–1527.

Martinez-Oviedo, R., Medda, F. (2018) Real Natural Assets: The Real Green Investment Alternative, *The Journal of Alternative Investments*, 21(3), str. 53–69.

Markowitz, H. (1952) Portfolio selection, *Journal of Finance*, 7, str. 77–91.

MSCI (n. d.), ESG Ratings Methodology, <raspoloživo na: <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

MSCI (n. d.), *ESG Indexes*, <raspoloživo na: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes>>, [pristupljeno 6. 4. 2023.].

Naffa, H., Fain, M. (2022) A factor approach to the performance of ESG leaders and laggards, *Finance Research Letters*, 44, 102073.

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*, 9(3), 48.



Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., Pomorski, L. (2021) Responsible investing: The ESG-efficient frontier, *Journal of Financial Economics*, 142(2), str. 572–597.

Prol, J. L., Kim, K. (2022) Risk-return performance of optimized ESG equity portfolios in the NYSE, *Finance Research Letters*, 50, 103312.

PwC (2022) PwC Global Investor Survey 2022, <raspoloživo na: <https://www.pwc.com/gx/en/global-investor-survey/PwC-Global-Investor-Survey-2022.pdf>>, [pristupljeno 12. 4. 2023.].

PwC (n. d.) ESG legal services, <raspoloživo na: <https://www.pwc.com/gx/en/services/legal-business-solutions/esg-legal.html>>, [pristupljeno: 15. 3. 2023.].

Refinitiv (2021) Refinitiv ESG scores methodology, <raspoloživo na: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)>, [pristupljeno 11. 3. 2023.].

Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008) Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior, *Journal of Banking and Finance* 32(9), str. 1723–1742.

Rydholm, J., Schultzberg Bagge, S. (2020) Rating Objectivity: The Confusions in Nordic ESG Ratings: ESG Ratings Subjectivity and its Consequences, <raspoloživo na: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1437809/FULLTEXT01.pdf>>, [pristupljeno 20. 2. 2023.].

Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M., Hamilton, I. (2009) The heterogeneity of socially responsible investment, *Journal of business ethics* 87, str. 519–533.

Sol, D., Laca, A., Laca, A., Díaz, M. (2020) Approaching the environmental problem of microplastics: Importance of WWTP treatments, *Science of the Total Environment*, 740, 140016.

Sparkes, R. (2002) *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, Wiley, Chichester, UK.

Sparkes, R., Cowton, C. J. (2004) The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility, *Journal of business ethics*, 52, str. 45–57.

Sustainalytics (2021) ESG Risk Ratings – Methodology Abstract Version 2.1., <raspoloživo na: <https://connect.sustainalytics.com/esg-risk-ratings-methodology>>, [pristupljeno 17. 3. 2023.].

Sustainalytics (n. d.). Key principles for responsible investment, <raspoloživo na: [https://www.sustainalytics.com/docs/default-source/default-document-library/key\\_principles.pdf?sfvrsn=7020cc18\\_0](https://www.sustainalytics.com/docs/default-source/default-document-library/key_principles.pdf?sfvrsn=7020cc18_0)>, [pristupljeno 7. 1. 2023.].

Sutherland, J. W., Richter, J. S., Hutchins, M. J., Dornfeld, D., Dzombak, R., Mangold, J., Friemann, F. (2016) The role of manufacturing in affecting the social dimension of sustainability, *CIRP Annals*, 65(2), str. 689–712.

Ülker, D., Bayırhan, İ., Mersin, K., Gazioğlu, C. (2021) A comparative CO2 emissions analysis and mitigation strategies of short-sea shipping and road transport in the Marmara Region, *Carbon Management*, 12(1), str. 1–12.

Ujedinjeni narodi (2006) Who Cares Wins, <raspoloživo na: [https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who\\_cares\\_wins\\_global\\_compact\\_2004.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf)>, [pristupljeno 7. 2. 2023.].

Yahoo Finance (n. d.). MSCI Inc, <raspoloživo na: <https://finance.yahoo.com/quote/MSCI/holders/>>, [pristupljeno 13. 2. 2023.]

World Health Organization (n. d.). Air pollution, <raspoloživo na: [https://www.who.int/health-topics/air-pollution#tab=tab\\_1](https://www.who.int/health-topics/air-pollution#tab=tab_1)>, [pristupljeno 27. 4. 2023.].

Zumente, I., & Lāce, N. (2021) ESG Rating—Necessity for the Investor or the Company?, *Sustainability* 13(16), 8940.

# MAKING INVESTMENT DECISIONS CONSIDERING ESG CRITERIA: CHALLENGES AND PERSPECTIVES

## **Abstract**

In line with the fundamental goals of sustainable development, many companies are looking for ways to incorporate environmental, social, and governance criteria into their business decisions. This paper analyzes the challenges and benefits of implementing ESG criteria. The lack of solid data on which to base ESG assessments is often an inhibiting factor in implementing ESG strategies. Another common challenge arises from differences in internal methodologies among financial agencies, which ultimately results in financial agencies assigning different ESG ratings to the same companies. Inconsistent valuation methodology can be a problem when constructing an investment portfolio. Therefore, this paper provides an analysis of the ESG valuation methodology and an explanation of its individual elements. The paper explains the benefits of integrating ESG criteria and regulatory requirements and analyzes the correlation of Sustainalytics' and Refinitiv's ESG ratings using a sample of 13,405 companies. Using the same sample, the variation in ESG ratings by sector was analyzed to determine whether ESG risk differs between sectors and to identify which sectors are riskier. Efficient frontiers were created to compare investment portfolios containing companies with different ESG ratings. Based on these comparisons, it was found that excluding stocks with low ESG ratings in the portfolio neither reduces risk nor increases returns.

**Key words:** Sustainalytics, Refinitiv, environmental criteria, social criteria, governance criteria

**JEL classification:** G11, G38, Q01

**Ana Marija Sikirić Simčić**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
ana.marija.sikiric@efri.hr, ORCID 0000-0002-8408-586X

## RODNA PERSPEKTIVA INVESTICIJA

### **Sažetak**

Održivo ulaganje posljednjih je godina doživjelo impresivan rast. Ekološko, društveno i korporativno upravljanje (ESG) postaje relevantan faktor u odlukama o investiranju. Jedan od rastućih segmenata održivog ulaganja je i ulaganje u rodnu ravnopravnost.

Žene se, unatoč promjenama, još uvijek suočavaju s nejednakošću i diskriminacijom koja ograničava njihove izbore i mogućnosti za potpuni razvoj i ekonomsko osnaživanje. Investicije u rodnu ravnopravnost promiču društveno i ekonomsko osnaživanje žena uz ostvarivanje financijskog povrata. Uključivanje rodne perspektive u ulaganja važno je iz nekoliko razloga. Prvo, postizanje rodne ravnopravnosti utječe na sve aspekte održivog razvoja. Drugo, empirijska istraživanja ukazuju na pozitivnu korelaciju između zastupljenosti žena na izvršnim pozicijama i financijskog rezultata. Navedeno upućuje na to da rodno odgovorna ulaganja doprinose održivom razvoju te mogu generirati veći povrat ulaganja nego što bi to bio slučaj da se rodna perspektiva ne uzme u obzir.

U radu će se istražiti nužnost uključivanja rodne perspektive u okviru koncepta održivog ulaganja. Analizirat će se koristi takvog pristupa, ali i kritički preispitati njegov narativ te ekonomske i političke implikacije.

**Ključne riječi:** održivo ulaganje, rodna ravnopravnost, rodna perspektiva, ekonomsko osnaživanje žena

**JEL klasifikacija:** D63, D31

## 1. Uvod

Poslovna zajednica sve više prepoznaje svoju ulogu u ostvarenju ciljeva održivog razvoja (SDG) i važnost ekološkog, društvenog i korporativnog upravljanja (ESG). Usvajanje ESG regulative donosi nove prilike za poduzeća da pokažu svoja nastojanja široj publici u pogledu održivosti i društvene odgovornosti. Rodna ravnopravnost, raznolikost i inkluzivnost stoje iza slova «S» u ESG-u te se polazi od pretpostavke da bi ulaganje u skladu s ESG-ovim načelima moglo biti važan akcelerator postizanja rodne ravnopravnosti, raznolikosti i uključenosti na radnom mjestu jer je rodna neravnopravnost još uvijek sveprisutan globalni fenomen te je uglavnom „ženskog lica“. Problem rodne neravnopravnosti uključuje se u ESG regulativu zbog spoznaje da je rodna ravnopravnost kritična komponenta društvenog napretka te da ima širok i jasan utjecaj na ekonomski i socijalni razvoj. Iako su ekonomisti već u tridesetim i pedesetim godinama 20. stoljeća počeli debatirati o tzv. „ženskim pitanjima“, povezanost roda i ekonomije prepoznata je tek u ranim sedamdesetim godinama istoga stoljeća, a s makroekonomskog gledišta još i kasnije. Uočeno je da gospodarski razvoj nema jednak utjecaj na muškarce i žene, a osamdesetih se godina dovela u pitanje i rodna neutralnost makroekonomskih politika kao i utjecaj roda i rodnih uloga na makroekonomska kretanja (Beneria 1995). Stoga se rod u ekonomskim istraživanjima, a i u okviru ESG-a, pojavljuje kao analitička kategorija s ciljem kreiranja politika koje će ukloniti postojeće rodne neravnopravnosti.

Unatoč postojećoj zakonskoj regulativi i percepciji pojedinaca, rodna neravnopravnost je problem prisutan i u europskom i hrvatskom društvu, a ekonomski se najjasnije statistički oslikava na tržištu rada. Aktivnim sudjelovanjem na tržištu rada pojedinac postiže financijsku neovisnost i svojim radom doprinosi gospodarskom rastu i razvoju. Financijska neovisnost omogućuje, kako ženama tako i muškarcima, kontrolu nad vlastitim životom te pruža mogućnost izbora; stoga se promatra kao ključan korak prema postizanju veće jednakosti muškaraca i žena u društvu općenito. Podaci pokazuju da su žene premostile obrazovni jaz u usporedbi s muškarcima i predstavljaju ogroman radni ljudski potencijal, ali njihov status na tržištu rada ne odražava u potpunosti obrazovna dostignuća. Na tržištu rada još uvijek je prisutna rodna neravnopravnost koja se očituje nižom aktivnosti ženske radne snage, nižom stopom zaposlenosti i nižim dohodcima žena

u odnosu na dohotke muškaraca, kao i rodnom segregacijom zanimanja<sup>18</sup>. Razlog neravnopravnog sudjelovanja muškaraca i žena na tržištu rada može se povezati s ulogama koje društvo pripisuje muškarcima i ženama, tzv. „rodnim ulogama“. Drugim riječima, društvo očekuje od muškarca aktivno sudjelovanje na tržištu rada dok se od žene očekuje da na sebe preuzima veći dio neplaćenog rada koji joj često onemogućuje aktivno sudjelovanje na tržištu rada i/ili ju stavlja u nepovoljniji položaj u odnosu na muškarce. Ovakva podjela rada kao posljedica društveno konstruiranih očekivanja, normi i ponašanja snažan je instrument za potpuno ili djelomično isključivanje žena iz gospodarskog života. Time žena potpuno ili djelomično gubi svoju financijsku neovisnost što joj ograničava kontrolu nad vlastitim životom, smanjuje pregovaračku moć u kućanstvu i stvara hijerarhijski odnos podređenosti između jednakovrijednih društvenih skupina. Osim toga, može imati i negativne efekte na financijsku sigurnost žene u budućnosti kroz niže mirovine i slično (Sikirić 2019).

Rodna neravnopravnost nije samo društveno nepoželjna pojava, kao ni bilo koji drugi oblik neravnopravnosti ili nejednakosti, nego ima i negativne ekonomske učinke na gospodarski rast i razvoj što dokazuju rezultati brojnih studija i provedenih empirijskih istraživanja koja su uključivale zemlje različitih razina ekonomskog razvoja (Klasen 1999; Klasen 2002; Klasen, Laman 2009; Knowles *et al.* 2002; Brummet 2008; Forbes 2000). Mnogi problemi budućnosti neće moći biti riješeni bez rodne perspektive jer je demografski i ekonomski razvoj usko povezan s postizanjem rodne ravnopravnosti. Ekonomska snaga je neodrživa bez intenzivnijeg sudjelovanja žena na tržištu rada te ravnopravne zastupljenosti muškaraca i žena u političkim i gospodarskim procesima donošenja odluka (UN 2014; Europski parlament 2016). Poboljšanje rodne ravnopravnosti ima mnogo pozitivnih učinaka na pojedince, ali i na društvo u cjelini. Rodno ravnopravnija Europska unija imala bi snažan, pozitivan učinak na BDP, razinu zaposlenosti i produktivnosti te bi mogla odgovoriti na izazove povezane sa starenjem stanovništva (EIGE 2017). Stoga je rodna ravnopravnost jedan od ključnih prioriteta Europske unije. U skladu s tim, uključivanje rodne ravnopravnosti i osnaživanja žena kao petog cilja održivog razvoja (SDG) dodatno naglašava važnost

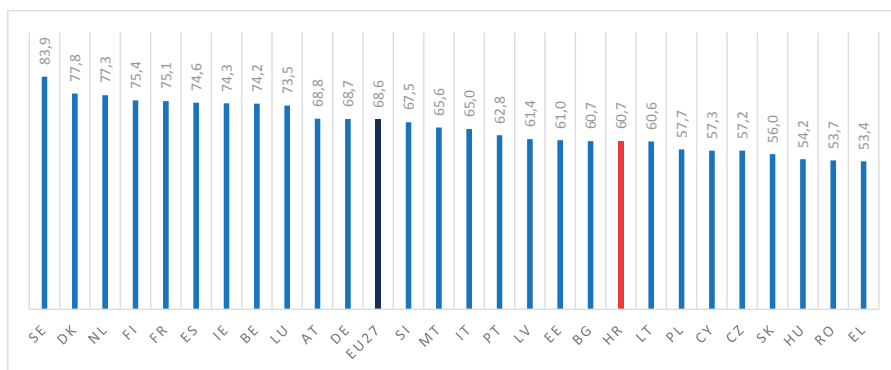
18 Tendencija je žena i muškaraca da izabiru različita zanimanja, odnosno da se muškarci zapošljavaju na „muškim radnim mjestima“ (inženjerstvo, znanost...), a žene na „ženskim radnim mjestima“ (zdravstvena zaštita i socijalna skrb, obrazovanje...). Čak i kada se žene educiraju za „muška zanimanja“, posao nalaze u „ženskim zanimanjima“ (Europska komisija 2013).

sudjelovanja žena na svim razinama.

Za postizanje rodne ravnopravnosti nužno je koordinirano djelovanje različitih dionika. U okviru ovoga rada ukazat će se na ulogu, ali i odgovornost poslovnog i financijskog sektora u stvaranju preduvjeta nužnih za postizanje rodne ravnopravnosti kako unutar organizacije tako i u društvu općenito. Nakon uvodnoga dijela, u drugome se poglavlju analizira položaj žena i muškaraca u Europskoj uniji i Hrvatskoj primjenom indeksa rodne ravnopravnosti. Treće poglavlje objašnjava neke od razloga podzastupljenosti žena na upravljačkim pozicijama te naglašava nužnost provođenja promjena koje će rezultirati većom rodnom ravnopravnosti. U četvrtome i petome poglavlju naglasak se stavlja na rodnu ravnopravnost u okviru održivog izvještavanja i investicijskih strategija te se ističe potreba za oprežnošću prilikom zagovaranja investicija u rodnu ravnopravnost i prezentiranja podataka iz nefinancijskih izvještaja organizacija. U zaključku se daje kratki pregled glavnih nalaza rada.

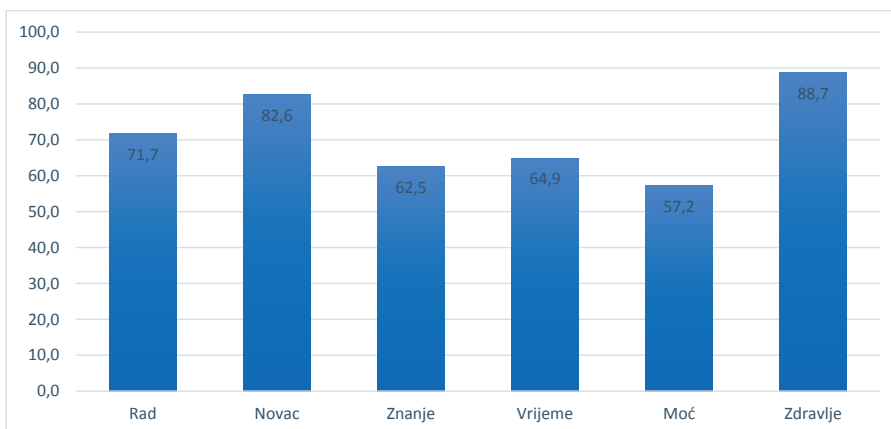
## 2. Rodna ravnopravnost u Europskoj uniji i Republici Hrvatskoj

Rodna neravnopravnost ima višedimenzionalan karakter te na njezinu prisutnost i prirodu utječu različiti ekonomski, sociološki i kulturni čimbenici. S obzirom na njezinu višedimenzionalnost, iznimno ju je teško ispravno kvantitativno prezentirati. Najčešće se kvantificira pomoću indeksa sastavljenih od niza različitih indikatora socioekonomskog statusa žena i muškaraca. Na području Europske unije se kao mjera rodne ravnopravnosti koristi GEI (engl. *Gender Equality Index*) indeks ili Indeks rodne ravnopravnosti koji je razvio Europski institut za rodnu ravnopravnost (EIGE). Indeks poprima vrijednosti od 0, koja podrazumijeva potpunu rodnu neravnopravnost, do 100 – potpunu rodnu ravnopravnost. Izračun indeksa temelji se na 31 pokazatelju kojima je obuhvaćeno šest glavnih domena: plaćeni rad, novac (visina dohotka, financijski resursi, rizik od siromaštva), znanje, vrijeme (neplaćeni rad i razonoda), moć (politička, ekonomska i društvena), zdravlje te dvije dodatne domene: nasilje i tzv. „interseksijske nejednakosti“. Indeksom se mjeri napredak rodne ravnopravnosti u Europskoj uniji te daje veća vidljivost područjima koja treba poboljšati. Vrijednost indeksa u 2022. godini na razini EU-27 iznosi 68,6, što ukazuje na to da je još dalek put do postizanja pune rodne ravnopravnosti u EU-u (EIGE 2022). Na grafikonu 1 prikazana je vrijednost indeksa po zemljama članicama Europske unije.

Grafikon 1. Vrijednost Indeksa rodne ravnopravnosti u 2022.<sup>19</sup> godini

Izvor: izrada autorice na temelju podataka EIGE-a (2022)

Iz grafikona 1 je vidljivo da su zamjetne razlike među zemljama članicama pa tako najnižu vrijednost indeksa bilježe Grčka (53,4), Rumunjska (53,7) i Mađarska (54,2) a najvišu Švedska (83,9), Danska (77,8) i Nizozemska (77,3). Hrvatska je među zemljama koje su ostvarile najveći porast indeksa u 2022. godini, ali se Hrvatska i dalje nalazi ispod prosjeka Europske unije s vrijednosti indeksa od 60,7. Vrijednost indeksa po domenama prikazan je na grafikonu 2.

Grafikon 2. Vrijednost Indeksa rodne ravnopravnosti po domenama<sup>20</sup> u 2022. godini

Izvor: izrada autorice na temelju podataka EIGE-a (2022)

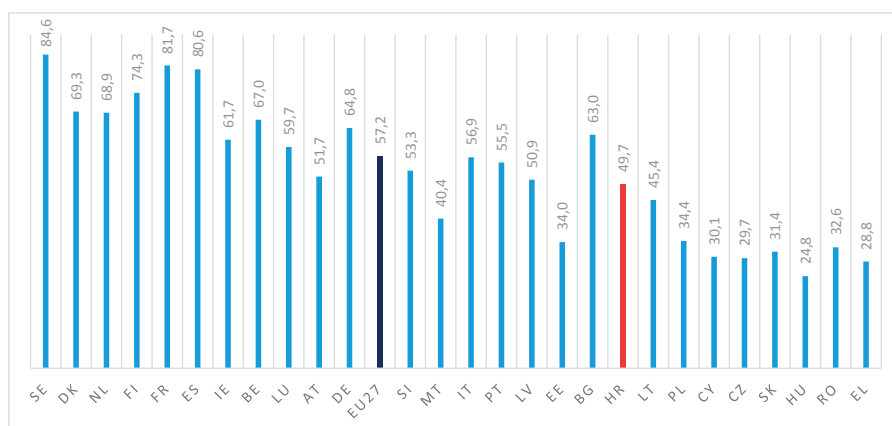
19 Vrijednost indeksa u 2022. godini utvrđuje se na temelju podataka iz 2020. godine.

20 Domene nasilja i intersekcijske nejednakosti nisu uzete u obzir prilikom izračuna indeksa bez nedostatka usporednih podataka.



Iz grafikona 2 je vidljivo da je vrijednost indeksa najniža u domeni moći, a najviša u domeni zdravlja. Domena moći mjeri rodnu ravnopravnost na mjestima odlučivanja u političkoj (zastupljenost žena i muškaraca u nacionalnim parlamentima, vladi i regionalnim/lokalnim skupštinama), ekonomskoj (udio žena i muškaraca u upravnim odborima najvećih kompanija koje kotiraju na burzama i nacionalnim središnjim bankama) i društvenoj sferi (ravnopravnost u odlučivanju u organizacijama koje financiraju istraživanja, medijima i sportu). Pritom je rodna neravnopravnost najviše izražena u ekonomskoj poddomeni jer su žene u Europskoj uniji u 2020. godini činile tek 31,6 % članova uprava i nadzornih odbora u najvećim poduzećima s javnom odgovornošću i tek 26,4 % udjela članova uprava središnjih banaka. Zadnji podaci pokazuju da je napredak u pogledu rodne ravnopravnosti u Europskoj uniji uvelike vođen domenom moći koja bilježi najveće pomake, odnosno porast ravnopravnosti u domeni moći rezultira značajnim povećanjem indeksa. U skladu s time Grčka, koja ima najnižu vrijednost indeksa među zemljama članicama Europske unije, ima izrazito nisku razinu rodne ravnopravnosti u domeni moći (28,8), za razliku od Švedske čija vrijednost indeksa u domeni moći iznosi 84,6. Na grafikonu 3 prikazana je vrijednost indeksa u domeni moći po zemljama članicama Europske unije.

Grafikon 3. Vrijednost indeksa rodne ravnopravnosti u domeni moći u zemljama članicama Europske unije u 2022. godini



Izvor: izrada autorice na temelju podataka EIGE-a (2022)

Na grafikonu 3 su zemlje poredane prema ukupnoj vrijednosti indeksa (od zemalja s najvišim prema zemljama s najnižim) kako bi se analizirala vrijednost indeksa u domeni moći u odnosu na ukupnu vrijednost. Vidljivo

je da zemlje s višim vrijednostima indeksa ujedno imaju i veću rodnu ravnopravnost u domeni moći i obratno. Hrvatska se i u domeni moći nalazi ispod prosjeka Europske unije. Prema podacima iz indeksa u Hrvatskoj žene čine tek 26,9 % članova uprava i nadzornih odbora najvećih dioničkih društava te 22,2 % članova uprave Hrvatske središnje banke u 2020. godini.

### 3. Rodna ravnopravnost unutar korporacija

Ranije navedeno potvrđuje da žene još uvijek imaju nižu ekonomsku, društvenu i političku moć, što se izravno odražava i na njihov položaj u društvu. Dosadašnja iskustva pokazuju da porast broja žena sa sveučilišnom diplomom neće biti dovoljan za uklanjanje rodnog jaza na upravljačkim razinama. Razlog tome su neusklađenost tradicionalnih rodnih uloga i korporativne kulture. Rodna uloga žene podrazumijeva kontinuirano balansiranje posla i kućanskih obaveza. Žene su i dalje u središtu obiteljskog života, sa svim pratećim ograničenjima (majčinstvo, odgoj djece, organiziranje obiteljskog života, briga o starijima i dr.) dok su korporativne poslove, osobito na upravljačkim pozicijama, kreirali muškarci te su kao takvi potporni stupovi tzv. „staklenog stropa“. Postavlja se pitanje koliko je dvostruki teret žena, koji je trenutno svojstven našem modelu društva, kompatibilan sa zahtjevima povezanim s višim menadžmentom. Dominantni model u poslovnom svijetu poistovjećuje vodstvo s nepogrešivom dostupnošću i potpunom geografskom mobilnošću u svakom trenutku („bilo kada, bilo gdje“). Model također pretpostavlja linearni put karijere, bez prostora za prekide u karijeri ili odbijanje ponude zemljopisne mobilnosti, čime se značajno otežava ili čak onemogućuje ravnopravno napredovanje muškaraca i žena (Desvaux *et al.* 2007). U Hrvatskoj, prema rezultatima istraživanja, oko trećina zaposlenih žena s djecom je zbog brige za djecu i njihov odgoj morala znatno usporiti napredovanje u karijeri, dok je čak četvrtina žena morala odustati od željene karijere. Svaka je peta zaposlena žena barem jednom u životu radi obiteljskih obaveza odbila napredovanje, a oko 13 % žena je zbog nemogućnosti izvršavanja svih radnih obaveza, koje su se kosile s njihovim obiteljskim i kućanskim poslovima, barem jednom primilo umanjenu plaću (Klasnić 2017). Stoga je potrebna promjena te prepoznavanje i uvažavanje postojećih razlika između muškaraca i žena prilikom kreiranja korporativne kulture. U biti, ako se ne minimiziraju temeljni uzroci problema, ozloglašeni „stakleni strop“ ostat će čvrsto na mjestu, a sudjelovanje žena u korporativnom vodstvu ostat će nisko.

Promjena je potrebna iz nekoliko razloga (Desvaux *et al.* 2007; UN 2014):

1. Postizanje rodne ravnopravnosti ključno je za prosperitetan i održiv svijet jer utječe na sve aspekte održivog razvoja. Najhitniji ekološki i društveni izazovi našeg vremena nerazmjerno utječu na žene.
2. Očekuje se da će se manjak europskih radnika povećati u nadolazećim desetljećima, posebno za najkvalificiranije poslove. Žene čine veći udio visokoobrazovanog stanovništva i predstavljaju snažan ljudski potencijal; stoga je neophodno osigurati ravnopravno sudjelovanje žena i muškaraca na tržištu rada.
3. Žene, svojstveno svojoj rodnoj ulozi, imaju veliki utjecaj na odluke o kupnji unutar kućanstva; stoga je za poduzeća neophodno integrirati žensku perspektivu u proces donošenja odluka.
4. Rodna raznolikost doprinosi imidžu i financijskoj uspješnosti kompanije te investitori rodnu raznolikost sve češće uključuju među svoje investicijske kriterije.

Povećanje udjela žena na upravljačkim pozicijama moguće je postići kreiranjem radnog okruženja koje omogućuje ravnotežu između privatnog i poslovnog života (fleksibilno radno vrijeme, skrb za djecu...) te promicanjem kulture rodne ravnopravnosti na svim razinama (jednaka plaća, jednaki radni sati, jednake odgovornosti...). Ipak, prvi korak za promjene je definiranje i praćenje indikatora rodne raznolikosti. Neki od pokazatelja mogu biti: udio žena u vlasničkoj strukturi, udio žena na svim razinama upravljanja i u ukupnom broju zaposlenih, razlike u plaćama između muškaraca i žena na sličnim funkcijama, omjer promaknutih žena i žena podobnih za promaknuće, udio žena među kupcima i slično. Praćenje takvih pokazatelja trebalo bi podići svijest o postojećim problemima rodne neravnopravnosti unutar organizacije te biti osnova za izradu organizacijskog plana rodne ravnopravnosti kojim će se definirati i usmjeravati prioritete za djelovanje. Ovakvi se pokazatelji mogu uklopiti u nefinancijska izvješća te kao takvi ukazivati na namjeru rješavanja postojećih problema rodne neravnopravnosti kako unutar organizacije tako i šire.

Mjere za postizanje ravnoteže između posla i privatnog života uključuju sagledavanje mogućnosti fleksibilizacije radnog mjesta (na primjer: rad na daljinu, skraćeno radno vrijeme, fleksibilno radno vrijeme...) te podršku tijekom prekida u karijeri. Rodiljni i roditeljski dopusti najveći su prekidi u

karijeri i potrebno je njima aktivno upravljati kako bi se osiguralo da se žene vrate na posao. To bi, na primjer, podrazumijevalo osobne sastanke prije i poslije isteka dopusta kako bi se osiguralo da se zaposlenice ispravno reintegriraju u radne aktivnosti te izbjegne bilo kakav oblik penalizacije zbog privremene odsutnosti (Sikirić 2019). U isto vrijeme navedeno treba slijediti i fleksibilnost u upravljanju ljudskim resursima, odnosno kompanije moraju osigurati da njihovi sustavi zapošljavanja, ocjenjivanja i upravljanja karijerom ne kočće žene u njihovom profesionalnom razvoju. U konačnici, programi mentorstava i umrežavanja mogu biti vrlo učinkoviti u podizanju svijesti žena o ograničenjima koje same sebi nameću. Uspostavljanje ženskih mreža unutar poduzeća senzibilizira žene i stvara prilike za šire profesionalno izlaganje, a istovremeno podiže profil žena voditeljica u organizaciji, što je bitno u pomaganju mladim ženama da se identificiraju s uzorima (Desvaux *et al.* 2007).

#### 4. Rodna ravnopravnost i održivo izvještavanje

S obzirom na to da je održivo ulaganje posljednjih godina doživjelo impresivan rast, ekološko, društveno i korporativno upravljanje (ESG) postaje relevantan faktor u odlukama o investiranju. U nekoliko istraživanja (Escamilla-Solano *et al.* 2019; Cucari *et al.* 2017; Furlotti *et al.* 2019) je utvrđeno da bi poduzeća u okviru redovitog izvještavanja trebala različitim dionicima otkriti sve financijske i nefinancijske informacije o svom poslovanju. Na taj se način ulagačima daje široki skup informacija na temelju kojih će oni donijeti konačnu odluku o investiciji. Objavljivanje podataka pomaže ulagačima razumjeti upravljačku kulturu i saznati kako te politike mogu utjecati na njihova ulaganja (Gershoni, Low 2021). Osim toga, otkrivanje nefinancijskih informacija povećava legitimitet kompanije (Wilmschurst, Frost 2000; Cho, Patten 2007; Miotto *et al.* 2020).

Jedan od rastućih segmenata održivog ulaganja je i ulaganje u rodnu ravnopravnost. Kako je i ranije navedeno, rodna raznolikost je sve češći investicijski kriterij, i to iz razloga što veliki broj istraživanja ukazuje na jaku korelaciju između ravnopravnosti spolova i organizacijskog uspjeha. Carter *et al.* (2003) i Catalyst (2004) analiziraju tvrtke uključene u Fortune 500 te

pronalaze pozitivan odnos između postotka direktorica u upravnim odborima i tržišne vrijednosti i financijske uspješnosti poduzeća. Smith *et al.* (2006) na uzorku od 2500 danskih poduzeća pronalaze pozitivan odnos između udjela žena u upravama i rezultata poduzeća. Jedno od najpoznatijih istraživanja je ono kompanije McKinsey čiji rezultati pokazuju statistički značajnu korelaciju između rodne raznolikosti i financijskog učinka. Iako korelacija nije isto što i uzročnost, dosljednost podataka u proteklom desetljeću snažno ukazuje na to da veza između različitosti na razini vodstva i financijskog učinka nije slučajna (Desvaux *et al.* 2007). Kao i u prethodnim studijama, Dezsö i Ross (2012), analizirajući 1500 upravnih odbora kompanija u Standard & Poor'su, pronalaze pozitivnu vezu između prisutnosti žena u upravnom odboru i profitabilnosti poduzeća. Rezultati istraživanja Escamilla-Solano *et al.* (2022), koje je obuhvatilo nefinancijska izvješća 91 španjolske kompanije, potvrđuju pozitivnu povezanost između objavljivanja politika rodne ravnopravnosti i računovodstvene profitabilnosti poduzeća.

Ipak, ne smiju se zanemariti ni rezultati istraživanja Hambrick *et al.* (1996) koje ukazuje na to da prisutnost žena u upravnim odborima aviokompanije negativno utječe na profitabilnost. Adams i Ferreira (2009) u okviru svoga istraživanja na uzorku švedskih kompanija zaključuju da postoji veći tržišni rizik kada kompaniju vodi žena. Ajaz *et al.* (2020) pronalaze negativan odnos između rodne ravnopravnosti i poslovne profitabilnosti. Rose (2007) i Marimutha i Kolandaisamyja (2009) pak ne pronalaze statistički značajnu vezu između rodne ravnopravnosti i profitabilnosti poslovanja.

Unatoč različitim rezultatima istraživanja, inicijatori i promotori investicija u rodnu ravnopravnost polaze od pretpostavke da organizacije koje aktivno stvaraju i promiču snažne interne procese posvećene uključivanju različitih perspektiva, iskustava i stilova vodstva dosljedno nadmašuju konkurenciju s homogenim timovima vodstva. Ravnopravnost spolova pomaže poduzećima predvidjeti i zadovoljiti potrebe kupaca i osoblja te privući talente iz radne snage koja se sve više orijentira na vrijednosti. Sve ovo upućuje na činjenicu da uzimanje u obzir rodne perspektive prilikom donošenja odluke o investiranju može generirati veće povrate od ulaganja nego što bi to bio slučaj da se rodna pitanja ne uzmu u obzir.

## 5. Investicije u rodnu ravnopravnost

Rodna perspektiva u investicijama posebno dobiva na važnosti uvođenjem ESG izvještavanja. Stoga se u literaturi i praksi sve češće javljaju dva pojma: investicije koje doprinose rodnoj ravnopravnosti (engl. *Gender Impact Investment*) i investicije kroz rodnu perspektivu (engl. *Gender Lens Investment*). Ne postoji jasna distinkcija između dva navedena pojma te se oni često koriste kao sinonimi. Investicije koje doprinose rodnoj ravnopravnosti definiraju se kao potkategorija održivog ili etičkog ulaganja, a podrazumijevaju integriranje ciljeva rodne ravnopravnosti u investicijske strategije. Ulaganje kroz rodnu perspektivu, skovano još 2009. godine, odnosi se na uzimanje u obzir široko definiranih «rodni čimbenika» prilikom donošenja investicijske odluke (Amin, Yahaya 2023; VERIS Wealth Partners 2018). Drugim riječima, ovakve investicije podrazumijevaju investicijsku strategiju koja rezultira pozitivnim i opipljivim doprinosom osnaživanja žena uz generiranje financijskog povrata (UN Women & Agence Francaise de Développement 2021).

Budući da ne postoji dogovorena definicija «rodno utemeljenih čimbenika» ili «rodne analize», u stvarnosti se rodni utjecaji ili ciljevi razlikuju od investicije do investicije. Većina kriterija odnosi se na ulaganja u poduzeća u vlasništvu ili pod vodstvom žena, ulaganje u poduzeća koja promiču jednakost na radnom mjestu (u zapošljavanju osoblja, upravljanju, predstavljanju u odborima i duž njihovih opskrbnih lanaca), i/ili ulaganje u poduzeća koja nude proizvode ili usluge koje značajno poboljšavaju živote žena i djevojaka (Global Impact Investing Network, n. g.). No važno je istaknuti da ni investicije u rodnu ravnopravnost ni investicije kroz rodnu perspektivu nemaju jasno definirane standarde niti potpadaju pod bilo koja regulatorna tijela (Amin, Yahaya 2023). Nedostatak zajedničkih definicija i standarda omogućuje investitorima i poduzećima da se predstavljaju kao zagovornici rodne ravnopravnosti dok istovremeno krše ljudska prava. Drugim riječima, otvara se prostor za pogrešno izvješćivanje i za tzv. „*gender washing*“ ili aktivnosti koje se odnose na rodnu ravnopravnost, ali su isključivo poduprte ekonomskim, a ne etičkim motivima i utemeljene na želji da se poboljša ugled organizacije. Klasifikacijski sustav za održive aktivnosti na razini Europske unije<sup>21</sup> djelomično odgovara na izazove nedosljednosti podataka, nedostatka usporedivosti ESG kriterija

21 “EU taxonomy for sustainable activities”, Europska komisija. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

i metodologija ocjenjivanja. Nažalost, iz percepcije feministkinja, postojeći i predloženi regulatorni okviri i dalje su slabi i neučinkoviti (EY 2021) i velikim su dijelom usmjereni na upravljanje rizikom za ulagača, a ne na potencijalnu štetu za one u koje se ulaže.

Kao i sva druga ulaganja, ulaganja u rodnu ravnopravnost zahtijevaju neki oblik financijskog povrata za svoje ulagače. Investicije u rodnu ravnopravnost počivaju na ideji da nema dovoljno ulaganja u žene i da ulaganje u njih može generirati znatan gospodarski rast zbog prednosti i stabilnosti koje nude poduzeća koja vode žene (Amin, Yahaya 2023). No, u jednom se izvješću spominje da među nekim privatnim ulagačima postoji percepcija da dodavanje rodne perspektive kriterijima ulaganja povećava rizike za to ulaganje (Papp *et al.* 2020). S obzirom na to da u većini slučajeva ulagači traže financijske povrate i minimalne rizike, malo je vjerojatno da će uložiti svoj novac u potporu prilično «neisplativih» ili rizičnih projekata za sustavnu promjenu. Stoga, iako se investicije u rodnu ravnopravnost promoviraju kao usmjeravanje financijskih sredstava za ostvarivanje sustavnih promjena, malo je vjerojatno da će to i ispuniti jer većina ulagača očekuje profit, a ne promjenu sustava. To, međutim, nije spriječilo investicijski sektor da promiče «sustavne promjene» kao najvažniji cilj investiranja u rodnu ravnopravnost. Zagovornici investicija u rodnu ravnopravnost ističu da je to prilika za uspostavu suradnje civilnog društva, posebno organizacije za prava žena, i financijske industrije, čime im se daje potencijalni pristup sredstvima usmjerenim na održiva ulaganja u rodnu ravnopravnost. No sustav koji samo neznatno poboljšava uvjete za odabrane skupine sigurno neće donijeti nužne velike strukturne promjene.

Prema rezultatima ankete OECD-a o mješovitim financijskim fondovima i mogućnostima iz 2020., 77 % kapitala u mješovitim financijskim sredstvima posvećenima rodnoj ravnopravnosti dolazi od vlada i razvojnih agencija (OECD 2020). Može se reći da su to sredstva koja bi se mogla ili trebala koristiti za financiranje javnih dobara, usluga i infrastrukture, ali sredstva ulaganja imaju privatne aktere koji preuzimaju vodstvo u upravljanju tim financijskim transakcijama i primaju naknade za to bez preuzimanja ikakvih rizika i obveze stvaranja sustavnih promjena. Čak i kada je izvor financiranja za ovaj stil ulaganja privatni sektor ili filantropija, on često nudi porezne olakšice za bogate pojedince koji svoj novac ulože u ovakav tip investicija. Stoga je ovakvom tipu investicija potrebno pristupiti s oprezom i uvijek

pokušati sagledati širu sliku. Za to su neophodni ujednačeni standardi na kojima će počivati evaluacija efekata s ciljem stvaranja promjena koja će rezultirati strukturnom transformacijom načina na koji se resursi generiraju i distribuiraju u društvu, kao i našeg ekonomskog sustava koji je ukorijenjen u nejednakostima.

## 6. Zaključak

Opća skupština Ujedinjenih naroda 2015. godine donijela je 17 globalnih ciljeva održivog razvoja koji u središtu imaju stvaranje boljeg, održivijeg svijeta sve do 2030. godine. Ciljevi naglašavaju da se pri zadovoljenju potreba današnjice ne smiju ugroziti sposobnosti budućih generacija da zadovolje svoje potrebe. Globalni ciljevi pokrivaju održivost okoliša, društvenu uključenost i gospodarski rast. Naglasak je također na zdravstvu, obrazovanju, rodnoj ravnopravnosti i klimatskim mjerama. Iako ispunjavanje ovih ambicioznih ciljeva neće biti mali podvig, oni bi mogli značiti velike promjene u postizanju veće jednakosti u društvu. Za njihovo ostvarenje neophodno je djelovanje svih dionika u skladu s ciljevima održivog razvoja. Na taj način i javni i poslovni i financijski sektor pomažu suzbiti globalne klimatske i društvene izazove te osigurati bolju budućnost poslovanjem i ulaganjem koje ima u vidu dobrobit čovječanstva. U radu se naglasak stavlja na probleme rodne neravnopravnosti i nejednakosti unutar poduzeća i nužnosti aktivnog djelovanja poduzeća u cilju prepoznavanja, a onda i rješavanja prepoznatih problema. Društveno kreirane rodne uloge žena i muškaraca često rezultiraju nizom ograničenja koje usporavaju ili onemogućavaju profesionalni razvoj žena. Stoga je obveza poduzeća sustav napredovanja i rada uskladiti s trenutnim društvenim podjelama jer je to jedini način za omogućavanje ravnopravnog sudjelovanja muškaraca i žena na svim razinama te korak prema ostvarenju pozitivnih društvenih, ali i financijskih učinaka.

Regulativa Europske komisije nameće obvezu nefinancijskog izvještavanja s ciljem stvaranja određenog pritiska kako na poduzeća tako i na investitore. Poduzeća postaju obvezna izvještavati o rodnoj raznolikosti na različitim razinama unutar organizacije čime ih se potiče da prepoznaju postojeće probleme neravnopravnosti i kreiraju planove za buduće aktivnosti usmjerene na rješavanje prepoznatih problema. S druge strane, od investitora se očekuje da u okvir svojih investicijskih strategija uključe i kriterije društvenog



djelovanja te da svoje odluke ne temelje isključivo na financijskim povratima, nego i ostalim nefinancijskim pokazateljima. Sve se to poduzima s ciljem rješavanja prepoznatih problema današnjice koji mogu biti ozbiljne kočnice budućeg ekonomskog rasta i razvoja te negativno djelovati na njihove buduće prinose. Pritom organizacije civilnog društva pozivaju na oprez prilikom interpretacije nefinancijskih izvještaja koji mogu stvoriti iskrivljenu sliku društvenog djelovanja poduzeća. Usto je potrebno uvijek uzeti u obzir više aspekata da se financijska sredstva ne bi usmjeravala u one organizacije koje doprinose ostvarenju nekih održivih ciljeva, a svojim aktivnostima onemogućavaju ostvarenje ostalih, na primjer rodne ravnopravnosti.

## PRIZNANJE/POTVRDA

Priprema ovoga rada rezultat je znanstvenog projekta broj unirdrustv-18-77-1210 “Proračunski proces iz perspektive rodne jednakosti” sufinanciranog od strane Sveučilišta u Rijeci.

## LITERATURA

Adams, R. B., Ferreira, D. (2009) Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics*, 94 (2), str. 291–309.

Ajaz, A. Shenbei, Z. Sarfraz, M. (2020) Delineating the influence of boardroom gender diversity on corporate social responsibility, financial performance, and reputation, *LogForum*, 16 (1), str. 61–74.

Amin, S. Yahaya, D. (2023) Gender Impact Investing & The Rise of False Solutions, An Analysis for Feminist Movements, The Association for Women’s Rights in Development (AWID).

Beneria, L. (1995) Toward a Greater Integration of Gender in Economies, *World Development*, 23 (11), str. 1839–1850., <raspoloživo na: [https://www.researchgate.net/publication/222493673\\_Toward\\_a\\_Greater\\_Integration\\_of\\_Gender\\_in\\_Economies](https://www.researchgate.net/publication/222493673_Toward_a_Greater_Integration_of_Gender_in_Economies)>, [pristupljeno 7. 5. 2019.].

Brummet, Q. (2008) The Effect of Gender Inequality on Growth: A –Cross-Country Empirical Study, *The Park Place Economist*, 16 (1), str. 13–23., <raspoloživo na: <http://digitalcommons.iwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1237&context=parkplace>>, [pristupljeno 22. 10. 2015.].

Carter, D. A. Simkins, B. J. Simpson, W. G. (2003) Corporate governance, board diversity and firm value, *Financial Review*, 38 (1) (2003), str. 33–53.

Catalyst (2004) *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst, New York, <raspoloživo na: [https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The\\_Bottom\\_Line\\_Connecting\\_Corporate\\_Performance\\_and\\_Gender\\_Diversity.pdf](https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The_Bottom_Line_Connecting_Corporate_Performance_and_Gender_Diversity.pdf)>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Cucari, N., Esposito, S., Orlando, B. (2017) Diversity of board of directors and environmental social governance: evidence from Italian listed companies, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25 (3), str. 250–266.

Desvaux, G., Devillard-Hoellinger, S., Baumgarten, P. (2007) Women matter – Gender diversity, a corporate performance driver, *McKinsey & Company*.

Dezsö, C. L., Ross, D. G. (2012) Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation, *Strategic Management Journal*, 33 (9), str.1072–1089.

Cho, C. H., Patten, D. M. (2007) The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: a research note, *Accounting, Organizations and Society*, 32 (7–8), str. 639–647.

EIGE (2017) *Economic Benefits of Gender Equality in the European Union – Report on the empirical application of the model*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, <raspoloživo na: <https://eige.europa.eu/publications/economic-benefits-gender-equality-european-union-report-empirical-application-model>>, [pristupljeno 15. 4. 2021.].

Escamilla-Solano, S., Fernández-Portillo, A., Paule-Vianez, J., Plaza-Casado, J. (2019) Effect of the disclosure of corporate social responsibility on business profitability. A dimensional analysis in the Spanish stock market, *Sustainability*, 11 (23), str. 6732, <raspoloživo na: <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/23/6732>>, [pristupljeno 15. 3. 2023.].

Europska komisija (2013) *The impact of the economic crisis on the situation of women and men and on gender equality policies*, European Commission, Luxembourg, <raspoloživo na: [http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/documents/130410\\_crisis\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/documents/130410_crisis_report_en.pdf)>, [pristupljeno 1. 10. 2013.].

Europski parlament (2016) *Women's Empowerment and Its Links to Sustainable Development*, European Parliament, Directorate-General for Internal Policy, Brussels.

Escamilla-Solano, S. Paule-Vianez, J. Blanco-González, A. (2022) Disclosure of gender policies: do they affect business performance?, *Heliyon*, 8 (1), <raspoloživo na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844022000792#:~:text=However%2C%20we%20have%20not%20found,expectations%20of%20long%2Dterm%20income.>>, [pristupljeno 15. 3. 2023.].

EY (2021) The future of sustainability reporting standards, <raspoloživo na: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/sustainability/ey-the-future-of-sustainability-reporting-standards-june-2021.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/sustainability/ey-the-future-of-sustainability-reporting-standards-june-2021.pdf)>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Forbes, K. (2000) A Reassessment of the Relationship between Inequality and Growth, *American Economic Review*, 90 (4), str. 869–887, <raspoloživo na: <http://down.cenet.org.cn/upfile/34/200817101814118.pdf>>, [pristupljeno 22. 10. 2015.].

Furlotti, K., Mazza, T., Tibiletti, V., Triani, S. (2019) Women in top positions on boards of directors: gender policies disclosed in Italian sustainability reporting, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26 (1), str. 57–70.

Gershoni, N., Low, C. (2021) The power of time: the impact of free IVF on Women's human capital investments, *European Economic Review*, 133, str. 103645, <raspoloživo na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0014292120302750>>; [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Global Impact Investing Network (n. g.), Gender Lens Investing Overview, <raspoloživo na: <https://thegiin.org/gender-lens-investinginitiative#:~:text=Gender%20Lens%20Investing%20Overview,and%20better%20inform%20investment%20decisions>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Hambrick, D. C., Cho, T. S. Chen, M. J. (1996) The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves, *Administrative Science Quarterly*, 41 (4), str. 659–684.

Klasen, S. (1999) Does Gender Inequality Reduce Growth and Development? Evidence from Cross-country Regression, *Policy Research Report on Gender and Development*, Washington DC: World Bank, <raspoloživo na: [https://epub.ub.uni-muenchen.de/1602/1/paper\\_212.pdf](https://epub.ub.uni-muenchen.de/1602/1/paper_212.pdf)>, [pristupljeno 22. 10. 2015.].

Klasen, S. (2002) Low Schooling for Girls, Slower Growth for All? – Cross-country Evidence on the Effect of Gender Inequality in Education on Economic Development, *World Bank Economic Review*, 16 (3), str. 345–373., <raspoloživo na: <http://www.jstor.org/stable/3990191>>, [pristupljeno 22. 10. 2015.].

Klasen, S., Lamanna, F. (2009) The Impact of Gender Inequality in Education and Employment on Economic Growth: New Evidence for a Panel of Countries, *Feminist Economics*, 15 (3), str. 91–132., <raspoloživo na: <http://chicagopolicyreview.org/wp-content/uploads/2014/09/Gender-and-Economic-Growth.pdf>>, [pristupljeno 22. 10. 2015.].

Knowles, S., Lorgelly, P. K., Owen, P. D. (2002) Are Educational Gender Gaps a Brake on Economic Development? Some Cross-country Empirical Evidence, *Oxford Economic Papers*, 54 (1), str. 118–149., <raspoloživo na: <http://www4.fe.uc.pt/mapsd/knowleslorgellyowenoep02.pdf>>, [pristupljeno 22. 10. 2015.].

Marimuthu, M., Kolondaisamy, I. (2009) Ethnic and gender diversity in boards of directors and their relevance to financial performance of Malaysian companies, *Sustainable Development*, 2 (3), str. 139–148.

Miotto, G., Blanco-González, A., Díez-Martín, F. (2020) Top business school's legitimacy quest through the Sustainable Development Goals, *Heliyon*, 6 (11), <raspoloživo na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844020322386>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

OECD (2022) Blended finance for gender equality and the empowerment of women and girls, OECD Development Co-operation Directorate, OECD Publishing, <raspoloživo na: <https://www.oecd.org/dac/2022-blended-finance-gender-equality.pdf>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Papp, R., Aslam, A., Shih, N., Yabashi, Y. (2020) Gender Lens Investing Landscape: East and Southeast Asia, *Catalyst at Large*, SAGANA, and Sasakawa Peace Foundation, <raspoloživo: <https://sagana.com/wp-content/uploads/2020/07/200720-GLI-Landscape-Report.pdf>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Rose, C. (2007) Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence, *Corporate Governance International Review*, 15 (2), str. 404–413.

Sikirić, A. M. (2019) Rodna perspektiva proračunskog procesa, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet.

Smith, N., Smith, V., Verner, M. (2006) Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55 (7), str. 569–593.

UN Women (2014) The World Survey on the Role of Women in Development 2014: Gender Equality and Sustainable Development, United Nations, <raspoloživo na: <https://www.unwomen.org/-/media/headquarters/attachments/sections/library/publications/2014/world-survey-on-the-role-of-women-in-development-2014-en.pdf?la=en&vs=3045>>, [pristupljeno 15. 4. 2021.].

UN Women and Agence Francaise de Développement (2021) Public Development Banks Driving Gender Equality: An Overview of Practices and Measurement Frameworks, <raspoloživo na: <https://www.unwomen.org/en/digital-library/publications/2021/10/public-development-banks-driving-gender-equality>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

VERIS Wealth Partners (2018) Gender Lens Investing: Bending the Act of Finance for Women & Girls, <raspoloživo na: <https://www.veriswp.com/research/gli-bending-arc-of-finance-women>>, [pristupljeno 15. 4. 2023.].

Wilmshurst, T., Frost, G. (2000) Corporate environmental reporting. A test of legitimacy theory, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13 (1), str. 10–26.

## GENDER LENS INVESTING

### **Abstract**

Sustainable investment has experienced impressive growth in recent years. Environmental, social and governance (ESG) have become an important factor in investment decisions. One of the growing segments of sustainable investments are investments in gender equality.

Despite changes, women still face inequality and discrimination that limit their choices and opportunities for full development and economic participation. Investing in gender equality promotes women's social and economic empowerment while generating financial returns. Incorporating a gender perspective into investments is important for several reasons. Firstly, achieving gender equality has implications for all aspects of sustainable development. Secondly, empirical research shows a positive correlation between women's representation in leadership positions and financial returns. This suggests that gender-responsible investments can contribute to sustainable development and generate higher returns than would be the case if the gender perspective was not taken into account.

This paper examines the need to incorporate a gender perspective into the concept of sustainable investment. It analyses the benefits of such an approach and critically examines its narrative, economic, and political implications.

**Keywords:** sustainable investments, gender equality, gender perspective, women's economic empowerment

**JEL classification:** D63, D31

**Bojana Olgic Drazenović**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
ORCID 0000-0002-5175-7439, bojana.olgic.drazenovi@efri.hr

**Stella Suljić Nikolaj**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet,  
ORCID 0000-0002-0435-4047, stella.suljic.nikolaj@efri.hr

**Matea Ivančić**, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet u,  
mateaivancic0@gmail.com

## ODRŽIVI FINACIJSKI INSTRUMENTI

### **Sažetak**

U uvjetima brojnih ekoloških problema među kojima klimatske promjene predstavljaju jedan od najvećih izazova suvremenog svijeta, svijest o zaštiti okoliša te održiv gospodarski razvoj usklađen s ESG kriterijima postaju globalni ciljevi. U skladu s navedenim i financijska su tržišta prepoznala potrebu za razvojem financijskog instrumentarija za financiranje „zelenih“ i održivih projekata. Najzastupljeniji na financijskim tržištima su različiti oblici održivih obveznica. Razvoj tržišta započeo je prvim izdanjem zelenih obveznica 2007. godine, koje i danas predstavljaju najzastupljeniji oblik održivog financiranja. Cilj rada je izvršiti analizu obilježja održivih financijskih instrumenata s naglaskom na dugoročne instrumente s fiksnim prinomom. Prikazat će se obilježja zelenih, socijalnih i održivih obveznica te obveznica povezanih s održivošću, prednosti i nedostataka njihovih izdanja, zakonodavnog i regulatornog okvira te prikaza razvoja na globalnoj razini.

**Ključne riječi:** ESG kriteriji, klimatske promjene, regulacija.

**JEL klasifikacija:** F64, G15

## 1. UVOD

Održivi financijski proizvodi postali su globalno prepoznati kao učinkovito sredstvo usmjeravanja investicijskog kapitala prema ublažavanju klimatskih promjena i prilagodbi na klimatske promjene, ali i unapređenju društvene jednakosti, inkluzivnosti i pravednosti. Tržište održivih financijskih

instrumenta pokrenuto je 2007. godine zaduženjem Europske investicijske banke koja je prva emitirala zelenu obveznicu za podizanje svijesti o klimatskim promjenama. S obzirom na izrazito brzi rast tržišta zelenih obveznica, i ostali se segmenti održivih financijskih tržišta uobičajeno nazivaju “zelenim financijama”. Zelene financije usko su povezane sa srodnim konceptima kao što su klimatske financije i održive financije i često se navedeni termini koriste bez razumijevanja njihovih razlika. Program *United Nations Environment Programme* (2016) najsveobuhvatniji je koncept koji predstavlja održivo financiranje koje uključuje ekološke, društvene, upravljačke i ekonomske aspekte. Zeleno financiranje ograničeno je samo na financiranje prilagodbe na klimatske promjene i ublažavanje klimatskih promjena, ali isključuje društvene i ekonomske aspekte. U konačnici, klimatske financije predstavljaju podskupinu zelenih financija.

U posljednjem desetljeću značajno su se proširili različiti oblici održivih financija i povezanih financijskih tržišta. Najznačajniji potencijalni izvor financiranja za održivi razvoj odnosi se na globalna tržišta obveznica u okviru kojeg se su se razvili dugoročni financijski dužnički instrumenti, odnosno zelene, socijalne, održive obveznice i obveznice povezane s održivošću ili GSSS obveznice (*green, social, sustainability, and sustainability-linked bonds*). Izdavatelji GSSS obveznica obvezuju se da će prikupljene prihode koristiti za zelene, društvene i održive projekte u slučaju obveznica za korištenje prihoda ili za ispunjavanje unaprijed definiranog cilja održivosti u slučaju obveznica povezanih s održivošću. Iz tog razloga imaju potencijal za veću usklađenost s ciljevima održivog razvoja i globalnim klimatskim ciljevima (OECD 2022). GSSS tržišta posljednjih godina ostvarila su dramatičan rast (iako iz vrlo niske baze). Od 2014. godine rasli su po prosječnoj godišnjoj stopi od 80 % (Dembele, Schwarz i Horrocks, 2021). Međutim, ovaj je rast bio vrlo neujednačen pri čemu se većina izdanja odnosila na razvijene zemlje. Izazov u nadolazećem razdoblju bit će osloboditi potencijal GSSS obveznica za zemlje u razvoju olakšavajući pristup različitim izdavateljima u različitim regijama i vrstama financijskih potreba (OECD 2022). Također, unatoč brzom rastu, GSSS segment čini samo mali globalnog tržišta obveznicama i još uvijek se smatra nišom tržišta.

Glavni doprinos ovoga rada je odrediti tipologiju održivih dugoročnih obveznica te objasniti razvoj i značaj održivih financija u financijskim sustavima.

## 2. Instrumenti održivog financiranja

Održivo financiranje uključuje donošenje investicijskih odluka koje ne uzimaju u obzir samo financijske povrate, već i ekološke, društvene i upravljačke čimbenike.

Izvori financiranja uključuju korporacije, banke, međunarodne financijske institucije, međunarodne organizacije (UN, OECD, G20), multilateralne klimatske fondove (*Green Climate Fund, Adaptation Fund, Global Environment Facility and Climate Investment Funds*), nacionalne vlade, središnje banke i regulatorna tijela, institucionalne investitore i burze specijalizirane za zelena i održiva ulaganja (Luxembourg Green Exchange, LGX).

U cilju održivog financiranja koriste se različiti financijski instrumenti od kojih su najzastupljeniji vlasnički instrumenti (dionice) i dužnički instrumenti (obveznice). Osim toga, koriste se i zajmovi (koncesijski i nekoncesijski), specijalizirani investicijski fondovi za održiva ulaganja, skupno financiranje (engl. *crowdsourcing*), financiranja putem nacionalnih ili međunarodnih potpora (engl. *grant*).

Tržište održivih obveznica je tržište s fiksnim prihodom koje uključuje zelene, socijalne, održive obveznice i obveznice povezane s održivošću (engl. *green, social, sustainability, and sustainability-linked bonds, GSSS*). Zelene, socijalne, održive, tranzicijske te obveznice povezane s održivošću poznate su kao obveznice koje se izdaju za financiranje ili refinanciranje zelenih i društvenih projekata koji su usklađeni s načelima zelenih obveznica ili načelima društvenih obveznica Međunarodnog udruženja tržišta kapitala (engl. The International Capital Market Association, ICMA).

### 2.1. Zelene obveznice

Zelene obveznice (engl. *Green Bonds*) su dugoročni dužnički vrijednosni papiri koje izdaju vlada, međunarodne organizacije, financijske institucije ili privatna poduzeća, čije poslovanje zahtijeva i brigu o okolišu kroz pravilno odlaganje i zbrinjavanje raznog otpada kako bi se mogli financirati održivi projekti koji pozitivno utječu na društvo i okoliš (Mihelja Žaja, Tica 2021). Prikupljenim sredstvima mogu se financirati novi projekti ili refinancirati već postojeći projekti. Svaka organizacija koja, u skladu sa zakonima, smije izdavati obveznice, također može izdavati i zelene obveznice. Da bi se



takve obveznice uopće smatrale zelenima, trebale bi pridonijeti i pozitivno utjecati na barem neke od ciljeva, poput prelaska na kružno gospodarstvo što uključuje recikliranje i smanjenje otpada, prilagođavanje klimatskim promjenama i njihovo ublažavanje, zaštitu morskih i vodenih resursa, sprečavanje onečišćenja te očuvanje i zaštitu ekosustava (Medić i Andabaka 2019).

Sa zelenim obveznicama često se povezuju „plave obveznice“ i „klimatske obveznice“. Plavim obveznicama se financiraju projekti kojima je cilj zaštita oceana i povezanih ekosustava.<sup>22</sup> U to spadaju projekti održivog ribarstva, zaštita koraljnih grebena, smanjenje onečišćenja i sl. Iako su sve plave obveznice ujedno i zelene obveznice, obrnuta situacija ne vrijedi, odnosno nisu sve zelene obveznice ujedno i plave. S druge strane, pojmovi „zelene obveznice“ i „klimatske obveznice“ koriste se kao sinonimi, ali se klimatske obveznice uglavnom odnose na projekte koji su usmjereni na smanjenje emisija CO<sub>2</sub> i ublažavanje učinaka klimatskih promjena dok se zelene obveznice odnose na projekte za sveobuhvatnu dobrobit okoliša. Postoje još i obveznice za obnovljivu energiju, obveznice za energetske učinkovitost, obveznice za održivu infrastrukturu te zelene prijelazne obveznice za projekte koji olakšavaju prijelaz s visokougličnih na niskouglična gospodarstva (Asian Development Bank 2021).

Zelene obveznice i dalje su najzastupljeniji i najzreliji održivi financijski instrumenti na tržištima, ali posljednjih godina izuzetno se razvijaju i ostali oblici inovativnih financijskih rješenja.

## 2.2. Socijalne obveznice

Socijalne obveznice (*engl. Social Bonds*) su dužnički vrijednosni papiri čiji se prihodi koriste isključivo za financiranje ili refinanciranje projekata s definiranom društvenom koristi. Socijalne obveznice omogućuju usmjeravanje javnih sredstava u učinkovite socijalne usluge, ali uključuju i privatni kapital za društvene inovacije te prate učinak investicija na društvenu dobrobit. Uzlet ovih održivih financijskih instrumenata potaknut je pandemijom COVID-19

---

22 Plave državne obveznice prvi put su izdane 2018. godine kao novi financijski instrument Sejšela namijenjen očuvanju i poboljšanju života stanovništva Sejšela poticanjem održivih morskih i ribarskih projekata. Prikupljena su sredstva u iznosu od 15 mil. USD kojima je financirano 17 projekata, od jačanja zaštite oceanskih ekosustava do onih koji podupiru održiva morska poduzeća.

i posljedičnim potrebama za novim načinima financiranja za rješavanje nepredviđenih ekonomskih i društvenih poremećaja (Dembele, Schwarz i Horrocks 2021). Ciljane skupine su najčešće marginalizirane i/ili isključene društvene skupine, primjerice beskućnici, osobe s invaliditetom, migranti i/ili prognanici, nedovoljno obrazovani, nezaposleni, žene i/ili seksualne i rodne manjine, staro stanovništvo i ranjivi mladi i sl. U većini slučajeva izdaju ih vlade, razvojne banke i neprofitne organizacije te su podložne vanjskoj reviziji kako bi se osiguralo zadovoljavanje kriterija društvenog utjecaja. Prve socijalne obveznice izdane su 2010. godine u Ujedinjenom Kraljevstvu za financiranje pilot-projekta rehabilitacije zatvorenika u Peterboroughu.

Socijalne obveznice financiraju projekte iz područja:

- zapošljavanja: otvaranje novih radnih mjesta, sprječavanje profesionalnog rizika i poboljšanje uvjeta rada. Izbijanjem pandemije COVID-19 socijalne obveznice bile su usmjerene i zaposlenima sa skraćenim radnim vremenom;
- zdravstva: unapređenje uvjeta u zdravstvenom sektoru (kupnja opreme za bolnice, povećanje slobodnih mjesta u ustanovama za pomoć osobama s invaliditetom i nabava medicinskih potrepština);
- stanovanja: pomoć u rješavanju stambenog pitanja za ranjive skupine ili pružanje financijske pomoći iznajmljivačima;
- komunalija: prikupljena sredstva usmjeravaju se kućanstvima i onima koji su najugroženiji u plaćanju struje, grijanja, osnovne infrastrukture (tj. telefona i interneta), vode i plina. Značaj ovih obveznica raste tijekom ekonomske i energetske krize;
- financijskih usluga: cilj je financijski osnažiti najranjivije pripadnike društva ili one kojima prijete financijska isključenost;
- obrazovanja: pomoć ranjivim skupinama u daljnjem učenju ili učenju zanata, ne samo uz financijsku podršku, već i za kupnju knjiga, stolova, računala i drugih uređaja;
- kulture: cilj je promicanje kulture putem financiranja nabavke knjiga, CD-a, videoigara, e-knjiga, audioknjiga, podcastova, pretplata na časopise i novine te ulaznica za kazalište, muzeje, izložbe, kino, knjižnice i festivale.

Osim što promoviraju društvene inovacije, doprinose rješavanju ili umanjivanju društvenih problema te predstavljaju isplativu ulagačku opciju, socijalne obveznice ostvaruju benefite i za javni sektor. Njihovim izdavanjem pridonosi se rješavanju socijalnih potreba i umanjuju se troškovi socijalnih potreba u društvu.

Socijalne obveznice suočavaju se s problemom mjerljivosti utjecaja s obzirom na to da je društveni utjecaj teže izmjeriti nego ekološke ishode (kod, primjerice, zelenih obveznica) koji se često mogu obuhvatiti jednim pokazateljem – emisijama stakleničkih plinova. Nedostatak je i tendencija niže likvidnosti što ih čini manje privlačnim za investicijske fondove. Povećanje utjecajnog financiranja uz osiguranje pozitivnih ishoda velik je izazov za tržište.

### 2.3. Održive obveznice

Održive obveznice (**engl. Sustainability Bonds, SB**) definiraju se kao dužnički vrijednosni papiri čiji se prihodi koriste za financiranje ili refinanciranje kombinacije zelenih i društvenih projekata, odnosno projekata s definiranom ekološkom i socioekonomskom dobrobiti. Stoga predstavljaju svojsevrstan hibrid socijalnih i zelenih obveznica te nude širi raspon potencijalnih mogućnosti financiranja. Prvo izdanje održivih obveznica pokrenula je kompanija Unilever 2014. godine u iznosu od 250 milijuna GBP.

### 2.4. Obveznice povezane s održivošću

Obveznice povezane s održivošću (**engl. Sustainability Linked Bonds, SLB**) su dugoročni dužnički financijski instrumenti kod kojih financijska i/ili strukturna obilježja mogu varirati ovisno o tome postize li izdavatelj unaprijed definirane ciljeve održivosti ili ESG kriterije. Na primjer, ako izdavatelj ne uspije ispuniti određene ciljeve održivosti kako je definirano u UN-ovim ciljevima održivog razvoja, kamatna stopa na obveznicu može porasti.

Temelje se na učinku i napreduju prema postavljenim ključnim pokazateljima uspješnosti (**engl. key performance indicators, KPI**), koji mogu biti smanjenje emisije stakleničkih plinova izdavatelja, korištenje obnovljivih izvora energije, energetska učinkovitost ili ESG rejting. KPI-jevi se mjere sukladno ciljevima unapređenja održivosti (**Sustainability Performance Targets, SPT**) odnosno

putem mjerljivih poboljšanja KPI-jeva na koje se izdavatelji obvezuju prema unaprijed definiranom vremenskom roku. Primjerice, ako je KPI potrošnja vode po zaposleniku, povezani SPT trebao bi smanjiti potrošnju vode na odabranu jedinicu po zaposleniku dnevno.

SLB obveznice mijenjaju svoja obilježja (npr. viša kamatna stopa) u slučaju neispunjene obveze izdavatelja, odnosno postavljenog cilja održivosti. Ipak, u praksi su kazne neznatne, često iznose samo 0,125 % godišnje za zadnjih nekoliko godina obveznice, a ciljevi su često postavljeni neambiciozno i prenisko. Obilježja obveznica će varirati ovisno o tome postiže li izdavatelj unaprijed definiranu održivost ili ekološke, društvene ili upravljačke ciljeve upravljanja. Za razliku od zelenih, društvenih i održivih obveznica, ove obveznice nisu instrumenti utemeljeni na projektima, već oblici bilančnog financiranja (Dembele, Schwarz i Horrocks 2021).

SLB-ovi mogu biti snažan tranzicijski financijski instrument za izdavatelje kako bi ulagačima pokazali svoju predanost svojim planovima tranzicije.

## 2.5. Tranzicijske obveznice

Izdavatelji tranzicijskih obveznica (engl. *Transition Bonds*) prihode koriste za aktivnosti opće namjene (tj. nisu zelene), ali imaju kratkoročnu ili dugoročnu ulogu u dekarbonizaciji aktivnosti ili potpori izdavatelju u prijelazu na ostvarenje ciljeva definiranih Pariškim sporazumom. Navedeni financijski instrumenti najviše su vezani uz izdavatelje koji su vezani uz teške zagađivače kao što su rudarstvo, industrija čelika i cementa, zrakoplovstvo i brodarstvo (Michetti *et al.* 2023).

## 3. TEMELJNE ODREDNICE ZELENIH OBVEZNICA

### 3.1. ZAKONODAVNI OKVIR TRŽIŠTA ZELENIH OBVEZNICA

Tijekom godina, ljudskim djelovanjem došlo je do globalnog zatopljenja i niza ekoloških problema što je ukazalo na potrebu za održivim okolišem i gospodarskom odgovornošću. Stoga su države započele s provedbom strategija u svrhu smanjenja negativnog utjecaja na okoliš te poticanja ekološki prihvatljivih projekata i društveno odgovornog poslovanja. Razvoju zelenih obveznica pridonio je sporazum iz Kopenhagena 2009. godine na kojemu je odlučeno da financijska tržišta imaju ključnu ulogu u borbi protiv

klimatskih promjena i globalnog zatopljenja. Standardizacija tržišta zelenih obveznica započela je 2014. godine objavom *Načela zelenih obveznica* (engl. *Green Bond Principles – GBP*) razvijenih od strane banaka i Međunarodnog udruženja tržišta kapitala (engl. International Capital Market Association – ICMA). GBP predstavljaju dobrovoljne smjernice namijenjene široj investitorskoj javnosti za izdavanje vjerodostojnih zelenih obveznica. Zatim je uslijedio Pariški sporazum iz 2015. godine koji predstavlja prvi pravno obvezujući globalni klimatski sporazum usvojen od strane 195 država koji kao takav predstavlja prekretnicu u ekološkoj osviještenosti te prelasku na održivo i klimatski neutralno gospodarstvo. Njime su potaknuta daljnja ulaganja u obnovljivu energiju i ostale inicijative za smanjenje globalnog zatopljenja, uključujući akcijski plan za sprječavanje opasnih klimatskih promjena i ograničavanje globalnog zagrijavanja na manje od 2 °C. Nakon tri godine stagnacije, emisije CO<sub>2</sub> u 2017. godini porasle su za 1,4 %, iako ne jednako u svim zemljama. Navedeno je ukazalo na manjkavost i nedovoljnost dotadašnjih napora u ublažavanju klimatskih promjena kojim bi se postigao cilj ograničenja globalnih emisija CO<sub>2</sub> povezanih s energijom na ispod 2 °C (Bachelet *et al.* 2019). Stoga je potreban daljnji razvoj tržišta zelenih obveznica kako bi se moglo utjecati na klimatske promjene. Pariškim klimatskim sporazumom Europska unija obvezala se smanjiti emisije stakleničkih plinova za najmanje 55 % do 2030. godine i postići punu ekonomsku i društvenu klimatsku neutralnost do 2050. godine.

Na europskoj razini, 2016. godine, osnovana je Visokostručna skupina za održivo financiranje (engl. High Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG) kako bi pružila jasne preporuke za promicanje razvoja zelenog financiranja i postavila zajedničke europske standarde za zelene obveznice. Preporuke HLEG-a i nova „Europska taksonomija za održive financije“ (engl. *European Taxonomy for Sustainable Finance*) činile su osnovu za *Aksijski plan održivih financija* koji je Europska komisija usvojila u ožujku 2018. godine.

S obzirom na to da dotad na razini Europske unije nije postojao jedinstven zeleni standard, u lipnju 2018. godine Europska komisija osnovala je Tehničku stručnu skupinu za održivo financiranje (engl. Technical Expert Group on sustainable finance – TEG) koja bi pružila razvojnu pomoć u standardizaciji zelenih obveznica (engl. *Green Bond Standard – GBS*) (EK, 2019). GBS je zamišljen kao dobrovoljni standard predložen izdavateljima koji se žele

uskladiti s najboljim praksama na tržištu te će biti relevantan i dostupan izdavateljima unutar i izvan EU-a. Pritom bi trebao pružiti čvrste temelje za ubrzanje protoka kapitala u postizanju ekoloških ciljeva Europske unije. Vodič za uporabu GBS-a objavljen je u ožujku 2020. godine. U razdoblju između 12. lipnja te 2. listopada 2020. godine Europska komisija provodila je postupak javnog savjetovanja i informiranja o radu TEG-a te uspostavi GBS-a, a od 6. srpnja 2021. godine predložena je Uredba o dobrovoljnom europskom standardu zelenih obveznica (EU GBS).

Prema Europskom parlamentu (*Legislative Train Schedule, European Parliament, 2022*) EU GBS postaviti će „zlatni standard” za poduzeća i javni sektor po pitanju korištenja zelenih obveznica kojima bi se prikupljala sredstva na tržištima kapitala za financiranje zelenih i održivih ulaganja, ali i zaštitu ulagača od *greenwashinga*<sup>23</sup>. Ovim usklađenim standardom investitori na tržištu zelenih obveznica lakše će prepoznati karakteristike održivosti svojih ulaganja te se pritom zaštititi od potencijalnih rizika lažnog predstavljanja na tržištu. Prednost EU GBS-a predstavlja otvorenost za sve izdavatelje zelenih obveznica uključujući i one koji se ne nalaze u Europskoj uniji.

Navode se četiri ključna zahtjeva prema predloženom okviru:

1. sredstva prikupljena zelenom obveznicom trebala bi se u potpunosti rasporediti na projekte usklađene s Taksonomijom EU-a<sup>24</sup>.
2. zahtjev o potpunoj transparentnosti raspodjele prihoda od obveznice putem detaljnog izvješćivanja
3. zahtjev za provjerom svih EU zelenih obveznica od strane vanjskog recenzenta u svrhu osiguranja usklađenosti s Uredbom te financiranjem projekata usklađenih s Taksonomijom
4. vanjski recenzenti koji pružaju usluge izdavateljima EU zelenih obveznica moraju biti registrirani i nadzirani od strane Europskog tijela za tržište vrijednosnih papira (engl. European Securities Markets Authority). Time će se osigurati kvaliteta i pouzdanost njihovih usluga i pregleda kako bi se zaštitili investitori te osigurao integritet tržišta.

---

23 *Greenwashing* predstavlja ekomanipulaciju, odnosno lažno predstavljanje tvrtke koja nastoji svoje kupce uvjeriti u održivost i ekološku prihvatljivost svojih proizvoda sa znatno većim pozitivnim utjecajem na okoliš nego što ga uistinu ima.

24 Taksonomija EU-a je klasifikacijski alat koji daje jasne informacije o održivosti investicija i aktivnosti te pritom pruža pomoć investitorima i tvrtkama pri ulaganju i u ekološki prihvatljivim gospodarskim aktivnostima (*Climate Bond Initiative*).

### 3.2. KARAKTERISTIKE ZELENIH OBVEZNICA

Zelene obveznice su dužnički vrijednosni papiri s fiksnim prihodom te su prema financijskim karakteristikama jednake klasičnim obveznicama (engl. *Plain Vanilla*) (Mihelja Žaja, Tica, 2021). Može se zaključiti da je osnovna razlika među njima u svrsi njihova izdanja koja se kod zelenih obveznica odnosi na zaštitu okoliša i održivost (OECD 2014), odnosno izdaju ih vlade, korporacije i druge organizacije za financiranje projekata koji podupiru ublažavanje klimatskih promjena, prilagodbu i druge ekološke ciljeve. Zelene obveznice obično klasificiraju kao obveznice povezane s imovinom, što znači da su prihodi prikupljeni njihovim izdavanjem namijenjeni zelenim projektima kao što su obnovljivi izvori energije, čisti prijevoz i održiva poljoprivreda.

Iako su zelene obveznice vrlo slične tradicionalnim obveznicama s fiksnom kamatnom stopom, prema Ehlers i Packer (2017, str. 91.) one najčešće imaju kraći rok dospeljeća od konvencionalnih obveznica. Prema podacima IFC-a iz 2018. godine, (IFC 2018) oko 45 % emitiranih zelenih obveznica imalo je srednji rok dospeljeća. Nakon 2018. godine započelo je izdavanje dužih zelenih obveznica pa je tako 2019. godine Poljska izdala zelenu obveznicu s rokom dospeljeća od 30 godina, a u 2020. godini 32 % emitiranih zelenih obveznica imalo je rok dospeljeća duži od 10 godina (IFC 2021).

Slično tradicionalnim obveznicama, zelene obveznice se također mogu podijeliti prema izdavatelju odnosno na (International Capital Market Association 2018):

- zelene korporativne obveznice (engl. *Green Corporate Bonds*)
- zelene obveznice državnih tijela niže razine vlasti, nadnacionalnih tijela i agencija (engl. *Supranational, Sub-sovereign and Agency – SSA Bond*)
- municipalne zelene obveznice (engl. *Municipal Green Bonds*)
- državne zelene obveznice (engl. *Sovereign Green Bonds*).

Prema Mihelja Žaja i Tica (2021, str. 12) zelena korporativna obveznica je vrsta obveznice koju izdaje poduzeće s pravom regresa od strane izdavatelja u slučaju neplaćanja kamata ili glavnice.<sup>25</sup> Kao takve dijele se na: a) zelene obveznice financijskih i b) zelene obveznice nefinancijskih poduzeća. Prema

<sup>25</sup> Razvoj korporativnih zelenih obveznica započeo je 2013. godine kada je bilo ukupno 16 izdanja u svijetu s iznosom oko pet milijardi dolara. Prvu korporativnu zelenu obveznicu izdala je švedska tvrtka za nekretnine Vasakronan u iznosu 197 milijuna USD (*Climate Bonds Initiative 2013*).

osnovnim obilježjima, SSA zelene obveznice slične su korporativnim zelenim obveznicama. Izdaju ih međunarodne financijske institucije, nads nacionalna tijela i agencije ili nacionalne razvojne banke, primjerice Europska investicijska banka, Svjetska banka i dr.<sup>26</sup> Municipalne zelene obveznice su one koje izdaju jedinice lokalne, područne i regionalne samouprave (OECD 2015). Državne zelene obveznice izdaje centralna vlast, odnosno Ministarstvo financija za financiranje ekološki održivih projekata<sup>27</sup>.

Prema obilježjima se zelene obveznice mogu podijeliti na (International Capital Market Association 2018):

- standardne zelene obveznice (engl. *Standard Green Use of Proceeds Bond*)
- zelene projektne obveznice (engl. *Green Project Bond*)
- zelene prihodovne obveznice (engl. *Green Revenue Bond*)
- zelene sekuritizirane obveznice (engl. *Green Securitised Bond*).

Standardna zelena obveznica je obveznica koja od izdavatelja zahtijeva ispunjenje obveze prema vjerovniku u skladu s načelima zelenih obveznica, a isplata obveza osigurana je bilancom izdavatelja (Weber i Saverede 2019). Standardne zelene obveznice se emitiraju kako bi se prikupljenim sredstvima mogli financirati isključivo ekološki održivi projekti. Emitenti na temelju objavljenih izvještaja dokazuju da se sredstva koriste za financiranje ekoloških projekata te tako informiraju ulagače o utjecaju njihovog ulaganja na okoliš.

Zelena projektna obveznica je obveznica namijenjena financiranju jednog ili više zelenih projekata, a investitor direktno preuzima rizik vezan uz projekte, s mogućnošću ili bez mogućnosti eventualnog povrata sredstava od strane izdavatelja obveznica (OECD 2015). Osigurane su jednim ili većim brojem projekata čijim je riziku investitor izravno izložen. Projektne obveznice

26 Prva izdana zelena obveznica u svijetu pod nazivom *Climate Awareness Bonds* bila je SSA zelena obveznica koju je izdala Europska investicijska banka (engl. European Investment Bank – EIB) 2007. godine u iznosu od 600 milijuna USD. Nakon nje je 2008. godine uslijedilo izdanje Svjetske banke (engl. World Bank – WB) u iznosu od 300 milijuna USD (OECD 2014).

27 Prvo državno izdanje zelenih obveznica 2016. godine veže se uz Poljsku u iznosu od 750 milijuna EUR. Iste godine uslijedilo je izdanje zelenih obveznica NR Kine u vrijednosti od 23 milijarde USD. U 2017. godini Francuska je izdala zelene obveznice u iznosu od 7,5 milijardi EUR, a Belgija 2018. godine u vrijednosti od 4,5 milijardi EUR. Među prvim državnim izdanjima ističe se i Indonezija koja je 2018. godine izdala prve zelene Sukuk obveznice. Ove islamske zelene obveznice izdane su u vrijednosti 1,25 milijardi USD (Suljić Nikolaj *et al.*, 2022, str. 417.).



osiguravaju povrat investitorima preko podružnice izdavatelja obveznica koja se naziva Društvo s posebnom namjenom (engl. *special purpose vehicle* – SPV). Investitori ostvaruju svoj povrat na temelju cjelokupnog ili djelomičnog financiranja specifičnog održivog projekta, od kojeg se novčani tokovi od tog projekta izdvajaju za otplatu duga i tako se, čak i u slučaju bankrota, osigurava ispunjavanje obveza prema investitorima. OECD (2017) navodi da su projektne obveznice vrsta korporativnih obveznica koje izdaje financijska institucija za prikupljanje kapitala u svrhu financiranja „bilančnog pozajmljivanja“ odnosno davanja zajmova (engl. *on-balance sheet lending*) za zelene aktivnosti.

Zelena prihodovna obveznica ne uključuje obvezu povrata duga, već je kreditna izloženost obveznica povezana s novčanim tokovima koji proizlaze iz prihoda, naknada, poreza i sl. Prikupljena sredstva izdavanjem tih obveznica koriste se za povezane ili nepovezane zelene projekte (International Capital Market Association 2018).

Zelena sekuritizirana obveznica je sekuritizirana s jednim ili više specifičnih zelenih projekata, ali nije ograničena na pokrivene obveznice, vrijednosne papire osigurane imovinom, vrijednosne papire osigurane hipotekarnim kreditom i druge vrste sekuritiziranih proizvoda te je usklađena s načelima zelenih obveznica (International Capital Market Association 2018).

ABS obveznice predstavljaju posebnu vrstu zelenih obveznica podržanih „zelenom“ temeljnom imovinom iz koje proizlaze isplate prihoda ili se prikupljena sredstva ili oslobođeni kapital koriste za financiranje zelenih projekata. Ovi vrijednosni papiri povezani su s procesom sekuritizacije koji je diversificirao tržište zelenih obveznica i povećao broj manjih te manje prestižnih izdavatelja. Prema Mihelja Žaja i Tuškan Sjauš (2020) na taj način je manjim izdavateljima omogućen lakši pristup kapitalu i nižu cijenu kapitala. Prvu takvu obveznicu izdala je 2014. godine Toyota u vrijednosti 1,75 milijardi dolara (Ceci 2015).

Zelene obveznice transformiraju i unapređuju financijske usluge i način na koji njihovi sudionici posluju. Jedna od najvažnijih prednosti je visoka razina transparentnosti o načinu korištenja sredstava izdavatelja i procjene učinaka za ulagatelje. Pozitivne strane emisije zelenih obveznica utječu na promjene ponašanja investitora, ali i izdavatelja, zbog čega ukupna financijska tržišta mijenjaju smjer i način djelovanja.

Tablica 1: Prednosti i nedostaci zelenih obveznica

	Prednosti	Nedostaci
Izdavatelji	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG čimbenici pozitivno utječu na dugoročnu vrijednost izdavatelja</li> <li>koristi se pri donošenju investicijskih odluka</li> <li>poboljšanje diversifikacije baze investitora zelenih obveznica</li> <li>investitori koji kupuju i drže zelene obveznice mogu doprinijeti smanjenju volatilnosti na sekundarnom tržištu</li> <li>omogućuje reputacijske koristi (<i>goodwill</i>) i stvara kompetitivnu marketinšku prednost koje povećavaju cijenu financijskog instrumenta</li> <li>povećana vjerodostojnost strategije održivog razvoja</li> <li>pristup "ekonomiji razmjera" jer je većina troškova emisije povezana s procesom izdavanja</li> <li>kamata je često niža od kamate na bankovne kredite</li> <li>pristup međunarodnom financijskom tržištu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>reputacijski rizik u slučaju preispitivanja namjene zelenih obveznica</li> <li>transakcijski troškovi povezani s administracijom, certifikacijom, izvješćivanjem, verifikacijom i praćenjem.</li> <li>moгуćnost naplate penala (naplata obveznice u cijelosti) za tzv. "<i>green default</i>" u slučaju neizvršenja dogovorene zelene klauzule od strane izdavatelja</li> <li>često viši troškovi izdanja</li> <li>zahtijevaju učinkovitu koordinaciju između privatnog i javnog sektora</li> </ul>
Investitori	<ul style="list-style-type: none"> <li>ostvarivanje financijskog prinosa dok istovremeno podržava pozitivne ekološke, društvene i upravljačke ciljeve (ESG)</li> <li>instrumenti su u skladu s ESG zahtjevima</li> <li>poboljšana procjena rizika obveznica zbog izvještavanja o korištenju sredstava</li> <li>investitori mogu kompenzirati financijske povrate prilagođene riziku s prednostima za okoliš</li> <li>priznat od strane Okvirne konvencije Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama (UNFCCC) kao neдржавni akter koji poduzima "klimatske akcije"</li> <li>angažman i privatni dijalog s izdavateljima o ESG-u u vezi s izdavanjem zelenih obveznica olakšava kreditnu procjenu izdavatelja</li> <li>sljedivost prihoda izdavanja i izvješćivanje vodi do poboljšanih internih struktura upravljanja</li> <li>moгуćnost poreznih poticaja ili poreznih olakšica za privlačenje investitora</li> <li>moгуćnost za diversifikaciju portfelja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>nastajuća i mala tržišta (i potencijalno manje likvidno)</li> <li>mala izdanja i viši troškovi kao udio u ukupnim prihodima.</li> <li>nedostatak usklađenih standarda može povećati reputacijski rizik u slučaju upitnog zelenog integriteta obveznice</li> <li>ograničene mogućnosti zakonske provedbe ekološkog integriteta</li> <li>potreba za dodatnom dubinskom analizom možda neće uvijek biti zadovoljena</li> <li>ново obvezničko tržište za koje ne postoji ovlašteno međunarodno tijelo (samo neovisne organizacije)</li> </ul>

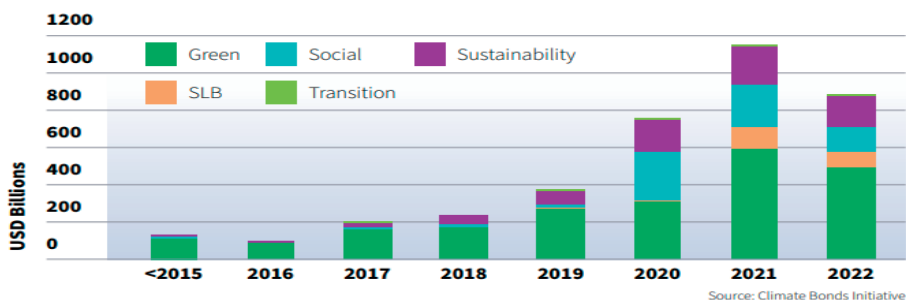
Izvor: izradili autori prema OECD 2016; Tolliver et al. 2020.

Očekuje se da će nedostaci zelenih obveznica s vremenom imati sve manji značaj te da će dodatno ojačati interes institucionalnih investitora.

## 4. RAZVOJ TRŽIŠTA ODRŽIVIH OBVEZNICA

Tržište održivih obveznica u posljednjem se desetljeću ubrzano razvija. Razvijaju se rješenja za unapređenje transparentnosti, razvoj standardizacije i obeshrabrivanje *greenwashinga* s ciljem uspostave ravnoteže između jačanja povjerenja ulagača i poticanja rasta tržišta.

Grafikon 1. Razvoj tržišta GSSS obveznica od 2015. do 2022. godine



Izvor: *Climate Bonds Initiative* (2022)

Održivo tržište obveznica brzo je poraslo 2021. godine, premašivši godišnju vrijednost od 1 bilijun dolara prvi put u povijesti. Tržište zelenih obveznica značajno je poraslo 2021., gotovo se udvostručivši u godišnjem izdavanju, pri čemu je ovaj segment tržišta najzastupljeniji na GSSS tržištu. U 2021. godini zelene obveznice činile su 57 % novih izdanja ukupnog tržišta uz ukupnu vrijednost 487,1 mlrd USD. Često su veliki infrastrukturni projekti i zelene zgrade prikladni za financiranje obveznicama dok je teže pronaći isplative društvene projekte. Sve veći naglasak na postizanju *net-zero* obveze također potiče prevlast zelenih nad društvenim obveznicama i obveznicama održivosti.

Burze imaju ključnu ulogu u osiguravanju pristupa tržištu. Namjenski popisi zelenih obveznica bili su ključni u predstavljanju zelenih obveznica. Tablica u nastavku navodi burze koje su pokrenule namjenski odjeljak za zelene obveznice ili održive obveznice.

**Tablica 2:** Segmenti burza namijenjeni zelenim, održivim ili socijalnim obveznicama

Burza	Segmenti GSSS obveznica	Godina otvaranja
Oslo Stock Exchange	Zelene obveznice	2015.
Stockholm Stock Exchange	Održive obveznice	2015.
London Stock Exchange	Održive obveznice	2015.
Shanghai Stock Exchange	Zelene obveznice	2016.
Mexico Stock Exchange	Zelene obveznice	2016.
Luxembourg Stock Exchange	Luxembourg Green Exchange	2016.
Borsa Italiana	Zelene i socijalne obveznice	2017.
Taipei Exchange	Održive obveznice	2017.
Johannesburg Stock Exchange	Zelene obveznice	2017.
Japan Exchange Group	Zelene i socijalne obveznice	2018.
Vienna Exchange	Zelene i socijalne obveznice	2018.
Nasdaq	Održive obveznice	2018.
Swiss Stock Exchange	Zelene i održive obveznice	2018.
The International Stock Exchange	Održive obveznice	2018.
Frankfurt Stock Exchange	Zelene obveznice	2018.
Santiago Stock Exchange	Zelene i socijalne obveznice	2019.
Euronext	Zelene, održive i socijalne obveznice	2019.
Bombay Stock Exchange	Zelene obveznice	2019.
Argentina Stock Exchange BYMA	Zelene, održive i socijalne obveznice	2019.
Brazil Stock Exchange	Zelene obveznice	2019.
Nigerian Stock Exchange	Održive obveznice	2019.
Hong Kong Exchange	Zelene, održive i socijalne obveznice	2020.
Korea Exchange	Zelene, održive i socijalne obveznice	2020.
Toronto Stock Exchange	Održive obveznice	2020.
Singapore Stock Exchange	Zelene, održive i socijalne obveznice	NP
Bolsas y Mercados Espanoles (BME)	Zelene, održive i socijalne obveznice	NP

Izvor: <https://www.climatebonds.net/green-bond-segments-stock-exchanges>

## 5. ZAKLJUČAK

Tržište GSSS obveznica uključuje različite vrste dugoročnih dužničkih vrijednosnih papira odnosno zelene obveznice, socijalne obveznice, održive obveznice i obveznice povezane s održivošću. GSSS tržišta obveznica otvaraju nove mogućnosti za globalne dionike, nacionalne vlade, ali i pojedinačne i institucionalne investitore, izdavatelje i široku javnost u usklađivanju financijskih prinosa s rezultatima održivog razvoja. Izdavateljima GSSS obveznice mogu ponuditi pristup ulagateljima zainteresiranima za održivost i mogu pomoći u poboljšanju njihove reputacije kao društveno odgovorne organizacije. Investitorima GSSS obveznice nude priliku da usklade svoja ulaganja sa svojim vrijednostima i pridonese pozitivnim ekološkim ishodima. Prikupljeni kapital se putem održivih financijskih tržišta na efikasan i vjerodostojan način povezuje s postavljenim ciljevima održivosti i doprinosi postizanju sustavnih promjena na globalnoj razini.

## PRIZNANJE/POTVRDA

Priprema ovoga rada rezultat je znanstvenih projekata broj uniri-drustv-18-61; ZIP-UNIRI-2023-12; ZIP-UNIRI-2023-18 sufinanciranih od strane Sveučilišta u Rijeci.

## LITERATURA

Bachelet, M. J, Becchetti, L., Stefano Manfredonia, S. (2019) The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification. *Sustainability* 11(4), str. 10–98.

Ceci, M. (2015) What Are Green Bonds and Why All the Fuss? <raspoloživo na: <https://meetingoftheminds.org/what-are-green-bonds-and-why-all-the-fuss-12486>>, [pristupljeno 23. 3. 2023.].

Climate Bonds Initiative (2013), <raspoloživo na: <https://www.climatebonds.net/2014/05/swedish-property-group-vasakronan-issues-sek13bn-197m-green-bond-theme-goes-corporate>>, [pristupljeno 12. 3. 2023.].

Climate Bonds Initiative (2022) Sustainable Debt Global State of the Market, <raspoloživo na: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_sotm\\_2022\\_03e.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf)>, [pristupljeno 3. 5. 2023.].

Climate Bonds Initiative (2022a), <raspoloživo na: <https://www.climatebonds.net/2022/11/agricultural-bank-china-issues-cny20bn-green-financial-bonds-certified-climate-bonds>>, [pristupljeno 2. 5. 2023.].

Climate Bonds Initiative: Interactive Data platform (2022b), <raspoloživo na: <https://www.climatebonds.net/market/data/>>, [pristupljeno 22. 4. 2023.].

Climate Bonds Initiative (2023), <raspoloživo na: <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>>, [pristupljeno 19. 3. 2023.].

Dembele, F., R. Schwarz i P. Horrocks (2021) *Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries*, OECD Publishing, Paris, <raspoloživo na: <https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/blended-finance-principles/documents/scaling-up-green-social-sustainability-sustainability-linked-bondissuances-developing-countries.pdf>>, [pristupljeno 23. 3. 2023.].

Ehlers, T., Packer, F. (2017) Green bond finance and certification. *BIS Quarterly Review*, <raspoloživo na: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm)>, [pristupljeno 23. 4. 2023.].

Europska komisija (2019) TEG report proposal for an EU green bond standard, <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf)>, [pristupljeno 23. 3. 2023.].

Flammer, C. (2012) Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142, str. 499–516.

International Finance Corporation (2018) Emerging Market Green Bonds Report 2018, <raspoloživo na: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/9e8a7c68-5bec-40d1-8bb4-a0212fa4bfab/Amundi-IFC-Research-Paper-2018.pdf?MOD=AJPERES->>, [pristupljeno 15. 3. 2023.].

International Finance Corporation (2021) Emerging Market Green Bonds Report 2020, <raspoloživo na: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_publication\\_site/publications\\_listing\\_page/emerging-market-green-bonds-report-2020](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/emerging-market-green-bonds-report-2020)>, [pristupljeno 2. 3. 2023.].

Legislative Train Schedule, European Parliament (2022) Establishment of an EU Green Bond Standard in “An Economy that Works for People”, <raspoloživo na: <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file-eu-green-bond-standard>>, [pristupljeno 14. 3. 2023.].

Michetti, C., Chouhan, N., Harrison, C., MacGeoch, M. (2023) Sustainable Debt Global State of the Market 2022, Climate Bonds Initiative 2023.

Mihelja Žaja, M., Tuškan Sjauš, B. (2020) U Hrvatskoj interes za izdavanje zelenih obveznica pokazuje energetski sektor, <raspoloživo na: <https://www.svijetosiguranja.eu/u-hrvatskoj-interes-za-izdavanje-zelenih-obveznica-pokazuje-energetski-sektor/>>, [pristupljeno 9. 4. 2023.].

Suljić Nikolaj, S., Olgjić Draženović, B., Buterin, D. (2022) Green Bonds – Sustainable Forms of Financing. Sustainable Business Management and Digital Transformation: Challenges and Opportunities in the Post-COVID Era. Springer International Publishing, str. 416–429.

OECD (2016) Green bonds: Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, policy perspectives, <raspoloživo na: <https://www.oecd.org/environment/cc/Green%20bonds%20PP%20%5Bf3%5D%20%5Blr%5D.pdf>>, [pristupljeno 14. 3. 2023.].

OECD (2017) Green Finance and Investment: Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, <raspoloživo na: <https://doi.org/10.1787/9789264272323-en>>.

OECD (2022) Green, social, sustainability and sustainability-linked bonds in developing countries: How can donors support public sector issuances?, OECD Publishing, Paris.

Tang, D. Y., Zhang, Y. (2018) Do Shareholders Benefit from Green Bonds?, <raspoloživo na: <https://ssrn.com/abstract=3259555>>.

Tolliver, C., Keely, A. R., Managi, S. (2020) Drivers of Green Bond Market Growth: The Importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and Implications for Sustainability 2020. *J. Clean. Prod.*, 244, 118643.

United Nations Environment Programme, Definitions and Concepts – Background Note, UNEP 2016.

## SUSTAINABLE FINANCIAL INSTRUMENTS

### **Abstract**

In the conditions of numerous environmental problems, among which climate change is one of the greatest challenges of the modern world, awareness of environmental protection and sustainable economic development aligned with ESG criteria are becoming global goals. Accordingly, the financial markets have also recognized the need for the development of financial instruments for financing „green“ and sustainable projects. Various forms of sustainable bonds are the most represented in the financial markets. Market development began with the first issue of green bonds in 2007, which are still the most common form of sustainable financing. The aim of this paper is to analyze the characteristics of sustainable financial instruments with an emphasis on long-term instruments with fixed returns. The characteristics of green bonds, social bonds, sustainable bonds, and sustainability-related bonds, the advantages and disadvantages of their issuance, the legislative and regulatory framework and an overview of developments at the global level will be presented.

**Keywords:** ESG criteria, climate change, regulation

**JEL classification:** F64, G15



**Anita Pavković**, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet,  
apavkovic3@net.efzg.hr, ORCID: 0000-0002-3239-9509

**Ana Keserović**, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet,  
akeserovic12@gmail.com

**Filip Krapić**, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet,  
krapic.filip@gmail.com

## ODRŽIVI („ZELENI“) SEKURITIZACIJSKI INSTRUMENTI

### **Sažetak**

Sekuritizacija i sekuritizacijski instrumenti inovativne su metode i proizvodi koji se nekoliko desetljeća uspješno primjenjuju u SAD-u na tržištu financijskih usluga. Uz spor razvoj financijskih tržišta i financijskih instrumenata među financijskim uslugama u Europi, posljedično ni sekuritizacijska aktivnost nije došla do značajnijeg izražaja u posljednjih nekoliko desetljeća. Već nekoliko godina navedeni procesi žele se intenzivirati kroz projekt integracije tržišta kapitala, donošenje novih krovnih i drugih pravila i kreiranje jednostavnijih platformi za standardizirane i transparentne transakcije.

Sveprisutna paradigma održivosti u današnje se vrijeme proteže i kroz principe i načela unutar financijskih usluga, pa tako i u dijelu sekuritizacijskih tržišta i rezultirajućih sekuritizacijskih proizvoda. Cilj rada je prezentirati značajke održivih financijskih instrumenata u kontekstu navedenih principa održivosti i promovirati kvalitetnu financijsku metodu čijom se primjenom mogu postići sinergijski i multiplicirani učinci na financijske usluge i tržišta. Rad daje i prikaz ključnih odrednica za uspješan razvoj tržišta i popularizaciju održivih sekuritizacijskih instrumenata u Europi.

Glavna misao, odnosno problematika znanstvenog rada je promicanje i provedba održivog financiranja, posebno u kontekstu zelene sekuritizacije. Nadalje, u radu se govori o rastućem trendu investicijskih aktivnosti u održive projekte i sve većem interesu institucionalnih

ulagatelja, malih ulagatelja i tijela javnog sektora za upravljanjem rizicima i maksimiziranjem povrata održivih ulaganja. Naglašava se potreba za jasnim kriterijima i pokazateljima, kao što su taksonomije, za procjenu i klasifikaciju financijske imovine koja podupire ciljeve održivosti. Metodologija rada uključuje sustavan pregled literature, prikupljanje podataka i njihovu komparativnu analizu i interpretaciju učinaka, kratak pregled relevantnih propisa te zaključne rasprave kroz pregled i osvrt važnih aspekata utjecaja predmetne tematike na sastavnice financijskog sustava.

**Ključne riječi:** ekološki čimbenici, STS sekuritizacija, integracija, inovacija, energetska učinkovitost

**JEL klasifikacija:** G2, G21

## 1. Taksonomija održivog financiranja i zelena sekuritizacija

Održivo financiranje može se odrediti kao proces razmatranja ekoloških i društvenih čimbenika kao i čimbenika upravljanja (engl. *environmental, social, and governance*, ESG) pri donošenju odluka o ulagačkim aktivnostima. Primjetan je trend rasta sve izraženijih ulagačkih aktivnosti upravo u održive projekte potenciran namjerom i sve većom zainteresiranošću poglavito institucionalnih ulagatelja, ali i malih, kao i određenih tijela javnog i državnog sektora. Oni nastoje na što kvalitetniji način upravljati možebitnim rizicima te posljedično maksimizirati prinos na uloženi kapital dok istodobno podupiru održive oblike ulaganja te u konačnici stvaraju dugoročne financijske prinose koji se temelje na održivim investicijskim projektima. Sve više inicijativa za alokacijom kapitala u održive projekte dolazi upravo od strane samih ulagatelja koji svoj ponder sve više stavljaju na društveno odgovorno ulaganje, odnosno ono koje ima pozitivan učinak na sve dionike. Nadalje, kao dodatni pokretač sve veće ESG investicijske integracije navodi se bolje upravljanje rizicima u dugom roku, reputacija i vidljivost samih ulagatelja, regulatorni propisi, zahtjevi vanjskih dionika i dr. Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (engl. Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) iznijela je podatke u sklopu kojih navodi da je za postizanje klimatskih i razvojnih ciljeva do 2030. godine na godišnjoj razini potrebno investirati 7 trilijuna američkih dolara (Boffo, Patalano 2020).

Sama „zelena“ taksonomija detaljnije opisuje održive financije te ujedno

predstavlja skup kriterija koji pružaju osnovu za procjenu može li financijska imovina, odnosno njena utilizacija, podržati inicijalno propisane ciljeve održivosti. Svrha je taksonomije odrediti jasne i nedvosmislene pokazatelje, odnosno definirati granične vrijednosti za ulagateljne aktivnosti koje se mogu klasificirati održivima. Sama definicija implicira da su polazišna točka, odnosno preduvjet za implementaciju predmetne taksonomije, kvalitetno definirani ciljevi održivosti. Nadalje, kvalitetna taksonomija predstavlja određeni oslonac (poticaj) ulagačima i ostalim zainteresiranim dionicima te im u značajnoj mjeri pomaže u donošenju odluka te identificiranju nefinancijskih koristi od ulaganja u takav oblik imovine. Sve navedeno može u značajnoj mjeri mitigirati, odnosno minimizirati rizike koji se mogu materijalizirati upravo iz ulagačkih aktivnosti u održive oblike financijske imovine (Ehlers *et al.* 2021).

Na tragu ublažavanja rizika koji se mogu realizirati u sklopu održivih financija, u nastavku su navedeni neki od najzastupljenijih rizika:

- kratkoročni pogled na aktualne klimatske probleme i implementaciju ESG standarda radi usmjerenosti na ostvarenje probitka i vlastitih interesa, tj. značajne dobiti. Sve navedeno možemo okarakterizirati i objediniti pod pojmom iz engleskoga jezika *greenwashing*<sup>28</sup>;
- dostupnost i moguća kvalitetna usporedba osnovnih ESG parametara;
- pitanje složenosti i razina zahtjevnosti regulatornog okvira prilikom implementacije postojećeg regulatornog okvira te njegov budući razvoj;
- zeleni projekti mogu se u nekim slučajevima ocijeniti nedovoljno privlačnima za investitore zbog naizgled niske stope prinosa, povezanih rizika te njihove možebitne materijalizacije (Europska komisija 2020).

Iako taksonomije mogu ublažiti i minimizirati rizike prilikom donošenja inicijalnih investicijskih odluka, one nisu dizajnirane za potrebe upravljanja samim rizikom. Primjerice, pružanje sveobuhvatne procjene izloženosti rizicima koji su povezani s klimatskim promjenama podrazumijeva uzimanje u obzir međuovisnost i razmjenu informacija s postojećim ulagateljima te dubinsku analizu financijskih učinaka potencijalnih budućih anomalija tržišta, odnosno šokova. Taksonomije ne uzimaju u obzir međuovisnost s različitim oblicima imovine. Temeljem navedenog scenarija analize i testovi otpornosti

---

<sup>28</sup> Engl. *greenwashing* predstavlja prenošenje nerealnog dojma, neutemeljenih tvrdnji ili informacija o aktivnostima povezanim s održivim financiranjem koje predstavlja osnovu za osviješteni i gospodarski razvoj.

na stres trebaju (i dalje) predstavljati integrirani dio u sklopu određivanja financijskih rizika (Ehlers *et al.* 2021).

Promatrajući samo na europskoj razini, zelena se taksonomija može klasificirati kao sustav za definiranje i kategorizaciju ekološki održivih projekata i gospodarskih aktivnosti. Glavna svrha je pružanje unificiranih i zajedničkih kriterija za identificiranje ulaganja koja doprinose tranziciji na resursno učinkovito i sveobuhvatno gospodarstvo. Uredba Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi okvira za pružanjem jednostavnijeg postupka ulaganja u održive projekte stupila je na snagu u lipnju 2020. godine (Europska komisija 2020).

Europska unija nastoji se pozicionirati kao lider u implementaciji održivih oblika financiranja. Primarni cilj nove strategije održivog financiranja podržava alokaciju kapitala na održivo gospodarstvo te strategija kao takva ujedno predlaže četiri osnovna područja djelovanja: financiranje tranzicije, uključivosti, otpornosti te u konačnici cjeloviti doprinos financijskog sustava (Europska komisija 2021).

*European Green Deal* ili, na hrvatskome, *Europski zeleni plan*, usvojen je 11. prosinca 2019. godine. Prijelaz na održivo gospodarsko upravljanje zahtijeva značajne investicijske napore u svim sektorima, kod svih zainteresiranih dionika, te u konačnici integraciju klimatskih i ekoloških rizika u sklopu postojećeg financijskog sustava (Europska komisija 2020).

Cilj *Europskoga zelenog plana*, engl. *European Green Deal*, je transformacija postojećeg gospodarskog i ekonomskog sustava EU-a u resursno učinkovitije, energetske konkurentnije i neovisnije okruženje, a primarni je cilj potpuno smanjenje, tj. redukcija neto emisije stakleničkih plinova do 2050. godine. Kroz istoimenu inicijativu financirat će se jedna trećina od ukupno 1,8 trilijuna eura kako za *NextGenerationEU Recovery Plan*, koji se primarno veže uz oporavak europskih gospodarstava od pandemije COVID-19, tako i za naredni sedmogodišnji proračun EU-a. Upravo kroz prizmu *Europskoga zelenog plana* nastoji se potaknuti svijest o važnosti što efikasnije alokacije kapitala u sklopu investicija koje njeguju održivost i energetske tranzicije (Europska komisija 2021).

Sama je sekuritizacija pronašla novu domenu razvoja, a to je upravo cjelokupna potpora i daljnji razvoj domene zelenog financiranja. Pojam zelene sekuritizacije može se definirati zelenom kada temeljni instrument

ima uporište u niskom udjelu ugljika ili gdje će se značajniji prihodi generirati upravo zahvaljujući ulaganju u imovinu s niskim udjelom ugljika. Također, sljedeći su instrumenti jedan od glavnih skupova kolateralala koji tvore sastavni dio zelene sekuritizacije: hipotekarno financiranje za unapređenje energetske učinkovitosti, zajmovi/*leasing* na električna i hibridna vozila, zajmovi za solarnu energiju, vjetroelektrane, punionice i sl. Primjerice, dosadašnja izdanja vrijednosnica na podlozi imovine (engl. ABS) uključuju hipotekarne vrijednosne papire, ali i ABS-ove koji su podržani kreditima za energetske učinkovitost (*Climate Bonds Initiative* 2018).

Samo tržište tzv. „zelene sekuritizacije“ proširilo se u posljednjih nekoliko godina poglavito na tržištu Sjedinjenih Američkih Država. Razvoju je u velikoj mjeri doprinijela primjena održivog oblika poslovanja te sveukupni prijelaz i sama tranzicija na nove oblike poslovanja koji u konačnici sadrže neutralnu neto emisiju ugljičnog dioksida. Jedna od glavnih značajki prelaska s konvencionalnih na obnovljive izvore energije upravo je stvaranje decentraliziranog sustava. Glavni razlog tome je taj što energija dobivena iz vjetrova i sunca dolazi u manjim *output* i *input* kapacitetima ako usporedimo tradicionalnu proizvodnju iz ugljena ili nuklearnih postrojenja (Petit, Schlosse 2020).

Stoga bi se samo financiranje energetske postrojenja moglo promijeniti, i to na sljedeći način: dosadašnja kapitalno intenzivna postrojenja koja su proizvodila značajnije kapacitete energije ujedno su bila financirana od strane relevantnih financijskih institucija, prvenstveno banaka, dok u financiranju novih i decentraliziranih modela obnovljivih izvora energije sve značajniju ulogu imaju upravo ulagatelji koji se nalaze na tržištu kapitala. Institucionalni ulagatelji mogu koristiti sekuritiziranu imovinu kao izvor financiranja za financiranje imovine manje vrijednosti agregirane u sklopu portfelja. Tako se mogu financirati posebice mala i srednja poduzeća koja su se u značajnijoj mjeri opredijelila za segment „zelenog poslovanja“, koji se očituje kroz prizmu ulaganja u obnovljive izvore energije, solarne panele, implementaciju integriranih energetske rješenja i slično.

Financijske institucije, u prvom redu banke, plasiraju na tržište namjenski kreditni proizvod koji se koristi isključivo za financiranje energetske učinkovitosti. Zahvaljujući sekuritizaciji takva relativno nelikvidna imovina može se pretvoriti u vrijednosne papire kojima se zatim trguje na tržištu kapitala. Zelena sekuritizacija kao i klasični, tj. tradicionalni oblici sekuritizacije

omogućuju oslobađanje kapitala iz bilanci financijskih institucija koji se zatim može dalje alocirati, tj. redistribuirati na ulaganje u ostale segmente koji generiraju dodanu vrijednost i, u konačnici, rast samog poslovanja (Petit, Schlosse 2020).

Potražnja za takvim oblicima financijskih instrumenata, poglavito na europskim tržištima, kratkoročno i dalje ostaje na relativno niskim razinama iako je potražnja za ovakvom vrstom sekuritizacije, osobito ako promotrimo zelenu sekuritizaciju obveznica, u sve većem porastu. To može biti potaknuto činjenicom da institucionalni ulagači ulažu u održive oblike imovine koji u današnje vrijeme postaju sve značajniji i prisutniji u svim segmentima djelovanja i poslovanja.

Udruženje za financijska tržišta u Europi (engl. Association for Financial Markets in Europe, AFME) iznijelo je krajem 2019. godine stajalište o načelima i razvoju zelenog tržišta sekuritizacije europskog financijskog tržišta. U sklopu istog navode se određene preporuke i zaključci, a u nastavku donosimo neke od najvažnijih smjernica. Predlaže se uvođenje poreznih, regulatornih i drugih inicijativa koje prvenstveno podupiru nacionalne vlade i zakonodavna tijela koji bi u značajnoj mjeri mogli doprinijeti daljnjem rastu tržišta zelene sekuritizacije (AFME 2019).

Potencijal zelene sekuritizacije iznimno je značajan u predstojećem razdoblju. Primjerice, OECD procjenjuje da bi ukupna vrijednost izdanih zelenih ABS-ova, engl. *Asset-Backed Securities*, na godišnjoj razini mogla iznositi 280 do 380 milijardi dolara, i to u razdoblju od 2031. do 2035. godine (Petit, Schlosse 2020).

Neki od rizika koji se usko vežu uz sekuritizaciju općenito, ne samo zelenu, su sljedeći: jedna od glavnih svrha samog procesa sekuritizacije je izbjegavanje kapitalnih zahtjeva, što u konačnici rezultira povećanjem sistemskog rizika cjelokupnog financijskog sustava. Također, zelena sekuritizacija sama po sebi nije dovoljno značajna da bi predstavljala bilo kakav sistemski rizik; međutim, ista predstavlja najbrže rastući proizvod u domeni održivih oblika financiranja (Barnes 2019).

Dodatno snažna poluga u domeni sekuritizacije funkcionira tako da banka smanjuje svoju potencijalnu izloženost neplaćanju sekuritiziranih zajmova. Postignuti su i neki novi napredak i zaokret u onome što se zove „sintetička sekuritizacija“ prema kojoj banka može otpuštati dio rizika na portfelju kredita

trećoj strani. Primjerice, u praksi se pokazalo da banka može prenijeti dio potencijalnih gubitaka u domeni kredita za održive infrastrukturne projekte na treću stranu; u predmetnom slučaju na *hedge* fond. Takvim postupkom banka je oslobodila svoju bilancu od rizika. Oslobođeni kapital može se alocirati na ostalu profitabilnu imovinu, tj. dodatnu mogućnost pozajmljivanja (Foley 2017). Nadalje, još jednim od potencijalnih rizika za sekuritizaciju smatra se mišljenje da se „zelena“ klasifikacija koristi za povoljniji regulatorni tretman koji se veže uz visokoregulirane instrumente kao što su, primjerice, engl. *Collateralized Loan Obligation*, CLO (Barnes 2019).

## 2. Regulatorni okvir održivih sekuritizacijskih struktura u Europskoj uniji

Suvremeni financijski sustav stremi ka produbljenju financijskog tržišta novim proizvodima i mogućnostima ulaganja individualnih i institucionalnih ulagatelja kroz intenzivan razvoj i jačanje primjene sekuritizacije i njezinih instrumenata. Adekvatnim sekuritizacijskim transakcijama omogućuje se efikasnije upravljanje rizicima i rezultirajući gospodarski rast čiji je učinak viša stopa zaposlenosti. Temeljni pravni okviri uključuju uredbu o sekuritizaciji s naglaskom na standardne i jednostavnije strukture (br. 2017/2402), uredbu i direktivu o pokrivenim obveznicama i zakonski okvir sekuritizacije u Hrvatskoj, kao i neke inicijative i standarde koje promiču viši stupanj održivosti na sekuritizacijskom tržištu, ali i norme i pravila održive ekonomije u širem smislu.

Poticanju sve većeg razvitka zelene sekuritizacije ide u prilog i usvajanje novog sekuritizacijskog okvira koji je dodatno uređen Uredbom o sekuritizaciji (Uredba (EU) 2017/2402) koja je stupila na snagu početkom 2019. godine te već propisani standardi Zelenih obveznica uvedenih od strane Međunarodnog udruženja tržišta kapitala (engl. International Capital Market Association, ICMA). Uredbom (EU) br. 2017/2402 utvrđuje se opći okvir primjene sekuritizacije i definiraju se zahtjevi vezani za dubinsku analizu, zadržavanje rizika i transparentnost sudionika uključenih u proces sekuritizacije, kao i kriteriji za odobravanje kredita i prodaju sekuritizacija malim ulagateljima. Utvrđuje se okvir jednostavne, transparentne i standardizirane sekuritizacije (engl. *Simple, Transparent and Standardised Securitization* – STS) te se uvodi zabrana resekuritizacije koja bi mogla dovesti do sukoba sa zahtjevom

transparentnosti. Uredba također pomaže pri eliminiranju složenih i netransparentnih transakcija s ciljem poticanja održivog rasta i razvoja unutar Europske unije (Pavković 2017).

Najvažniji ulagatelji u sekuritizacijske instrumente i pokrivene obveznice su institucionalni ulagatelji, a prije samog ulaganja nužno je provesti dubinsku analizu u svrhu pravilne procjene rizika i jačanja povjerenja među sudionicima na tržištu. Dubinsku analizu omogućuje sveobuhvatan sustav izvješćivanja svih relevantnih informacija koji omogućuje razboritu procjenu odnosnih rizika, a kako bi se osigurala njezina provedba, važno je da su sekuritizacijske vrijednosnice osigurane skupovima imovine sličnih karakteristika. Uredbom je omogućeno da samo transakcije „stvarne prodaje“ nose STS oznaku jer se u tim transakcijama vlasništvo vrijednosnica prenosi na subjekt posebne namjene s obzirom na to da transakcije koje ne uključuju stvarnu prodaju, već samo prijenos kreditnog rizika, podrazumijevaju postojanje dodatnog kreditnog rizika druge ugovorne strane koja prodaje kreditnu zaštitu čime taj odnos zbog složenosti povezane s ugovorom o izvedenicama postaje neprimjeren za ovakav modalitet transakcije. Okvir s kriterijima STS sekuritizacije jednak je unutar cijele Europske unije, ali dionici na tržištu, usprkos nastojanju za dominacijom STS sekuritizacijskih instrumenata, nisu dužni izdavati ili ulagati u instrumente sa značajkama standarda STS sekuritizacije (Pavković, Tuškan Sjauš 2018; 2020).

U segmentu pokrivenih ili osiguranih obveznica regulatorni okvir sastoji se od uredbe i direktive o pokrivenim obveznicama koje promatramo jedinstveno te kojima se omogućuje povlašteni bonitetni tretman pokrivenih obveznica u određenim uvjetima. Direktiva obuhvaća ključne elemente pokrivenih obveznica i njihovu zajedničku definiciju primjenjivu u svim financijskim sustavima. Ciljevi okvira su: intenzivirati upotrebu pokrivenih obveznica i troškovno učinkovitog izvora financiranja, posebice na slabije razvijenim tržištima, omogućiti veći broj sigurnih investicija ulagateljima, doprinijeti očuvanju financijske stabilnosti i ubrzati razvoj unije tržišta kapitala (Pavković 2012; 2017).

Zbog strože regulacije, pokrivene obveznice bile su u sjeni sekuritizacijskih obveznica sve do krize 2008. godine koja je zatim ukazala na prednosti ulaganja u takve financijske instrumente te pozitivno utjecala na buduća ulaganja u njih karakterizirajući ih kao kvalitetna ulaganja s pozitivnim socioekonomskim učinkom za financijski sustav zemlje (Pavković 2017).



Specifično obilježje obveznica je isključenost iz stečajne mase kojom se osigurava da investitori u njih budu isplaćeni po dospelju. Kapitalni zahtjevi kreditnih institucija nešto su niži za pokriveno obveznice, ali početni troškovi uspostavljanja programa mogu biti visoki što predstavlja otežanu okolnost za manje kreditne institucije pa se iz tog razloga često dopušta zajedničko financiranje dvaju ili više institucija (Pavković, Tuškan Sjauš 2023).

Zakonsko uređenje sekuritizacije u Hrvatskoj uključuje Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 s ciljevima:

- osigurati da se sekuritizacije odvijaju sukladno Uredbi
- osigurati provođenje dubinske analize prije ulaganja od strane institucionalnih ulagača i drugih financijskih institucija
- osigurati da serviseri sekuritizacijskih transakcija budu licencirani upravitelji portfeljem
- osigurati dodatne zahtjeve transparentnosti privatnih transakcija
- osigurati ovlasti pod nadležnosti regulatora (Pavković, Keserović 2023).

Nadležna tijela odgovorna za provedbu Uredbe i Zakona u Republici Hrvatskoj su Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) i Hrvatska narodna banka (HNB), a subjekti nadzora su: osiguravajuća društva i društva za reosiguranje, mirovinska društva za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, posrednici u osiguranju, UCITS i alternativni investicijski fondovi, društva za njihovo upravljanje i drugi institucionalni investitori te kreditne institucije koje su dobile odobrenje od HNB-a za obavljanje investicijskih usluga, subjekti posebne namjene sa sjedištem u Hrvatskoj, treće strane koje provjeravaju STS kriterije i drugi. Nadzor se provodi praćenjem, prikupljanjem i obradom podataka koji se dostavljaju sekuritizacijskim repozitorijima, prikupljanjem javno dostupnih podataka i onih koji nisu javno dostupni od subjekata nadzora, provođenjem posrednog i neposrednog nadzora nad subjektima nadzora i izricanjem nadzornih i dodatnih mjera. HANFA i HNB redovito surađuju s međunarodnim institucijama poput ESMA-e, EBA-e, EIOPA-e i Odborom za sekuritizaciju s ciljem razmjene informacija i kodeksa nadzora (Pavković 2011; 2017).

Jedan od ciljeva primjene sekuritizacije je oslobađanje kapitala u bilancama banaka koji se može koristiti, između ostaloga, i za tzv. „zelenu“ tranziciju koja će u budućnosti zahtijevati ogromne iznose financiranja od strane privatnih

i javnih ulagatelja. Posljednjih godina se održivost postavlja kao nužan preduvjet na financijskim tržištima, među dionicima financijskih sustava, a i na tržištima sekuritiziranih instrumenata u Europskoj uniji, kolokvijalno nazvanih „zelenom“ sekuritizacijom. U tom kontekstu održiva ili „zelena“ sekuritizacija ima primarnu ulogu u poboljšanju pristupa financiranju održivim projektima (zeleni krediti, npr. krovni solarni fotonaponski uređaji, poboljšanje energetske učinkovitosti, električna i hibridna vozila) i osiguravanju veće dostupnosti kapitala za takve zajmove te širenju kruga ulagatelja u održive projekte (za one institucije koje ne mogu izravno pokrenuti projekte) (Europska komisija 2023).

Tržište „zelene“ sekuritizacije u Europskoj uniji i dalje je u vrlo ranoj fazi razvoja te je uspostava namjenskog regulatornog okvira još uvijek u proceduri izrade. Trenutno nema dovoljno „zelene“ imovine za sekuritizaciju te je u ovom trenutku teško stvoriti relevantni regulatorni okvir koji u potpunosti odgovara zahtjevima ulagatelja, ali bi takav namjenski okvir mogao biti relevantan nakon što gospodarstvo EU-a krene u daljnju tranziciju te dosegne veći volumen dostupne zelene imovine za sekuritizaciju (Europska komisija, *Finance* 2023).

Iako je uspostava pravnog okvira za „zelenu“ sekuritizaciju još u početnoj fazi razvoja, planiraju se potencijalni pristupi definiranju i kategorizaciji „zelenih“ transakcija prilikom uspostavljanja namjenskog pravnog okvira. Trenutno su predstavljena tri potencijalna pristupa definiranja „zelene“ sekuritizacije podijeljena na zeleni pristup (svjetlozeleni), paralelni pristup (srednje zeleni) i integrirani kombinirani pristup (tamnozeleni okvir). Svjetlozeleni okvir podrazumijeva da će se transakcija označiti kao „zelena sekuritizacija“ ako se kolateral koji podupire transakciju pretežno sastoji od zelene imovine, čak i ako se prihodi te transakcije ne koriste za financiranje zelene imovine. Za razliku od sljedećih kombiniranih pristupa, u ovom pristupu oznaka zelene sekuritizacije ne nameće zahtjev za „korištenjem prihoda“ što se čini lako razumljivim za ulagatelje. Paralelni pristup (srednje zeleni) podrazumijeva da je transakcija sekuritizacije označena „zelenom“ ako ima minimalni udio ekološke upotrebe prihoda i minimalni udio zelene imovine u temeljnom portfelju, a minimalna razina bila bi definirana pravnim okvirom. Tamnozeleni okvir, odnosno integrirani kombinirani pristup podrazumijeva da se u transakciji zelene sekuritizacije cjelokupni prihodi koriste za financiranje zelene imovine i da ima minimalni udio zelene imovine u temeljnom portfelju.

Ova opcija stvorila bi standarde visoke kvalitete transakcije, ali je nedostatak zelene imovine značajna prepreka, osim ako se ne uspostavi zahtjev za postupno (a kasnije i potpuno) uvođenje minimalnog udjela zelene imovine u portfelju (EBA 2022).

U posljednjih nekoliko godina naglašava se potreba za uspješnijim usmjeravanjem financijskih i kapitalnih tokova u zelena ulaganja. Shodno tome, Europska komisija uspostavila je EU standard za zelene obveznice (engl. *EU Green Bond Standard*) prepoznatljiv pod kraticom EU GBS. Prijedlog za europski standard zelenih obveznica dobrovoljni je standard koji pomaže u povećanju i podizanju ekoloških ambicija tržišta zelenih obveznica (Europska komisija). U srpnju 2021. Europska komisija je objavila zakonodavni prijedlog Uredbe o zelenim obveznicama (2021/0191) s ciljem stvaranja dobrovoljnog standarda visoke kvalitete za zelene obveznice za potporu financiranja zelenih ulaganja. Uredbom se teži stvaranju visokokvalitetnog pravnog okvira zelenih obveznica sa zajedničkom definicijom i okvirom izvještavanja. Nužno je u svrhu daljnjeg razvoja obveznica uvesti jedinstveni standard koji će se primjenjivati u svim državama članicama jer se smatra da će zelene obveznice biti prikladne za financiranje ekonomskih aktivnosti kojima se podupire tranzicija prema održivijim gospodarstvima (EBA 2022).

EU Taksonomija je alat koji daje jasne informacije o tome koje investicije i aktivnosti klasificiramo kao održive i one koje omogućuju investitorima i tvrtkama ulaganja u okolišno prihvatljive gospodarske aktivnosti. Uredba (EU) br. 2020/852 o taksonomiji objavljena je u lipnju 2020. godine, a njome je definirano šest ekoloških ciljeva ili ciljeva održivosti koji podrazumijevaju: ublažavanje klimatskih promjena i prilagodbu na njih, održivo korištenje vodenih i morskih resursa, prijelaz na kružno gospodarstvo, sprječavanje i kontrolu onečišćenja, zaštitu i obnovu bioraznolikosti i ekosustava. Za svaki cilj potrebno je utvrditi jedinstvene kriterije za utvrđivanje doprinose li gospodarske djelatnosti njegovom ostvarenju. Kako bi se osigurala usklađenost dokumenata, potrebno je izmijeniti Uredbu (EU) br. 2019/2088 i dopuniti pravila o transparentnosti promicanja ekoloških obilježja i održivih ulaganja prilikom objave podataka i redovitog izvješćivanja (Uredba (EU) br. 2020/852).<sup>29</sup> Uredba (EU) br. 2019/2088 primjenjuje se od ožujka 2021. godine te obvezuje na povremene internetske objave o sudionicima na

---

<sup>29</sup> Uredba (EU) br. 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088 (lipanj 2020.), dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>.

financijskom tržištu i financijskim proizvodima uključujući informacije o tome kako proizvod promiče ekološke ili društvene karakteristike ili da mu je cilj održivo ulaganje. (EBA 2022).

Na snazi je i Direktiva (EU) br. 2013/34 koja nameće otkrivanje kako su ekonomske aktivnosti velikih poduzeća (uključujući i banke) povezane s aktivnostima koje se klasificiraju ekološki održivima. Zakonski prijedlog Direktive o korporativnom izvješćivanju o održivosti objavljen je u travnju 2021. godine te bi značajno izmijenio i proširio postojeće zahtjeve za izvješćivanje uvođenjem revizijskih zahtjeva i detaljnijih zahtjeva za izvješćivanje u skladu s obveznim standardima EU-a za izvješćivanje o održivosti (Petit, Schlosse 2020).

### 3. Zeleni sekuritizacijski instrumenti

Sekuritizacija se može okarakterizirati kao proces transformacije nelikvidne imovine, u velikoj većini zajmova, u likvidnu imovinu kao što su to vrijednosni papiri osigurani imovinom (Petit, Schlosse 2020; Pavković, 2007). Nadalje, sekuritizacija omogućuje prodaju postojeće financijske imovine kako bi se u konačnici oslobodio kapacitet kapitala u nove oblike poslovanja. Cjelokupni postupak podrazumijeva da izdavatelji stvaraju, kreiraju financijski instrument poznat pod nazivom vrijednosnica na podlozi imovine (engl. *Asset-Backed Securities*, ABS), kojemu se u postupku povećava kvaliteta, a temelji se na raznim oblicima potraživanja. Vrijednosni papiri osigurani imovinom (engl. *Asset-Backed Securities* – ABS) podrazumijevaju skupove manje imovine koju drže razne financijske institucije i koja je najčešće mala i nelikvidna te se ne može pojedinačno prodati investitorima pa podliježe sekuritizaciji. Većina imovine su zajmovi dani pojedincima u obliku hipoteka, dugova po kreditnim karticama ili zajmova za automobile. Proces rezultira novim vrijednosnim papirima s diversificiranim profilom rizika jer svaka vrijednosnica sadrži samo djelić ukupnog skupa temeljne imovine (Corporate Finance Institute 2022).

Vrijednosni papiri osigurani stambenim hipotekama (engl. *Residential Mortgage Backed Securities* – RMBS) posebna su vrsta obveznica osiguranih velikim brojem stambenih kredita. Hipotekarni krediti svrstani su u grupe na temelju istih ili sličnih obilježja nakon čega slijedi izdanje RMBS-a, najčešće u dvije ili više odvojenih „tranši“, koje se razlikuju po prioritetu isplate prinosa. U literaturi najčešće spominjemo tri tranše: junior, *mezzanine* i senior, a

ulagateljima u hipotekarne vrijednosnice kamata i glavnica se isplaćuje svaki mjesec pri čemu prioritet naplate glavnice imaju ulagatelji u senior tranše. Junior vrijednosnice su najrizičnije, ali shodno tome nose i najviši prinos te su posljednje u redu za naplatu glavnice. U ovom odnosu postoji banka koja izdaje hipotekarni kredit, poseban pravni entitet (engl. *Special Purpose Vehicle* – SPV) koji zatim taj kredit preuzima na sebe te upravlja fondom tih zajmova i njihovom naplatom koja osigurava daljnju isplatu glavnice i kamata ulagateljima u RMBS (Firstmac 2019).

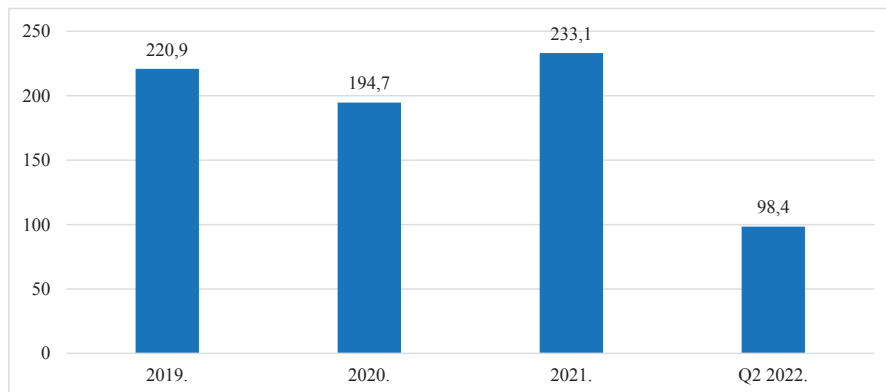
Recesija je ostavila niz zajmova lošije kvalitete koje su institucije na europskom tržištu odlučile prodati kroz izdavanje vrijednosnica podržanih skupom navedenih zajmova. Riječ je o CLO vrijednosnicama (engl. *Collateralized Loan Obligation*) koje ulagačima nude mogućnost ulaganja u raznoliki portfelj prepakiranih kredita poduzećima, najčešće lošije kvalitete, a s obzirom na navedenu karakteristiku, ulagači u ove vrijednosnice preuzimaju visoku razinu rizika neplaćanja uz potencijalno viši povrat od prosječnog (Corporate Finance Institute 020022).

Temeljni skup kolaterala zelene sekuritizacije obično se sastoji od financijske imovine kao što je: hipoteka na certificirane (zelene) zgrade, krediti i *leasing* ugovori za električna i hibridna vozila, ugovori za najam solarne i vjetroelektrane, hipotekarno financiranje za unaprjeđenje energetske učinkovitosti, krediti za razvoj punionica, baterija i skladišta, zajmovi zelenim malim i srednjim poduzećima i dr. (*Climate Bonds Initiative* 2017).

Dosadašnja izdanja *Green ABS-a* uključuju prvenstveno hipotekarne vrijednosnice, ali i PACE ABS podržane zajmovima za poboljšanje energetske učinkovitosti, solarni i auto ABS.

U grafikonu 1 prikazano je ukupno izdanje vrijednosnica u Europi. U 2021. godini ukupno izdanje iznosilo je 233,1 milijardi EUR dok je nakon drugog kvartala u 2022. godini ukupno izdano 98,4 mlrd. EUR sekuritiziranih proizvoda od kojih je 34,5 mlrd. EUR izdano u drugom kvartalu što je pad od 45,9 % u odnosu na prvo tromjesečje.

Grafikon 1. Ukupno europsko izdanje sekuritiziranih vrijednosnica (mlrd. EUR)



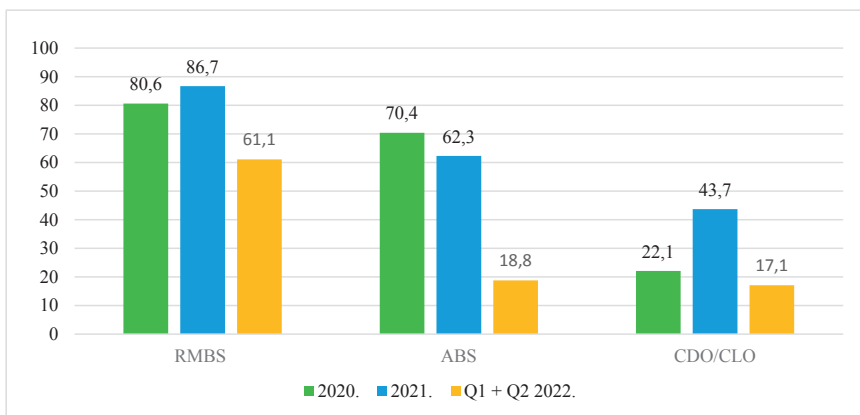
Izvor: izrada autora prema AFME (2022)

PACE ABS (engl. *Property Assessed Clean Energy*) model je za inovativni mehanizam u svrhu financiranja poboljšanja energetske učinkovitosti i obnovljivih izvora energije. PACE zajmovi financiraju početne troškove energetske poboljšanja na stambenim i poslovnim nekretninama, a vraćaju ih vlasnici nekretnina tijekom vremena putem računa za porez na imovinu. Solarni ABS su sekuritizacijski instrumenti osigurani novčanim tokovima realiziranim od solarne imovine. Većina poslova je podržana plaćanjem najma i ugovorima o kupnji električne energije, a pojedini su podržani kreditima odobrenima za financiranje nabave i postavljanje solarnih panela. Većina transakcija solarnih ABS-a, čak 89 %, prodano je u SAD-u, a 2017. je bila rekordna godina za solarni ABS s tri nova izdavalca na području SAD-a. Solarni ABS prvenstveno se koristi za refinanciranje stambenih krovnih solarnih sustava, ali komercijalni solarni sustav ima značajan potencijal za povećanje. U Europi je usvajanje ABS-a za obnovljive izvore energije ometeno nedostatkom standardizirane dokumentacije, neizvjesnošću oko otkupnih cijena i nedovoljnom količinom zelene imovine pojedinačnih banaka ili *leasing*-društava. Zeleni RMBS osiguran je velikim skupom stambenih hipoteka, a prvi je 2016. godine u Nizozemskoj izdao Obvion, najveći nizozemski hipotekarni zajmodavac. Izdanje je certificirano prema Standardu klimatskih obveznica za zgrade s niskom razinom ugljika. Uobičajena prepreka povećanju zelenog RMBS-a je nedostatak podataka ili pristupa podacima o energetske učinkovitosti. U nekim zemljama, poput Ujedinjenog Kraljevstva, pritisak kreditnih institucija da učine podatke dostupnima

rezultirao je novim transakcijama zelenih obveznica. Toyota Finance je izdala tri zelena auto ABS-a u vrijednosti od 4,6 mlrd. USD osigurana novčanim tokovima od postojećih najмова automobila i s prihodima namijenjenim financiranju novih *leasing*-ugovora isključivo za hibridna i električna vozila (*Climate Bonds Initiative* 2017).

U grafikonu br. 2 prikazuju se vrste izdanih vrijednosnih papira u Europi. Tako je u prva dva kvartala 2022. godine izdano najviše hipotekarnih obveznica (RMBS), čak 61,1 mlrd. eura, što je trend prisutan od 2020. godine. Nakon njih, podjednako je vrijedno izdanje vrijednosnica osiguranih imovinom (ABS) i kolateraliziranih dužničkih (kreditnih) obveznica.

Grafikon 2. Izdani vrijednosni papiri po vrsti imovine u Europi (mlrd. EUR)



Izvor: izrada autora prema: AFME (2022)

Približno 5 mlrd. USD (6 % tržišnog udjela) zelenih vrijednosnica izdanih u 2016. godini bili su vrijednosni papiri osigurani imovinom (ABS) u odnosu na 1,9 mlrd. USD izdanih 2014. Unatoč navedenom rastu, potencijal za izdavanje zelenih ABS-ova daleko je veći te OECD procjenjuje da bi njihovo godišnje izdanje moglo iznositi između 280 i 380 mlrd. USD do 2035. za obnovljivu energiju, energetska učinkovitost i vozila s niskim emisijama. „Zelena“ sekuritizacija također se može odnositi na bilo koji vrijednosni papir poduprt imovinom s prihodima prikupljenim za financiranje zajmova za zelenu infrastrukturu. Zeleni RMBS optimalna su klasa imovine za poticanje razvoja tržišta s obzirom na veličinu hipotekarnog tržišta (*Societe Generale* 2022). Financiranje održive tranzicije zamišljeno je kao oslonac za budući rast i razvoj cijele Unije.

Financijski pokazatelj ESG koristi se kao jednostavan omjer koji uzima u obzir volumen izdanih ESG obveznica (korporacijskih, državnih, općih, agencijskih, sekuritizacijskih ili pokrivenih) u odnosu na ukupno izdanje. ESG se temelji na kriterijima koji se temelje na prihodima od *Climate Bond Initiative* što podrazumijeva zeleno, društveno i održivo. Izdanje obveznica u EU-u s oznakom ESG u prvoj polovici 2022. godine iznosilo je 156,5 mlrd. što predstavlja 12 % ukupnog izdanja obveznica u EU-u u istom razdoblju. Na godišnjoj razini, izdanje ESG-a u EU-u smanjeno je za 10 % u usporedbi s fiskalnom godinom 2021. kada je tijekom cijele godine izdano rekordnih 347,9 mlrd. EUR, što je najveće izdanje ESG-a u EU-u dosad i predstavlja 14,4 % ukupnog izdanja u EU-u u 2021. g. Europska unija uključila se u socijalno izdavanje vrijednosnica početkom pandemije COVID-19 kada je uvedena shema SURE (engl. *Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), odnosno privremena potpora za ublažavanje rizika od nezaposlenosti u hitnim slučajevima. Shema je bila dostupna državama članicama koje su trebale mobilizirati značajna financijska sredstva za borbu protiv negativnih gospodarskih i društvenih posljedica izbijanja koronavirusa na njihovom teritoriju. Europska komisija je u okviru SURE mehanizma izdala 93 mlrd. EUR društvenih obveznica, a 98 % izdanja odvijalo se u 2020. i 2021. godini. Izdanje zelenih obveznica nastavilo je rasti sporijim tempom te je volumen izdanja porastao za 8 % na godišnjoj razini u prvoj polovici 2022. godine dok je u 2021. na godišnjoj razini zabilježen porast od 74 %. Izdanje zelenih obveznica evoluiralo je u dominantnu potkategoriju te je zeleno izdanje ESG obveznica tijekom prve polovice 2022. godine činilo 69 % ukupnog ESG izdanja što je porast u odnosu na 57 % u 2021. i 51 % u 2020. Izdavanje dvonamjenskih obveznica bilo je relativno stabilno tijekom prve polovice 2022. godine povećavajući se za 1 % na godišnjoj razini te ukupno čini 9 % izdanih količina ESG instrumenata. To je u skladu s prethodnim godinama jer je dvonamjensko izdanje u relativnom iznosu konstantno od 2018. godine i kreće se u intervalu od 9 % do 12 % (AFME 2022).

Kada je riječ o izdavateljima, najveću količinu ESG obveznica izdali su financijski i korporativni sektor, čak 37 % ukupnog izdanja tijekom prve polovice 2022. godine, što je pad u odnosu na 41 % u 2021. godini. Najviše korporativnog i financijskog izdanja čine zelene obveznice, čak 84 % u prvoj polovici 2022. g. što je rast u odnosu na 79 % iz 2021. godine. Luksemburg prednjači u zemljama EU-a s 35,4 % ukupnog izdanja obveznica koje nose



ESG oznaku, što je u apsolutnom iznosu 2,8 mlrd. EUR vrijedno izdanje u prvoj polovici 2022. godine, a sveukupno je to povećanje od 5 % na godišnjoj razini. Njemačka je u 2020. izdala 33,8 mlrd. EUR, a u 2021. 48,8 mlrd. EUR zelenih obveznica čime je izdala najveću količinu od svih zemalja u EU-u. U 2022. godini nastavila je izdavati najveći nominalni volumen „zelenih“ obveznica od bilo koje europske zemlje te bilježi izdanje vrijedno 29,8 mlrd. EUR u prvoj polovici 2022., što je godišnji porast od 22 %. Nizozemska značajno povećava svoju vrijednost pokazatelja održivog financiranja nakon što je njezino izdanje zelenih obveznica poraslo za 320 % i 22 % u prethodne dvije godine. Austrija također bilježi povećanje izdanja, djelomično zbog pokretanja izdanja inauguracijskih zelenih državnih obveznica izdanih u svibnju 2022. godine. Bugarska, Hrvatska, Cipar i Malta tek trebaju iskoristiti ESG tržište za financiranje, ali nijedna država još nije zabilježila nikakvo ESG izdanje u prvoj polovici 2022. godine.

Cilj održivih obveznica (engl. *Sustainability-linked bonds* – SLB) je financiranje i poticanje tvrtki koje doprinose održivosti iz ekološke, društvene ili upravljačke perspektive. Izdavatelji SLB-a mogu prihode koristiti za opće svrhe, a obično se izdaju kao obveznice s općom obvezom i ugovornom vezom za postizanje cilja održivosti (npr. ako emisije stakleničkih plinova prijeđu određenu razinu do postavljenog roka, kuponi će se povećati za određeni postotak). SLB obveznice su važan segment ESG-a jer čine 12,6 % ukupnog izdanja u prvoj polovici 2022. g. što je rast u odnosu na 12,2 % iz 2021. (AFME 2022).

#### 4. Rasprava, izazovi i preporuke

Nastavno na izložene dijelove rada o održivim ili „zelenim“ sekuritizacijskim instrumentima u nastavku su objedinjene neke bitne odrednice i pretpostavke budućeg razvoja predmetnog tržišta kao podloga za daljnje analize, stručne i znanstvene radove.

- Razvoj ekonomije je cilj kojem se teži, no paradigma održivosti postala je *conditio sine qua non* današnjega doba. Stoga su inicijative u znanstvenom, profesionalnom i drugim okruženjima danas intenzivne ne bi li se proces uvođenja principa održivosti u sve ekonomske djelatnosti shvatio ozbiljno. No, s druge strane, faktori koji to značajno redefinišu su globalne pojave u okruženju kao što su pandemija, poremećaji u lancima opskrbe, monetarna nestabilnost, sigurnosne

prijetnje, elementarne nepogode i sl.

- Financijski sektor je transmitter, medij i vodič realnih kretanja u ekonomiji i manifestira se kroz razne financijske institucije, financijska tržišta i njihove instrumente. Geografski se navedena struktura značajno razlikuje, a oblikuju ju i tradicija, kultura, navike, regulatorna podloga, razvijenost struktura i sl.
- Financijska tržišta i financijski instrumenti razlikuju se po oblicima, primjeni, kompleksnosti, rizičnosti i sl. i nejednako su zastupljena u financiranju subjekata koji su u fondovskim deficitima. Najviši stupanj sofisticiranosti struktura financijskih tržišta i regulirajućih strukturiranih instrumenata financiranja dostignut je u SAD-u dok je u ostatku svijeta kredit kao financijski instrument značajno najzastupljeniji.
- Integracija financijskih usluga u Europi želi se promovirati i intenzivirati u što većoj mjeri što je značajno i postignuto u segmentu kreditnih institucija kao najvažnijih financijskih posrednika kroz projekt bankovne unije, a sličan okvir želi se prenijeti i na tržišta kapitala putem projekta unije tržišta kapitala. Ipak, razvoj i priprema provedbe integracije tržišta kapitala jako je spora i troma zbog vanjskih razloga (Brexit, pandemija, inflacija i sl.).
- Koristi od unije tržišta kapitala trebali bi ostvariti građani (veća ponuda i transparentnost investicijskih proizvoda ili više oblika štednje za mirovinu), poslovni subjekti (start-upovi i kompanije imaju lakše pristupe i jeftiniji kapital), ulagatelji (više dugoročnih investicijskih prilika), banke (zdravije bilance i više kreditnih mogućnosti, primjerice kroz širu primjenu sekuritizacije). Isto tako, omogućit će se i efikasnija supervizija financijskih tržišta.
- U zadnje vrijeme novčano deficitne jedinice svoju potražnju zadovoljavaju upravo primjenom transformiranih kreditnih oblika, sekuritizacijom potraživanja, ali u sve većoj mjeri raznim instrumentima strukturnog financiranja koji su po prirodi poslovanja prilagođeni primjeni banaka i ostalih financijskih institucija zbog kretanja na tržištu, regulatornih normi njihova poslovanja, utjecaja krize, financijskih inovacija, razvijenosti gospodarstva i financijske strukture i sl.
- Segment sekuritizacije ključan je segment kojim se želi poduprijeti razvoj i njegova intenzivnija primjena. U tom smislu donesene su regulatorne i supervizorske pretpostavke za širu i jaču pripremu i

korištenje sekuritizacije i sekuritizacijskih instrumenata. Naročito se radilo na pojednostavljenju nekih sekuritizacijskih struktura čime je kreiran okvir za STS transakcije.

- Nastavno na potporu održivim ekonomijama, financijama i u segmentu sekuritizacijskih tržišta uvode se potpore i poticaji za širu i intenzivniju primjenu tzv. „zelene“ sekuritizacije. Glavni ciljevi standarda o zelenim obveznicama su poboljšanje sposobnosti ulagatelja da identificiraju visokokvalitetne „zelene“ obveznice i olakšavanje, odnosno pojednostavljivanje izdavanja takvih instrumenata definiranjem uvjeta prihvatljivosti za dobivanje oznake „zelenih“ obveznica EU-a. Time se potencijalno smanjuje reputacijski rizik za izdavatelje.
- Postoji nekoliko izazova primjene „zelene“ sekuritizacije u EU-u. Najprije, identifikacija kategorije „zeleno“ neprecizna je za neke klase imovine kao što su potrošački i korporativni zajmovi te zajmovi malim i srednjim poduzećima koji imaju širi opseg u smislu primjenjivih „zelenih“ kriterija dok se kod instrumenata kreditne dužničke obligacije (CLO) dosadašnja tržišna praksa temeljila uglavnom na kreditima lošije kvalitete koji u principu nisu održivi u bilancama originalnih kreditora iz drugih razloga.
- Sama kategorija „zeleno“ podrazumijeva prilično restriktivnu definiciju imovine koja se može smatrati zelenom što *de facto* smanjuje raspoloživ skup imovine koja se može sekuritizirati pod kategorijom „zelene sekuritizacije“ i u tom smislu je ovo još jedan ograničavajući čimbenik za brži i intenzivniji razvoj tehnike.
- Očekuje se da će proći neko vrijeme dok kreditne institucije u svoje operativno poslovanje ne budu uvele okvir za „zelenu“ sekuritizaciju i dok ne budu mogle razviti svoju kreditnu knjigu u skladu s njom, odnosno dok to ne postane dio nekog šireg strategijskog plana na razini grupe. U međuvremenu neki akteri na tržištu koriste vlastite kriterije održivosti za razvoj zelenih ulaganja.
- Potencijalni napredak i ubrzanje intenzivnije primjene sekuritizacije u širem smislu i zelene sekuritizacije u užem smislu pospješila bi baza podataka čija bi metodologija trebala biti proširena za standardizirane i ujednačene indikatore održivosti, primjerice nadogradnjom AnaCredit baze podataka.
- Iz perspektive hrvatskoga financijskog sustava, sekuritizacija bi

potencijalno mogla dovesti do produbljenja izrazito plitkog i malenog financijskog tržišta. Portfelj kreditnih potraživanja u hrvatskim bankama najčešće nije isplativo samostalno sekuritizirati, već se teži integraciji portfelja iz različitih nacionalnih financijskih sustava unutar određene bankovne grupacije. Usprkos tome, primjena sekuritizacije potraživanja moguća je i na lokalnoj razini od strane domaćih poslovnih banaka, osiguravajućih društava, korporacija i drugih institucija što bi pozitivno utjecalo na širinu financijskih struktura u Republici Hrvatskoj.

Navedene aspekte i elemente nužno je dodatno istraživati, a korištene nalaze i rezultate promovirati u svrhu diseminacije znanja kao poticaja za snažniji razvoj i primjenu održivih „zelenih“ financijskih instrumenata.

## 5. Zaključak

U posljednje vrijeme primjetan je sve značajniji razvitak održivih oblika financiranja. Većina dionika financijskih tržišta definira održivost kao nužan preduvjet budućih poslovnih modela. Paralelno s razvojem održivih oblika financiranja sve se značajniji fokus stavlja upravo na oblik kolokvijalno nazvane „zelene“ sekuritizacije. Upravo posredstvom održive ili „zelene“ sekuritizacije njeguje se i promiče poboljšani pristup financiranju održivih projekata.

Sekuritizacija podrazumijeva postupak prodaje postojeće financijske imovine kako bi se u konačnici oslobodio kapacitet kapitala i alocirao u nove oblike poslovanja. Cjelokupni postupak podrazumijeva stvaranje financijskog instrumenta pod nazivom vrijednosnica koja ima podlogu u određenoj imovini.

Regulacija, kako na nacionalnoj tako i na nadnacionalnoj razini, pokušava pratiti trendove razvitka tržišta sekuritizacije, i to kroz primjenu jedinstvenih standarda, uredbi i direktiva. Održive ili „zelene“ vrijednosnice imaju značajnu ulogu u prijelazu na gospodarstvo bez ugljika i smanjenju socijalne nejednakosti kao i razvoju modela „zelene“ sekuritizacije. Model bilježi brojne prednosti, poput poboljšanja pristupa kapitalu, jer se zajmovi malih projekata mogu agregirati i potom sekuritizirati kako bi se postigla odgovarajuća veličina za tržište kapitala, a kapital prikupljen prodajom tih vrijednosnica se koristi za stvaranje novih portfelja zajmova dok označavanje sekuritizacije „zelenom“ omogućuje izdavateljima da iskoriste sve veću potražnju za vrijednosnim papirima s prednostima za okoliš. Prednost je i u snižavanju troška kapitala

jer vrijednosni papiri osigurani imovinom mogu ponuditi nižu cijenu kapitala u usporedbi s bankovnim financiranjem što je važno za projekte s niskim udjelom ugljika koji obično imaju visoke kapitalne izdatke.

Međutim, potrebno je istaknuti da se na području Europske unije „zelena“ sekuritizacija još uvijek nalazi u pionirskoj fazi razvoja. Kako bi se cjelokupno poslovanje relativno novog trenda „zelene“ sekuritizacije reguliralo na adekvatan i razborit način, potrebno je razviti primjeren i kompatibilan zakonski okvir koji bi u isto vrijeme morao udovoljiti potrebama ulagatelja i originatora. Uz navedeno je još neprecizna i rigidna sama klasifikacija „zelene“ imovine. Sustavnim i kvalitetnim pristupom u rješavanju, odnosno otklanjanju ograničavajućih faktora za daljnji razvoj sekuritizacije zasigurno bi došlo do značajnije primjene i zastupljenosti adekvatnih, sekuritizacijskih instrumenata te, konačno, intenzivnije primjene i dobiti za sve dionike. Kao krajnji pozitivan ishod veće primjene „zelene“ sekuritizacije ističe se kvalitetnije upravljanje rizicima što u konačnici dovodi do prosperiteta i daljnjeg gospodarskog rasta.

## LITERATURA

AFME (2022) AFME Securitisation Data Report Q2 2022, <raspoloživo na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q2-2022>>, [pristupljeno 10. 3. 2023.].

AFME (2022) Capital Markets Union, Key Performance Indicators – Fifth Edition, European Capital Markets: Five years tracking the development of CMU – How much progress has been made? [online], <raspoloživo na: [https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme%20cmu%20key%20performance%20indicators%20report%20nov%2022.pdf?utm\\_campaign=cmu&utm\\_source=afme&utm\\_medium=email&dm\\_i=3TYX,115V9,2VKS14,5JU2R,1](https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme%20cmu%20key%20performance%20indicators%20report%20nov%2022.pdf?utm_campaign=cmu&utm_source=afme&utm_medium=email&dm_i=3TYX,115V9,2VKS14,5JU2R,1)>, [pristupljeno 10. 3. 2023.].

AFME (2019) Releases Position Paper on Principles for Developing a Green Securitisation Market in Europe, [online], <raspoloživo na: <https://www.mccannfitzgerald.com/knowledge/debt-capital-markets/afme-releases-position-paper-on-principles-for-developing-a-green-securitisation-market-in-europe>>, [pristupljeno 2. 4. 2023.].

Barnes, D. (2019) Securitisation is back, and green finance must stray far away, Positive Money, [online], <raspoloživo na: <https://positivemoney.org/2019/09/securitisation-is-back-and-green-finance-must-stray-far-away/>>, [pristupljeno 29. 3. 2023.].

Boffo, R. i Patalano, R. (2020) ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, OECD Paris, str. 14–17., [online], <raspoloživo na: [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf) >, [pristupljeno 28. 3. 2023.].

Climate Bonds Initiative (2017) Green Securitisation: unlocking finance for small-scale low carbon projects, [online], <raspoloživo na: [https://www.climatebonds.net/files/files/March17\\_CBI\\_Briefing\\_Green\\_Securisation.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/March17_CBI_Briefing_Green_Securisation.pdf)>, [pristupljeno 20. 3. 2023.].

Climate Bonds Initiative (2018) Green Securitisation Unlocking finance for small-scale low carbon projects, Briefing Paper, str. 2–4.

Corporate Finance Institute (2022) Asset-Backed Securities, [online], <raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/asset-backed-securities-abs/>>, [pristupljeno 25. 3. 2023.].

Corporate Finance Institute (2022) Collateralized Loan Obligations, [online], <raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/credit/collateralized-loan-obligations-clo/>>, [pristupljeno 25. 3. 2023.].

EBA report, developing a framework for sustainable securitisation (EBA/REP/2022/06), [online], <raspoloživo na: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf)>, [pristupljeno 14. 3. 2023.].

Ehlers, T., Gao, D. N., Packe, F. (2021) A taxonomy of sustainable finance taxonomies, Bank for International Settlements, BIS Papers, br. 118., str. 2–3.

Europska komisija (2020) Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy, [online], str. 12–15., <raspoloživo na [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2020-sustainable-finance-strategy\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2020-sustainable-finance-strategy_en)>, [pristupljeno 14. 3. 2023.].

Europska komisija (2020) Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy, [online], str. 12., <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2020-sustainable-finance-strategy\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2020-sustainable-finance-strategy_en)>, [pristupljeno 14. 3. 2023.].

Europska komisija (2021) A European Green Deal, [online], <raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en)>, [pristupljeno 28. 3. 2023.].

Europska komisija (2021) *Finance*, pristupano [online], <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy_en)>, [28. 3. 2023.].

Europska komisija, *Finance*, European green bond standard (b. d.) [online], <raspoloživo na: <https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and>

standards/european-green-bond-standard\_en>, [pristupljeno 28. 3. 2023.].

Europska komisija (b. d.), Securitisation – What the EU is doing and why, *Finance*, [online], <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/securitisation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/securitisation_en)>, [pristupljeno 28. 3. 2023.].

Europska komisija: EU taxonomy for sustainable activities (b. d.), [online], <raspoloživo na: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)>, [pristupljeno 28. 3. 2023.].

Firstmac (2019) What is RMBS and how does it work?, [online], <raspoloživo na: <https://www.firstmac.com.au/investments-high-livez/what-is-rmbs-and-how-does-it-work.>>, [pristupljeno 25. 3. 2023.].

Foley, S. (2017) A synthetic path to green lending that might just work, *Financial Times*, [online], <raspoloživo na: <https://www.ft.com/content/7042b704-fad1-11e6-bd4e-68d53499ed71>>, [pristupljeno 23. 3. 2023.].

Pavković, A. (2007) Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, *Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava*, 2007., doktorska disertacija.

Pavković, A. (2011) Tradicionalne i suvremene tehnike financiranja posebnih namjena, Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes, Stojanović, Alen; Leko, Vlado (ur.). Zagreb: Grafit-Gabriel d. o. o., str. 37–66.

Pavković, A. (2017) Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet u Zagrebu, *Regulacija i nadzor financijskog sektora*, str. 311–312.

Pavković, A., Ivanišević Hernaus, A. (2018) University of Zagreb, Faculty of Economics and Business, *Sustainable Funding for Social Supermarkets*, Social Supermarkets as Entrepreneurial Ventures in Socially Responsible Economy, Knežević, Blaženka (ur.), 2018., str. 103–121.

Pavković, A., Matek, P.-P. (2019) Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Law Osijek, *Legislation Key Milestones of Capital Market Union in the Republic of Croatia and the European Union*. EU and comparative law issues and challenges series (ECLIC) – Issue 3 / Duić, Dunja; Petrašević, Tunjica (ur.), str. 967–987. (predavanje, međunarodna recenzija, cjeloviti rad (*in extenso*), znanstveni).

Pavković, A., Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: kretanja i stanje na tržištu sekuritizacijskih i pokrivenih obveznica, *Računovodstvo i financije*, LXVI (2020), 6; str. 83–88.

Pavković, A., Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: legislativni okvir sekuritizacijskih instrumenata i pokrivenih obveznica, *Računovodstvo i financije*, LXVI (2020), 9; str. 90–97.

Pavković, A., Keserović, A. (2023) Hoće li standardizacija pravila i rastuće izloženosti lošim plasmanima ubrzati razvoj sekuritizacije?, *Računovodstvo i financije*, Stručni članak UDK 336.64.

Pavković, A. (2012) Primjena sekuritizacije u industriji osiguranja, *Industrija osiguranja u Hrvatskoj – promjene u okruženju, novi proizvodi, regulacija i upravljanje rizikom*, Jakovčević, Drago, Krišto, Jakša (ur.), Zagreb: Grafit-Gabrijel d. o. o., str. 165–177.

Peterdy, K. (2022) ESG (Environmental, Social, & Governance), CFI, <raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/>>, [pristupljeno 23. 3. 2023.].

Petit, C., Schlosse, P. (2020) Rationale, Potential and Pitfalls of Green Securitization, European University Institute, Robert Schuman Centre for Advanced Studies, Florence School of Regulation. EUI Working Paper RSCAS 2020/35.

Societe Generale (2022) Why ABS is a Key Contributor to the Sustainability Transition, [online], raspoloživo na: <<https://wholesale.banking.societegenerale.com/en/insights/news-press-room/news-details/news/why-abs-key-contributor-the-sustainability-transition/>>, [pristupljeno 23. 3. 2023.].



## SUSTAINABLE (“GREEN”) SECURITIZATION INSTRUMENTS

### **Abstract**

Securitization and securitization instruments are innovative methods and products that have been successfully applied in the financial services market in the United States of America for several decades. Due to the slow development of financial markets and instruments in the financial services in Europe, securitization activity has not reached a significant extent in recent decades. For several years, there have been attempts to intensify the above-mentioned processes through the capital market integration project, the adoption of new so-called „umbrella“ regulations and other rules, and the creation of simpler platforms for standardized and transparent transactions.

The ubiquitous sustainability paradigm nowadays also extends to principles within financial services and, to some extent, to securitization markets and the resulting securitization products. The main goal of this paper is to present the characteristics of sustainable financial instruments in the context of the above-mentioned principles of sustainability and to promote a high-quality financial method that can be used to achieve synergistic and multiplied effects in financial services and markets. The paper also presents key determinants for successful market development and popularization of sustainable securitization instruments in Europe.

The main idea, i.e., the subject of the scientific paper is the promotion and implementation of sustainable financing, especially in the context of green securitization. Furthermore, the growing trend of investing in sustainable projects and the increasing interest of institutional investors, small investors, and public authorities in managing risks and maximizing returns on sustainable investments are discussed in the paper. It emphasizes the need for clear criteria and indicators, such as taxonomies, to assess and classify financial assets that support sustainability goals. The methodology of the paper includes a systematic literature review, data collection and their comparative analysis and interpretation of the results, a brief overview of relevant

regulations, and concluding remarks through a review of and reflection on the key aspects of the impact of the topic on the components of the financial system.

**Keywords:** environmental factors, STS securitization, integration, innovation, energy efficiency

**JEL classification:** G2, G21

**Draženka Draženović Kostelac**, Hrvatska banka za obnovu i razvitak,  
ddrazenovic@hbor.hr, ORCID 0000-0002-3631-1375

## ULOGA RAZVOJNIH BANAKA U FINANCIRANJU ODRŽIVOG RAZVOJA

### **Sažetak**

Koncept održivosti je temelj vodećeg globalnog okvira međunarodne suradnje, *Agende za održivi razvoj 2030.* i njenih 17 ciljeva održivog razvoja koje su usvojili Ujedinjeni narodi kako bi se osigurala bolja i održivija budućnost za nadolazeće generacije. Održivi razvoj podrazumijeva postupnu tranziciju na niskougličnu i klimatski otpornu ekonomiju, a u navedenoj tranziciji financijski sustav ima ključnu ulogu kroz osiguravanje potrebnih sredstava za ekonomske aktivnosti koje u svom sastavu sadrže odrednice održivog razvoja. U financijskom sustavu jednu od ključnih uloga u procesu tranzicije gospodarstava na niskougličnu budućnost imaju razvojne banke. Razvojne banke mogu osigurati financijska sredstva za financiranje projekata koji doprinose održivom razvoju. Financiranje projekata održivog razvoja podrazumijeva uključivanje tzv. „ESG pokazatelja“ (ESG je kratica od engl. *environmental, social, and governance*) u sustav ocjene i analize projekata i donošenja odluke o financiranju. Na navedeni se način osigurava pozitivan utjecaj projekta na okoliš i društvenu zajednicu povrh upravljanja financijskim rizikom i povratom na ulog u investiciju. Cilj rada je istražiti prakse vodećih multilateralnih razvojnih banaka u održivom financiranju i analizirati postojeće politike i metodologije korištenja ESG pokazatelja prilikom procjene projekata, a korišteni su podaci Europske investicijske banke, Europske banke za obnovu i razvitak te Svjetske banke. U radu su navedeni i planovi Hrvatske banke za obnovu i razvitak za zaokret prema održivom financiranju od 2023. godine. Korišten je metodološki pristup empirijske analize dostupnih sekundarnih podataka. Očekivani doprinos ovoga rada je u povećanju vidljivosti značaja razvojnih banaka u korištenju ESG pokazatelja i osiguravanju financiranja projekata održivog razvoja kao temelja tranzicije na niskouglično i klimatski otporno gospodarstvo.

**Ključne riječi:** održivi razvoj, održivo financiranje, ESG investiranje, niskouglijična tranzicija, klimatski otporno gospodarstvo, javne razvojne banke.

**JEL klasifikacija:** Q43

## 1. Uvod

Ekonomski, ekološki i društveno održivi razvoj postao je jedan od glavnih zahtjeva nacionalnog, ali i globalnog razvoja. Tranzicija na niskouglijičnu i klimatski otpornu ekonomiju, ostvarenje 17 ciljeva održivog razvoja *Agende 2030*, usvajanje principa Pariškog sporazuma, postizanje ciljeva *Europskoga zelenog plana* te ostale nacionalne, regionalne i globalne inicijative koje sadrže elemente održivosti zahtijevaju izdvajanje značajnih financijskih sredstava potrebnih za ulaganje u održive projekte. Održivost podrazumijeva integraciju tri faktora, a odnose se na okolišni, društveni i upravljački faktor (tzv. „ESG faktori“, od engl. *environmental, social, and governance*). Spomenuti faktori mogu utjecati na poslovne modele institucija i biti izvor rizika, ali i mogućnosti. Štetne posljedice klimatskih promjena i s njima povezani fizički i tranzicijski rizici predstavljaju nove izazove za poslove upravljanja rizicima, a implementacija Pariškog sporazuma o klimatskim promjenama i *Agenda 2030* za održivi razvoj dovode do promjena u politikama koje će zaokrenuti tijekove kapitala i financijskih sredstava. Nužno je da takav zaokret u tijekovima kapitala i potreba za redizajniranim okvirima za procjenu rizika budu transparentni te da uključuju dugoročne posljedice na financijske i ekonomske aktivnosti. Navedeno će zahtijevati promjene u poslovnim strategijama financijskih institucija, a posebno razvojnih banaka kojima je po mandatu cilj biti predvodnice strukturnih promjena i pokretači razvoja. Javne razvojne banke kroz model održivog financiranja podržavaju projekte koji omogućuju održivi razvoj te tranziciju na niskouglijično i klimatski otporno gospodarstvo. Multilateralne razvojne banke kao nadnacionalne institucije imaju mandat, cilj, stručnost i financijski kapacitet biti predvodnici u održivom financiranju. U radu su opisane politike, metode i prakse Europske investicijske banke, Europske banke za obnovu i razvitak te Grupacije Svjetske banke. U nacionalnom kontekstu najvažniju ulogu ima Hrvatska banka za obnovu i razvitak koja je u travnju 2023. godine završila projekt „Zaokret Hrvatske banke za obnovu i razvitak prema održivom financiranju“

koji je financirala Europska komisija te na taj način stekla preduvjet za uvođenje metodologija, tehnika i alata održivog financiranja. U radu su objašnjeni pojam održivog razvoja, karakteristike javnih razvojnih banaka te njihova uloga u klimatskom financiranju ili financiranju projekata koji su povezani s prilagodbom na klimatske promjene ili ublažavanjem klimatskih promjena. Posebno je opisana uloga javnih razvojnih banaka kao predvodnica financiranja projekata održivog razvoja.

## 2. Održivi razvoj

Svjetska komisija za okoliš i razvoj prvi put je definirala održivi razvoj 1987. godine te navela da „čovječanstvo ima sposobnost učiniti razvoj održivim kako bi omogućila ostvarivanje potreba u sadašnjosti bez ugrožavanja sposobnosti budućih generacija u zadovoljavanju vlastitih potreba. Koncept održivog razvoja uzima u obzir ograničenja koja proizlaze iz tehnologije koja se trenutno koristi te društvene organizacije okolišnih resursa, ali i iz sposobnosti biosfere da apsorbira sve štetne posljedice ljudskih aktivnosti“ (Brundtland 1987). U dokumentu je također navedeno da „održivi razvoj nije fiksno stanje harmonije, već proces promjene u kojoj su iskorištavanje resursa, usmjeravanje investiranja, orijentacija tehnološkog razvoja i institucionalne promjene u skladu s budućim, ali i sadašnjim potrebama.“

Preciznije smjernice održivog razvoja omogućili su Ujedinjeni narodi kroz usvajanje *Agende 2030*. Naime, na konferenciji Ujedinjenih naroda o održivom razvoju održanoj u New Yorku 25. rujna 2015. godine, 150 svjetskih čelnika usvojilo je novi *Program globalnog razvoja do 2030.* u okviru kojeg je doneseno 17 ciljeva koji su danas osnovno polazište za praćenje održivog razvoja (UN 2015). Navedenih 17 ciljeva uključuje: (1) iskorijeniti siromaštvo svuda i u svim oblicima, (2) iskorijeniti glad, postići sigurnost dobave hrane i poboljšati ishranu te promovirati održivu poljoprivredu, (3) osigurati zdrav život i promovirati blagostanje za ljude svih generacija, (4) osigurati uključivo i kvalitetno obrazovanje te promovirati mogućnosti cjeloživotnog učenja, (5) postići rodnu ravnopravnost i osnažiti sve žene i djevojke, (6) osigurati pristup pitkoj vodi svima, održivo upravljati vodama te osigurati higijenske uvjete svima, (7) osigurati pristup pouzdanoj, održivoj i suvremenoj energiji po pristupačnim cijenama svima, (8) promovirati uključiv i održiv gospodarski rast, punu zaposlenost i dostojanstven rad svima, (9) izgraditi prilagodljivu

infrastrukturu, promovirati uključivu i održivu industrijalizaciju i poticati inovativnost, (10) smanjiti nejednakost unutar i između država, (11) učiniti gradove i naselja uključivim, sigurnim, prilagodljivim i održivim, (12) osigurati održive oblike potrošnje i proizvodnje, (13) poduzeti hitne akcije u borbi protiv klimatskih promjena i njihovih posljedica, (14) očuvati i održivo koristiti oceane, mora i morske resurse za održiv razvoj, (15) zaštititi, uspostaviti i promovirati održivo korištenje kopnenih ekosustava, održivo upravljati šumama, suzbiti dezertifikaciju, zaustaviti degradaciju tla te spriječiti uništavanje biološke raznolikosti, (16) promovirati miroljubiva i uključiva društva za održivi razvoj, osigurati pristup pravdi za sve i izgraditi učinkovite, odgovorne i uključive institucije na svim razinama i (17) ojačati načine provedbe te učvrstiti globalno partnerstvo za održivi razvoj (UN 2015).

Održivi razvoj postaje imperativ i ključno načelo lokalnih, regionalnih i globalnih ekonomija. Potreba za očuvanjem čovjekova okoliša i prirodnih ekosustava, kroz učinkovitije korištenje prirodnih resursa i izvora energije, postala je središnja tema mnogih međunarodnih asocijacija, razvojnih institucija i drugih dionika.

Postizanje održivog razvoja podrazumijeva ulaganje financijskih sredstava u projekte koji doprinose održivosti kroz tri komponente: okolišne, društvene i upravljačke (tzv. „ESG investiranje“). Investiranje koje analizira ESG faktore (engl. *E – environmental*, *S – social*, *G – governance*) prilikom donošenja odluke nastoji identificirati, procijeniti te cjenovno rangirati društvene, okolišne i upravljačke rizike i mogućnosti. Okolišni faktori odnose se na klimatske promjene, nekontrolirano korištenje resursa, otpad, zagađenje te deforestaciju. Društveni faktori odnose se na ljudska prava, moderno ropstvo, iskorištavanje djece za rad, radne uvjete i odnose zaposlenika. Upravljački faktori odnose se na korupciju, novčano nagrađivanje rukovodećeg kadra u tvrtkama, strukturu i različitost uprava u tvrtkama, lobiranje, donacije i poreznu strategiju (Peterdy 2022).

Za postizanje spomenutih 17 ciljeva održivog razvoja, ciljeva *Agende 2030* te ciljeva Pariškog sporazuma potrebna su značajna financijska sredstva iz javnih, ali i iz privatnih izvora. Uloga razvojnih banaka ključna je za postizanje navedenog kroz osiguravanje financijskih instrumenata za investicijske projekte, ali i kroz privlačenje dionika privatnog sektora poput komercijalnih banaka na zajedničko financiranje navedenih projekata.

Za učinkovitu ulogu razvojnih banaka u održivom razvoju potrebno je:

1. uskladiti ciljeve, mandate i aktivnosti razvojne banke s ciljevima Pariškog sporazuma i ciljevima održivog razvoja kroz osiguravanje financijskih sredstava za projekte koji imaju oznaku održivosti, tj. projekte koji osiguravaju pravednu i uključivu tranziciju prema održivim, niskouglijčnim i otpornim ekonomijama i
2. osigurati usklađenost između nacionalnih okolišnih strategija i strategija razvojne banke.

### 3. Karakteristike javnih razvojnih banaka

Javne razvojne banke su institucije koje osiguravaju financijska sredstva za realizaciju razvojnih projekata. Ne postoji međunarodno dogovorena i priznata definicija javnih razvojnih banaka (Colombo, Cuda 2023); međutim, postoje različita tumačenja njihove uloge u prijašnjim radovima. Mazzucato, Macfarlane i Penna (2018) proveli su istraživanje o državnim investicijskim bankama te naglasili njihovu vodeću ulogu u promicanju gospodarskog razvoja, inovacija te povezivanju javnih financija s realnom ekonomijom kroz tzv. „oprezni kapital“. Rubio (2018) je definirao javne razvojne banke onima koje su potpuno ili djelomično u državnom vlasništvu i imaju jasan pravni mandat razviti određene društveno-ekonomske ciljeve u određenoj regiji ili državi. Marodon i Ru (2021) opisali su javne razvojne banke kao sve one institucije koje imaju određeni cilj ili misiju te koriste financijske instrumente kako bi izvršavale javni mandat u ime svojih nacionalnih vlada. Xu, Marodon i Ru (2021) naglasili su da državno vlasništvo ne mora podrazumijevati da su javne razvojne banke razvojno orijentirane. Fried, Shukla i Sawyer (2012) istaknuli su kao glavnu značajku koja nacionalne razvojne banke razlikuje od kreditnih institucija privatnog sektora njihovu sposobnost preuzimanja većeg rizika koji proizlazi iz političkih, ekonomskih i lokalnih obilježja.

Europska komisija je 2015. godine definirala javne promotivne banke i institucije kao „pravna tijela koja provode financijsku aktivnost na profesionalnoj osnovi, kojoj je država članica odredila ulogu na centralnoj, regionalnoj ili lokalnoj razini kako bi provodila razvojne i promotivne aktivnosti“ (Regulativa EU 2015/1017).

U akademskim i političkim krugovima postoji konsenzus koji priznaje kontradiktivnu ulogu javnih razvojnih banaka u smanjivanju infrastrukturnog

financijskog jaza, smanjivanju poremećaja na kapitalnim tržištima i poticanju strukturnih reformi (Xu, Marodon, Ru 2021). Nastavno na navedene karakteristike javnih razvojnih banaka, u današnje vrijeme razvoja svijesti o klimatskim promjenama i njihovim štetnim posljedicama, navedenim institucijama prioritetno se pridaje nova važna uloga predvodnika u financiranju i podržavanju projekata održivog razvoja na nacionalnim, regionalnim ili globalnim razinama.

#### **4. Javne razvojne banke i klimatske financije**

Razvojne banke dijele se na nacionalne, regionalne i multilateralne. Nacionalne razvojne banke osniva jedna država i većinom su usmjerene na postizanje razvojnih ciljeva unutar vlastitih državnih granica. Regionalne razvojne banke osniva više država koje se zemljopisno nalaze na istom regionalnom području te imaju zajedničke gospodarske i razvojne ciljeve koje pokušavaju postići kroz zajedničku razvojnu banku. Multilateralne razvojne banke su nadnacionalne financijske institucije koje je osnovao veliki broj država koje imaju udjele u njihovom kapitalu. Njihov zajednički cilj je podržati globalni ekonomski, društveni i održivi razvoj i napredak, a posebice u državama u razvoju ili nerazvijenim državama. Svoj mandat ispunjavaju kroz financiranje investicijskih projekata i pružanje tehničke i savjetodavne pomoći. Posljednjih godina njihove aktivnosti značajnije su usmjerene na financiranje projekata koji su povezani s klimatskom akcijom, tj. projekata prilagodbe klimatskim promjenama i projekata koji utječu na ublažavanje štetnih posljedica klimatskih promjena. Navedene vrste financijskih ulaganja zajednički se nazivaju klimatskim financijama. U tablici i grafikonu u nastavku nalaze se podaci o uloženim klimatskim financijama Europske investicijske banke, Europske banke za obnovu i razvitak te Svjetske banke (grupacije).



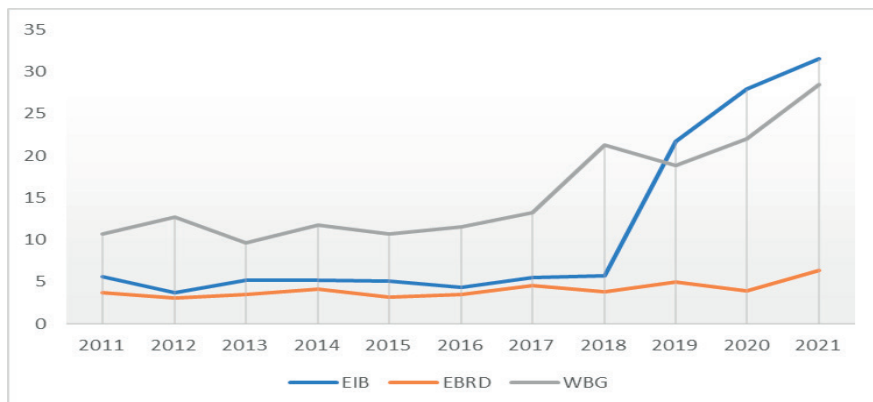
Tablica 1. Ukupne klimatske financije EIB-a, EBRD-a i Svjetske banke (grupe) u razdoblju od 2011. do 2021. godine u bilijunima USD

	<b>EIB</b>	<b>EBRD</b>	<b>WBG</b>
2011.	5,6	3,7	10,7
2012.	3,7	3,1	12,7
2013.	5,2	3,5	9,6
2014.	5,2	4,1	11,8
2015.	5,1	3,2	10,7
2016.	4,3	3,5	11,5
2017.	5,5	4,6	13,2
2018.	5,7	3,8	21,3
2019.	21,7	5,0	18,8
2020.	27,9	3,9	22,0
2021.	31,5	6,4	28,5
<b>UKUPNO</b>	<b>121,4</b>	<b>44,8</b>	<b>170,8</b>

Izvor: autorica prema Zajedničkim izvješćima multilateralnih razvojnih banaka o klimatskim financijama (2011. – 2021.)

Promatrani podaci o ulaganju u klimatske financije pokazuju uzlazni trend u izdvajanju financijskih sredstava u klimatske svrhe, poglavito kod EIB-a i Grupacije Svjetske banke. EBRD ima značajan rast u izdvajanjima za klimatske financije u 2021. godini u odnosu na prethodne godine promatranog razdoblja. Uzlazni trend klimatskih financija potvrđuje veću predanost i potporu multilateralnih razvojnih banaka klimatskim pitanjima u skladu s rastom globalne svijesti o potrebi žurne reakcije na klimatske promjene i njihove štetne posljedice.

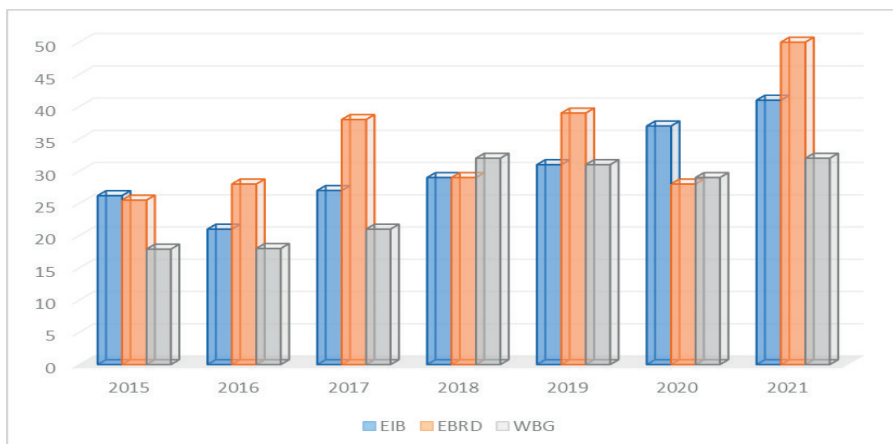
Grafikon 1. Ukupne klimatske financije EIB-a, EBRD-a i Svjetske banke (grupe) u razdoblju od 2011. do 2021. godine u bilijunima USD



Izvor: autorica prema Zajedničkim izvješćima multilateralnih razvojnih banaka o klimatskim financijama (2011. – 2021.)

Temeljem podataka u prikazanoj tablici i grafikonu vidljivo je da je EIB od 2018. godine značajnije povećao ulaganje u klimatske financije nastavno na novu ulogu EIB-a kao klimatske banke Europske unije. Grupacija Svjetske banke također ima značajniji rast od 2019. godine dok EBRD-ovo ulaganje u klimatske financije u promatranom razdoblju nije značajnije osciliralo. Na sljedećem grafikonu prikazani su udjeli klimatskih financija u ukupnim financijskim investicijama pojedinih razvojnih banaka.

Grafikon 2. Udjeli klimatskih financija EIB-a, EBRD-a i Svjetske banke (grupacije) u ukupnim financiranjima u razdoblju od 2015. do 2021. godine



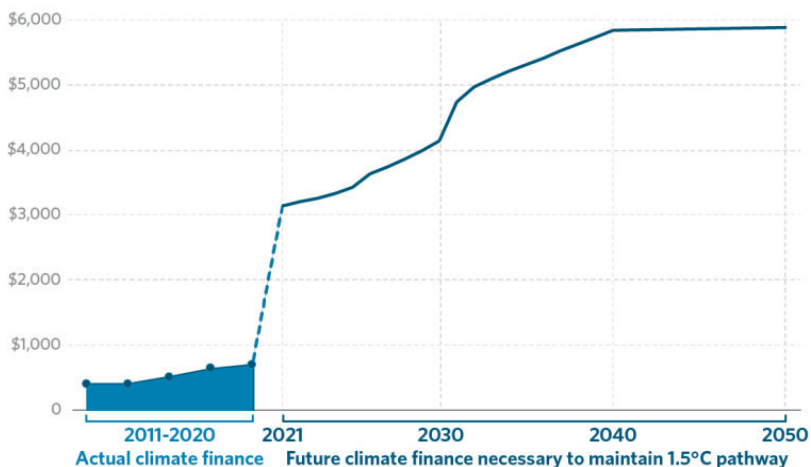
Izvor: autorica prema Zajedničkim izvješćima multilateralnih razvojnih banaka o klimatskim financijama (2011. – 2021.)

Temeljem dostupnih podataka iz zajedničkih izvješća multilateralnih banaka o njihovim ulaganjima u klimatske financije vidljivo je da EBRD, iako ulaže najmanje iznose u usporedbi s preostale dvije banke, najveći udio svojih raspoloživih financijskih resursa ulaže u klimatske financije, tj. u 2021. godini uložio je 50 % svojih ulaganja u klimatske financije. EIB je povećao udio klimatskih financija u ukupnim financijama od 2018. godine pa je 2021. godine 41 % svojih financijskih resursa uložio u klimatske financije. Navedeno se može povezati s novom ulogom EIB-a kao klimatske banke Europske unije od 2019. godine. Grupacija Svjetske banke od 2018. do 2021. zadržava stabilan udio klimatskih financija u ukupnim financijama pa je taj udio u 2021. godini iznosio 32 %.

## 5. Javne razvojne banke i održivi razvoj

Sudjelovanje javnih razvojnih banaka u klimatskim financijama sastavni je dio njihove uloge u održivom razvoju. Naime, osim financiranja projekata koji povoljno djeluju na okoliš i klimu, a koji se podrazumijevaju pod klimatskim financijama, održivi razvoj sadrži još dvije komponente: društvenu i upravljačku. Javne razvojne banke podržavaju održivi razvoj kroz financiranje održivih projekata, tj. kroz uvođenje kriterija održivosti u proces analize projekata i proces upravljanja rizicima. Za postizanje ciljeva *Agende 2030* i Pariškog sporazuma ključna je suradnja javnih razvojnih banaka i komercijalnih banaka. Javne razvojne banke imaju mandat za poticanje održivog razvoja, ali s obzirom na ograničena financijska sredstva potrebno je partnerstvo s komercijalnim bankama koje imaju pristup komercijalnim izvorima sredstava. Javne razvojne banke trebaju pokrenuti i postaviti norme održivog financiranja. Grafikon 3. prikazuje trenutno stanje klimatskih financija i potrebe za novim investicijskim ulaganjima u projekte u vezi s klimom kako bi se postigli ciljevi klimatske neutralnosti do 2050. godine.

Grafikon 3. Globalni tijekovi klimatskih financija i predviđene prosječne godišnje klimatske investicijske potrebe do 2050. godine u milijardama USD



Izvor: *Climate Policy Initiative*. (2021) "Preview: Global Landscape of Climate Finance 2021"

Na prethodnom grafikonu prikazane su trenutne razine globalnih klimatskih financija i projekcija potrebnih klimatskih financija u predstojećem razdoblju kako bi se ograničilo globalno zagrijavanje. Za postizanje klimatskih ciljeva do 2030. godine klimatske financije moraju se povećati za 588 %, tj. na 4,35 trilijuna USD. Postizanje klimatske neutralnosti zahtijevat će spregu javnih i privatnih izvora klimatskih financija na način da usklade financiranje s Pariškim ciljevima (Draženović 2023).

Koncept održivog bankarstva je dinamičan i neprestano se razvija. Proces je započeo pojavom „socijalnog bankarstva“ ili razvojem filantropskih zajednica, a kasnije se razvio u „etičko bankarstvo“ kroz ugradnju neprofitnih etičkih principa u poslovne aktivnosti. Uslijedilo je „zeleno bankarstvo“ koje je uzelo u obzir ekološke pojmove i principe. Održivo bankarstvo povezuje sve navedeno i stavlja ih u koncept okolišnog, društvenog i upravljačkog okvira (ESG) kroz podržavanje i poticanje održivog razvoja (Weber, Feltmate 2016). Banka koja primjenjuje principe održivosti usvaja i primjenjuje ESG standarde i politike etičkog ponašanja te uključuje mnoge dionike koji predstavljaju teme održivosti (Forcadell, Aracil 2017). Multilateralne razvojne banke, s obzirom na financijski kapacitet i stručnost u procjeni projekata, bile su najaktivniji

dionici u području održivog financiranja, a u nastavku rada prikazana je uloga EIB-a, EBRD-a i Grupacije Svjetske banke u održivom razvoju. Navedene multilateralne banke imaju dugogodišnju tradiciju ulaganja u klimatske financije i povijesno su dominantno prisutne na hrvatskom financijskom i gospodarskom tržištu.

#### 4.1. Uloga europske investicijske banke u održivom razvoju

Europska investicijska banka (EIB) ima razvijene metodologije i procedure analize održivosti projekata kroz tri ključna koraka: (1) uspostavom popisa neprihvatljivih aktivnosti za koje EIB grupa ne omogućuje financiranje; (2) uvođenjem okolišnih i društvenih standarda koje primatelji EIB-ovih financijskih sredstava moraju zadovoljiti te (3) procjenom eksternalija, tj. procjenom utjecaja investicije na društvo u cjelini. Popis neprihvatljivih aktivnosti uključuje: naoružanje, vojnu ili policijsku opremu ili infrastrukturu, projekte koji ograničavaju slobodu pojedinaca ili ugrožavaju ljudska prava, projekte koji štete okolišu ili društvu u cjelini, etički ili moralno kontroverzne projekte, aktivnosti koje su zabranjene nacionalnim zakonodavstvom te projekte koji imaju politički ili vjerski sadržaj. Okolišni i društveni principi i standardi koje moraju zadovoljiti primatelji financiranja odnose se na: (1) procjenu i upravljanje okolišnim i društvenim rizicima i utjecajima; (2) smanjenje i prevenciju zagađenja; (3) bioraznolikost i ekosustave; (4) standarde u vezi s klimom; (5) kulturno nasljeđe; (6) prisilno raseljavanje; (7) prava i interese ranjivih skupina; (8) radne standarde; (9) radno i javno zdravlje i sigurnost te (10) povezivanje s dionicima.

Europska komisija je krajem 2019. godine predstavila tzv. „Europski zeleni plan“, tj. strategiju za postizanje održivosti gospodarstva EU-a pretvaranjem klimatskih i ekoloških izazova u prilike i osiguravanjem pravedne i uključive tranzicije. *Europski zeleni plan* propisuje mjere za unaprjeđenje učinkovitog iskorištavanja resursa kroz postepenu tranziciju na kružno gospodarstvo te za zaustavljanje klimatskih promjena i njihovih štetnih posljedica, obnovu i očuvanje biološke raznolikosti i smanjenje i zaustavljanje onečišćenja. U *Planu* su navedena potrebna investicijska ulaganja i dostupni financijski instrumenti. Obuhvaćeni su svi sektori, a poglavito energetika, promet, poljoprivreda, održavanje i izgradnja zgrada te industrije cementa, čelika, tekstila i kemikalija.

Tranzicija na niskouglijičnu ekonomiju podrazumijeva znatna investicijska ulaganja, a veliku ulogu u osiguravanju financijskih sredstava ima EIB koji je imenovan klimatskom bankom Europske unije 2020. godine. EIB je tada ojačao svoju vodeću ulogu u financiranju projekata u vezi s klimom i u podržavanju provedbe *Europskoga zelenog plana* kroz ulaganje u projekte koji su u skladu s principima Pariškog sporazuma. U studenom 2020. godine objavljeni su EIB-ova *Klimatska strategija* i *Plan klimatske banke za razdoblje 2021. – 2025. godine*. U spomenutom *Planu* navedeno je da Grupa EIB-a namjerava ostvariti svoju ulogu klimatske banke Europske unije, tj. podržati tranziciju na niskouglijičnu, klimatski otpornu i okolišno održivu ekonomiju, a navedeno se namjerava postići kroz:

1. povećanje financiranja projekata u vezi s klimatskom akcijom i okolišnom održivošću na više od 50 % u ukupnom financiranju do 2025. godine
2. financiranje najmanje 1 bilijun EUR vrijednih projekata klimatske akcije i okolišne održivosti u razdoblju od 2012. do 2030. godine
3. usklađivanje svih svojih financijskih aktivnosti s ciljevima i principima Pariškog sporazuma (EIB 2021).

U veljači 2022. godine Grupa EIB-a je objavila „Okvir za okolišnu i društvenu održivost“ koji je dio EIB-ove *Okolišne i socijalne politike* (EIB Group 2022). Održivi i uključivi razvoj definira se kao temeljna vrijednost Grupe EIB-a koja se nalazi u svim njenim politikama i aktivnostima. Naglašava se uravnotežena integracija okolišne, društvene i ekonomske dimenzije održivog i uključivog razvoja. Priznaje se važnost pravedne i poštene tranzicije prema okolišno i društveno održivoj budućnosti i nastoji se podržati ekonomski razvoj koji omogućuje ubrzano otvaranje radnih mjesta, promovira uključivost i ljudsko dostojanstvo, štiti zdravlje i dobrobit ljudi i omogućuje pristojne životne standarde. Grupa EIB-a podupire tranziciju prema održivim ekonomijama i društvima koji su klimatski otporni, niskouglijični i efikasniji u korištenju resursa. Navedeno se namjerava ostvariti kroz financiranje projekata koji ne narušavaju sigurnost ljudskih života, ne nanose štetu okolišu i u skladu su s međunarodno dogovorenim ciljevima za borbu protiv klimatskih promjena i gubitka bioraznolikosti. Kroz navedenu politiku Grupa EIB-a priznaje potrebu za smanjenjem zagađenja, upravljanjem klimatskim promjenama, rastući pritisak na prirodne ekosustave, okolišni sustav i prirodne resurse.

Kao ključna stavka održivog financiranja naglašava se unaprjeđenje ljudskih prava, a Grupa EIB-a se obvezuje upravljati okolišnim, društvenim i klimatskim izazovima uz primjenu pristupa koji se temelji na ljudskim pravima s ciljem promoviranja društvene uključenosti, smanjenja nejednakosti i rizika koji predstavljaju prijetnju ljudskom zdravlju i blagostanju.

Doprinos Grupe EIB-a okolišnim i društvenim komponentama održivog razvoja ogleda se u deset ključnih područja koja su međusobno povezana. Navedena područja odnose se na:

1. poticanje ambicije bez zagađenja (engl. *pursuing a zero pollution ambition*) – spriječiti i smanjiti zagađenje zraka, vode, tla, potrošačkih proizvoda kako bi se osigurali zdravi ekosustavi i zdravo životno okruženje. Razumno upravljanje okolišem je ključno za smanjenje zagađenja zraka, tla, vode i obala, ali i za smanjenje otpada kako bi se omogućio zdrav okoliš te zaštitili ljudsko zdravlje i dobrobit od okolišnih utjecaja i rizika;
2. podržavanje tranzicije prema neto nultoj ekonomiji (engl. *fostering the transition to a net-zero economy*) – kroz financiranje projekata koji doprinose postizanju temperaturnih ciljeva definiranih Pariškim ugovorom. Unutar Europske unije nastoji se postići neto nultu emisiju stakleničkih plinova do 2050. godine (Europska komisija 2018). Navedeno podrazumijeva povećano ulaganje financijskih sredstava u projekte energetske učinkovitosti, projekte koji koriste niskougljične tehnologije i procese koji omogućuju smanjenje emisije stakleničkih plinova, ali i očuvanje i proširenje prirodnih ponora ugljika;
3. zaštitu, očuvanje i vrednovanje bioraznolikosti i usluga ekosustava (engl. *protecting, preserving, restoring and valuing biodiversity and ecosystem services*) – kroz doprinos dugoročnim ciljevima očuvanja bioraznolikosti;
4. podržavanje efikasne upotrebe resursa i tranzicije na kružnu ekonomiju (engl. *supporting resource efficiency and the transition to a circular economy*) – kroz dizajn i proizvodnju novih proizvoda i imovine uz smanjenu potrošnju materijala i smanjenu proizvodnju otpada. Navedeno podrazumijeva primjenu novih poslovnih modela i strategija koje optimiziraju korištenje kapaciteta i produžuju životni vijek proizvoda i imovine. Nedostaci materijala i resursa rješavaju se kroz recikliranje proizvoda i materijala;

5. izgradnju otpornosti na klimatske promjene i sve vrste prirodnih katastrofa (engl. *building resilience to a changing climate and all types of natural disasters*) – posebno se naglašavaju područja, zajednice, ekosustavi i aktivnosti koje su najranjivije u skladu s ciljevima klimatske otpornosti iz Pariškog sporazuma;
6. smanjenje diskriminacije i ubrzanje društvene uključenosti (engl. *reducing discrimination and fostering social inclusion*) – kroz promoviranje nediskriminacijske i društvene uključenosti i smanjenje ranjivosti pojedinih društvenih grupa, ljudi ili zajednica;
7. poticanje ravnopravnosti spolova i ženskog ekonomskog osnaživanja (engl. *fostering gender equality and women's economic empowerment*) – Grupa EIB-a priznaje realnost nejednakosti muškaraca i žena te neproporcionalnu izloženost žena i djevojaka ekonomskoj i društvenoj nejednakosti kroz diskriminaciju na temelju spola te rizike od nasilja;
8. promicanje temeljnih radnih prava (engl. *promoting fundamental rights at work*) – kroz priznavanje prava radnika na pravedne i poštene radne uvjete te kroz prevenciju i ublažavanje opasnosti, rizika i utjecaja na sigurnost i zdravlje radnika i zajednica;
9. izgradnju ekonomske otpornosti i društvene kohezije (engl. *building economic resilience and social cohesion*) – kroz podržavanje održivosti ekonomija na krize i šokove uz održavanje ekonomskog rasta;
10. upravljanje ranjivošću i konfliktima (engl. *addressing fragility and conflict*) – kroz podržavanje obnove od nepovoljnih okolnosti nakon konflikata svih vrsta te nakon nesreća i katastrofa kroz promoviranje društvene uključenosti i kohezije i oporavak okolišnih uvjeta.

Europski investicijski fond (EIF), koji je dio Grupe EIB-a, a omogućuje financijske instrumente za male i srednje poduzetnike u Europi, u veljači 2022. godine objavio je ESG principe u provođenju svojih aktivnosti i odabiru projekata za financiranje (EIF 2022). EIF većinu svojih financijskih sredstava usmjerava putem financijskih posrednika koji mogu biti nacionalne razvojne banke, ali i komercijalne banke u europskim državama. Tzv. „*ESG due dilligence*“ ili analiza ESG faktora odnosi se na procjenu imaju li financijski posrednici politike, procese i sustave za adekvatnu procjenu utjecaja i rizika održivosti na investicijske odluke. ESG analiza provodi se kroz popunjavanje upitnika kojim se procjenjuje ESG profil rizika financijskog posrednika, njegove ESG politike i prakse te njegova upravljačka struktura, integracija ESG faktora u donošenje investicijskih odluka te okvir za interni nadzor i



kontrolu. Ishod ESG analize podrazumijeva dodjelu internog ESG ranga za svakog klijenta kao dio procesa donošenja investicijskih odluka.

#### 4.2. Uloga Europske banke za obnovu i razvitak u održivom razvoju

Jedna od ključnih politika EBRD-a je *Okolišna i društvena politika* kao glavni dokument koji upravlja nastojanjima EBRD-a u poticanju održivog i okolišno prihvatljivog razvoja kroz investicije i tehničku suradnju. Navedeni dokument je usvojen 2019. godine, a odnosi se na projekte koje EBRD razmatra za financiranje od 1. siječnja 2020. godine (EBRD 2023). Okolišna i društvena politika EBRD-a propisuje i uključivanje okolišnih i socijalnih pitanja u analizu projekata te navodi kako EBRD svrstava svaki projekt u odgovarajuću kategoriju kako bi se utvrdila priroda i razina potrebnih okolišnih i socijalnih istraživanja, objava podataka i uključivanja dionika. Projekt je razvrstan u kategoriju A ako bi mogao imati značajne nove i dodatne okolišne i/ili socijalne utjecaje, uključujući izravne i kumulativne okolišne i socijalne utjecaje koje u trenutku svrstavanja u kategorije nije moguće odmah utvrditi ili procijeniti. Projekti svrstani u kategoriju A zahtijevaju formaliziran postupak procjene utjecaja na okoliš i društvo. Projekt je razvrstan u kategoriju B ako su njegovi okolišni i/ili socijalni utjecaji usko povezani s njegovom lokacijom i/ili ih je lako utvrditi i riješiti primjenom djelotvornih mjera ublažavanja. Projekt je razvrstan u kategoriju C ako je izgledno da će imati neznatne ili da neće imati nikakve možebitno negativne okolišne i/ili socijalne utjecaje. Početna okolišna i socijalna ispitivanja provode se ako u trenutku svrstavanja u kategorije nije dostupna dovoljna količina podataka da bi se odredili odgovarajuća kategorija projekta i obuhvat procjene (EBRD 2023).

Svi potencijalni projekti prolaze kroz postupak okolišne i socijalne procjene prilikom donošenja odluke o financiranju od strane EBRD-a. Također, određuju se načini na koje treba pristupiti okolišnim i socijalnim rizicima i utjecajima prilikom planiranja i provedbe projekta, kao i u upravljanju projektom. Procjenom se određuju okolišni i socijalni rizici i utjecaji projekta te sposobnost i opredijeljenost klijenta da ga ublaži i upravlja navedenim rizicima. Ako projekt obuhvaća postojeće objekte ili poslovne djelatnosti i/ili povezane objekte, pri procjeni se razmatraju okolišni i socijalni rizici i utjecaji u vezi s tim objektima i djelatnostima.

EBRD-ov pristup održivosti uključuje:

1. uključivanje okolišnih i društvenih zahtjeva u proces procjene svih projekata na temelju standarda Europske unije i međunarodne prakse
2. omogućavanje financijske i tehničke pomoći, posebice kod okolišnih i društvenih pitanja
3. promoviranje ekonomske uključivosti i pristupa uslugama poput vode i javnog prijevoza
4. podupiranje projekata koji promoviraju ravnopravnost spolova
5. poticanje sudjelovanja javnosti kroz konzultacije neposredno prije investiranja, dostavljanje potrebnih informacija, održavanje redovitog dijaloga s organizacijama civilnog društva i ostalim dionicima.

EBRD je razvio alat za upravljanje okolišnim i društvenim rizikom koji je javno objavljen kako bi pomogao EBRD-ovim potencijalnim klijentima i financijskim posrednicima u zadovoljavanju standarda EBRD-a prilikom procjene projekata i donošenja investicijskih odluka.

### 4.3. Uloga Grupacije Svjetske banke u održivom razvoju

Svjetska banka osnovana je 1944. godine, a sjedište joj je u Washingtonu. Grupaciju Svjetske banke čine: Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank for Reconstruction and Development, IBRD), Međunarodno udruženje za razvoj (International Development Association, IDA), Međunarodna financijska korporacija (International Financial Corporation, IFC), Multilateralna agencija za garantiranje investicija (Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA) i Međunarodni centar za rješavanje investicijskih sporova (International Center for Settlement of Investment Disputes, ICSID) (World Bank 2023).

Grupacija Svjetske banke najviše je sudjelovala u globalnim klimatskim financijama, kako je prikazano grafikonom 1, a ima i razvijene okolišne i socijalne politike koje su poznate kao „Politike zaštite“ (engl. *Safeguard Policies*) koje predstavljaju mehanizme za upravljanje okolišnim i društvenim pitanjima prilikom dizajniranja, implementacije te provođenja projekta. Navedene politike omogućuju okvir za komunikaciju s lokalnim zajednicama gdje se provodi projekt te za javnu objavu podataka (World Bank 2022).

Godine 2016. Grupacija Svjetske banke objavila je skup okolišnih i društvenih politika pod nazivom „Okolišni i društveni okvir“ (engl. *Environmental and*

*Social Framework*), koji se od 1. listopada 2018. godine primjenjuje za sve nove projekte podržane od strane Grupacije Svjetske banke. Također, Grupacija Svjetske banke objavila je *Akcijski plan za klimatske promjene od 2021. do 2025. godine*, a cilj je unaprijediti pristup poticanja zelenog, otpornog i uključivog razvoja. U *Planu* je navedeno da je namjera poduprijeti države i klijente privatnog sektora kako bi se optimizirao utjecaj klimatskih financija te ostvario mjerljiv napredak u prilagodbi i otpornosti na klimatske promjene i mjerljivo smanjenje emisije stakleničkih plinova. U *Planu* je navedena ključna uloga prirodnog kapitala, bioraznolikosti, usluga ekosustava te prijelaz od nastojanja financiranja zelenih projekata prema nastojanju ostvarenja tranzicije na niskouglične ekonomije. Također, težište se stavlja na postignuti utjecaj, a ne na korištene *inpute*. Plan se usmjerava na integraciju klime i razvoja, identificiranje i stavljanje naglaska na aktivnosti koje imaju najveću mogućnost za ublažavanje klimatskih promjena ili prilagodbu klimatskim promjenama te na privlačenje privatnog kapitala u zajedničko financiranje projekata u vezi s klimom kako bi se postigli optimalni rezultati (World Bank Group 2021).

#### **4.4. Uloga Hrvatske banke za obnovu i razvitak u održivom razvoju Hrvatske**

Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR) je državna razvojna banka u vlasništvu Republike Hrvatske, a osnovana je 12. lipnja 1992. godine donošenjem Zakona o Hrvatskoj kreditnoj banci za obnovu (HKBO) (NN 33/92), čije su izmjene i dopune objavljene u NN 76/93, 108/95, 08/96. U prosincu 1995. godine banka mijenja naziv u Hrvatska banka za obnovu i razvitak. HBOR je razvojna i izvozna banka, ali i izvozno-kreditna agencija Republike Hrvatske, a osnovni joj je zadatak poticanje razvoja hrvatskog gospodarstva. Svoj mandat ispunjava kreditiranjem investicijskih projekata ili obrtnih sredstava, ulaganjem u fondove rizičnog kapitala, osiguranjem izvoza od političkih i komercijalnih rizika, izdavanjem garancija te poslovnim savjetovanjem (HBOR 2023).

HBOR je imao ključnu ulogu u začecima i razvoju kreditiranja projekata u vezi s klimom u Republici Hrvatskoj. Osim ostvarivanja ključne suradnje s relevantnim regionalnim i multilateralnim bankama i međunarodnim razvojnim financijskim institucijama putem kojih je osigurao povoljnija financijska sredstva, omogućio je stvaranje uvjeta za razvoj klimatskih

financija u Republici Hrvatskoj. HBOR je omogućio realizaciju klimatskih pilot-projekata kroz osiguranje povoljnih financijskih sredstava te tehničku i savjetodavnu pomoć u pripremi i dizajniranju projekata. Također, HBOR je omogućio izravno financiranje projekata kroz posebno pripremljen program „Kreditiranje projekata zaštite okoliša, energetske učinkovitosti i obnovljivih izvora energije“; ostvarena je i značajna suradnja s ostalim komercijalnim bankama u Republici Hrvatskoj, ali i tadašnjim HAMAG INVEST-om kroz osiguravanje garancija kao prvoklasnih instrumenata osiguranja za projekte u vezi s klimom. Nadalje, HBOR je razvio poseban model financiranja, tzv. „model podjele rizika s poslovnim bankama“ s obzirom na specifičnu ulogu komercijalnih banaka i njihovo selektivno prihvaćanje rizika i traženje povrata na rizičnije investicije te je na taj način omogućio značajnije sudjelovanje komercijalnog bankarskog sektora u financiranju projekata u vezi s klimom.

HBOR kao državna razvojna banka ima brojne komparativne prednosti temeljem svoje uloge i mandata, a može imati ključnu ulogu u podupiranju tranzicije na niskougličnu i klimatski otpornu ekonomiju kroz:

- osiguravanje povoljnijih financijskih sredstava u odnosu na tržišne uvjete financiranja
- privlačenje vanjskih financijskih ulagatelja u financiranje održivih projekata u Republici Hrvatskoj (multilateralne razvojne banke, regionalne razvojne banke, ali i financijske institucije privatnog sektora)
- utjecanje na donošenje politika, pravila i propisa te na taj način omogućavanje jednostavnije implementacije projekata održivog razvoja i niskouglične tranzicije
- razvijanje pilot-projekata te ulaganje u tzv. „demonstracijske projekte“ te na taj način služenje kao primjer komercijalnim bankama i ostalim potencijalnim investitorima.

Većinu preporuka HBOR provodi, ali je potrebno ojačati ulogu u privlačenju privatnih izvora financiranja projekata koji su povezani s klimom te razvijati tzv. „demonstracijske projekte“ koji su ranije spomenuti te na taj način pružiti primjer ostalim financijskim institucijama i financijskim posrednicima.

*Strategija poslovanja HBOR-a za razdoblje od 2020. do 2024. godine* definirala je četiri okosnice poslovanja, a jedna od njih je poticanje tranzicije na niskouglično gospodarstvo. U *Strategiji* je navedeno: „... jedan od osnovnih strateških ciljeva HBOR-a u narednome petogodišnjem razdoblju

bit će poticanje klimatski i energetske neutralnog gospodarstva kroz energetske učinkovitost, obnovljive izvore energije i zaštitu okoliša.“ Također, *Strategijom* je pod strateškom inicijativom navedeno: „Uz očekivana izdašnja sredstva fondova EU-a te dosadašnju, ali i najavljenju buduću politiku EU-a o poticanju ulaganja u zelenu ekonomiju, HBOR će u narednom petogodišnjem razdoblju napornije raditi na razvoju inovativnih financijskih instrumenata iz vlastitih sredstava, raspoloživih sredstava fondova EU-a (centraliziranih i decentraliziranih) te ostalih nacionalnih izvora“ (HBOR 2020). Nastavno na navedeno, HBOR je prepoznao svoju ključnu ulogu u poticanju tranzicije na niskouglično gospodarstvo i usvojio je strategiju koja detaljno opisuje prioritete i korake koje je potrebno poduzeti.

Krajem 2021. godine u HBOR-u su započele provedbene aktivnosti projekta održivog financiranja naziva “Zakret HBOR-ovih aktivnosti prema održivom financiranju i zelenoj tranziciji“ (engl. *Reorient Croatian Development Bank's (HBOR) operations towards sustainable financing and green transition*) kojim je HBOR započeo sustavnu prilagodbu zahtjevima regulative o održivosti i održivom financiranju. Ovaj projekt zakreta prema održivom financiranju podržala je Glavna uprava za potporu strukturnim reformama (engl. Directorate-General for Structural Reform Support – DG REFORM), koja pomaže državama članicama u provedbi reformi za otvaranje radnih mjesta i poticanje održivog rasta. Projektne aktivnosti zajednički su definirali HBOR i DG REFORM, a potpora je osigurana putem tehničke podrške stručnjaka iz međunarodnog konzorcija koji imaju stručna znanja iz različitih područja održivog financiranja. Cilj projekta je ojačati HBOR u razumijevanju okolišnih, klimatskih i društvenih rizika i njihovih implikacija na poslovanje te osigurati razvoj i provedbu sveobuhvatnog skupa održivih financijskih politika, postupaka, alata i mjerila. Projektne aktivnosti sadrže: izradu dijagnostičkog izvještaja, metodologiju za upravljanje ESG rizicima i utjecajima, organizacijske i komunikacijske aktivnosti, treninge i jačanje kapaciteta te akcijski plan održivog financiranja. Glavnina projektnih aktivnosti odvijala se u 2022. i u prvom kvartalu 2023. godine (HBOR 2022). Nastavno na projekt, HBOR će nastaviti doprinositi tranziciji Hrvatske na niskouglično gospodarstvo i razvijati svoje unutarnje tehničke i financijske kapacitete za održiva ulaganja.

## 5. Zaključak

Javne razvojne banke imaju mandat, cilj i svrhu podržati održivi razvoj na nacionalnim, regionalnim te globalnim područjima. Najznačajniju ulogu u održivom financiranju imaju multilateralne razvojne banke temeljem svojih financijskih kapaciteta, stručnosti i ekspertize vlastitih ljudskih kapaciteta te svoje nadsudnacionalne uloge. U radu su prikazane metode, prakse i politike tri vodeće multilateralne razvojne banke, a iz njih je vidljivo kako predmetne institucije imaju razvijene i adekvatne metode procjene projekata putem ESG faktora te su na taj način postale predvodnice održivog financiranja na globalnoj razini. S obzirom na to da multilateralne razvojne banke veliki dio svojeg financijskog kapitala plasiraju putem financijskih posrednika, tj. nacionalnih razvojnih banaka ili komercijalnih banaka u državi primatelju, one također djeluju na razvoj predmetnih metodologija u svojim financijskim posrednicima. Jedan od financijskih posrednika multilateralnih razvojnih banaka u Republici Hrvatskoj je Hrvatska banka za obnovu i razvitak koja je prepoznala važnost promicanja održivog razvoja i u 2023. godini završila projekt zaokreta prema održivom financiranju, a implementacija projekta očekuje se u drugoj polovici 2023. godine. Procjenom okolišnih, društvenih i upravljačkih faktora pojedinih projekata prilikom donošenja odluke o financiranju HBOR će doprinijeti održivom razvoju Republike Hrvatske te tranziciji na niskougljično i klimatski otporno gospodarstvo.

## PRIZNANJE/POTVRDA

Priprema ovoga rada rezultat je znanstvenog projekta broj ZIP-UNIRI-2023-18 sufinanciranoga od strane Sveučilišta u Rijeci.

## LITERATURA

Colombo, M., Cuda, M. (2023) The Role of Public Development Banks & Institutions in the Implementation of the United Nations' Agenda 2030: A Survey in Europe (*online*), *DISCUSSION PAPER 179*, <raspoloživo na: [https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/role-public-development-banks-and-institutions-implementation-united-nations-agenda-2030-survey\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/role-public-development-banks-and-institutions-implementation-united-nations-agenda-2030-survey_en)>, [pristupljeno 23. 4. 2023.].

Draženović, K. D. (2023) Utjecaj razvojnih obilježja zemalja donatora na financiranje ublažavanja klimatskih promjena i prilagodbe klimatskim promjenama (*online*), *Doktorski rad*, Rijeka: Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, <raspoloživo na: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:192:953936>>, [1. 5. 2023.].

EC Communication. A Clean Planet for all. A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy (*online*), <raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0773>>, [3. 4. 2023.].

EIB (2011), <raspoloživo na: [https://www.eib.org/attachments/documents/joint\\_mdb\\_report\\_on\\_adaptation\\_finance\\_2011.pdf](https://www.eib.org/attachments/documents/joint_mdb_report_on_adaptation_finance_2011.pdf)>, [pristupljeno 4. 2. 2023.].

EIB (2012), <raspoloživo na: [https://www.eib.org/attachments/documents/joint\\_mdb\\_report\\_on\\_mitigation\\_finance\\_2011.pdf](https://www.eib.org/attachments/documents/joint_mdb_report_on_mitigation_finance_2011.pdf)>, [pristupljeno 3. 2. 2023.].

EIB (2013), <raspoloživo na: [https://www.eib.org/attachments/documents/joint\\_report\\_on\\_mdb\\_climate\\_finance\\_2013.pdf](https://www.eib.org/attachments/documents/joint_report_on_mdb_climate_finance_2013.pdf)>, [pristupljeno 1. 2. 2023.].

EIB (2021), <raspoloživo na: [https://www.eib.org/attachments/lucalli/mdbs\\_joint\\_report\\_2021\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/lucalli/mdbs_joint_report_2021_en.pdf)>, [pristupljeno 4. 2. 2023.].

Forcadell, F. J., Aracil, E. (2017) Sustainable banking in Latin American developing countries: Leading to (mutual) prosperity (*online*), <raspoloživo na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/beer.12161>>, [pristupljeno 4. 2. 2023.].

Fried, L., Shukla, S., Sawyer, S. (2012) Global wind report: annual market update 2011. Global Wind Energy Council (*online*), <raspoloživo na: <https://gwec.net/global-wind-report-2011/>>, [pristupljeno 2. 3. 2023.].

HBOR (2022), <raspoloživo na: <https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/financijska-izvjesca-pregled-preuzimanje/#godisnja-izvjesca>>, [pristupljeno 3. 2. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2019), <raspoloživo na: <https://publications.iadb.org/en/2019-joint-report-on-multilateral-developmentbanks-climate-finance>>, [pristupljeno 24. 3. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2018), <raspoloživo na: <https://publications.iadb.org/en/2018-joint-report-multilateral-development-banksclimate-finance>>, [pristupljeno 12. 4. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2017), <raspoloživo na: <https://publications.iadb.org/en/2017-joint-report-multilateral-development-banksclimate-finance>>, [pristupljeno: 3. 3. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2016), <raspoloživo na: <https://publications.iadb.org/en/2016-joint-report-multilateral-development-banksclimate-finance>>, [pristupljeno 5. 3. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2015), <raspoloživo na: <https://www.adb.org/documents/joint-report-mdbs-climate-finance-2015>>, [pristupljeno 8. 4. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2014), <raspoloživo na: <https://publications.iadb.org/en/publication/12246/2014-joint-report-multilateral-development-banks-climate-finance>>, [pristupljeno 4. 2. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2013), <raspoloživo na: <https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb-climate-finance-2013.pdf>>, [pristupljeno 11. 3. 2023.].

Joint Report on Multilateral Development Bank's Climate Finance (2012), <raspoloživo na: [https://www.eib.org/attachments/documents/joint\\_report\\_on\\_mdb\\_climate\\_finance\\_2012.pdf](https://www.eib.org/attachments/documents/joint_report_on_mdb_climate_finance_2012.pdf)>, [pristupljeno 2. 4. 2023.].

Marodon, X. J., Ru, X. (2021) Mapping 500+ Development Banks: Qualification Criteria, Stylised Facts, and Development Trends (*online*), *NSE Development Financing Research Report*, <raspoloživo na: <https://financeincommon.org/mapping-500-development-banks-qualification-criteria-stylized-facts-and-development-trends>>, [5. 3. 2023.].

Mazzucato, M., Penna, C. (2015) The Rise of Mission-Oriented State Investment Banks: The Cases of Germany's KfW and Brazil's BNDES (*online*), <raspoloživo na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2744613>>, [2. 2. 2023.].

Mazzucato, M., Macfarlane, L. (2018) State investment banks and patient finance: An international comparison (*online*). *Working Paper, IIPP WP 2018-01*, <raspoloživo na: <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/publications/2018/feb/state-investment-banks-and-patient-finance-international-comparison> [12. 3. 2023.].

MEBRD (2023), <raspoloživo na: <https://www.ebrd.com/home>>, [pristupljeno 2. 2. 2023.].

Research Report (2021), <raspoloživo na: <https://financeincommon.org/mapping-500-development-banks-qualification-criteria-stylized-facts-and-development-trends>>, [pristupljeno 16. 3. 2023.].

Rubio, E. (2018) Making better use of public funding: the role of National Promotional Banks and Institutions (*online*), *Jacques Delors Institute*, Study No. 115, July 2018, <raspoloživo na: <https://institutdelors.eu/en/publications/making-better-use-of-public-funding-the-role-of-national-promotional-banks-and-institutions-in-the-next-eu-budget/>>, [pristupljeno 4. 3. 2023.].

Sustainable Development (2023), <raspoloživo na: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>>, [pristupljeno 3. 3. 2023.].

Weber, O., Feltmate, B. (2016) Sustainable Banking: Managing the Social and Environmental Impact of Financial Institutions, *University of Toronto Press: Toronto, ON, Canada*.



World Bank (2022), <raspoloživo na: <https://www.worldbank.org/en/projects-operations/environmental-and-social-policies#safeguards>>, [pristupljeno 3. 2. 2023.].

World Bank Group (2021) World Bank Group Climate Change Action Plan 2021–2025: Supporting Green, Resilient, and Inclusive Development (*online*), <raspoloživo na: <https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/ee8a5cd7-ed72-542d-918b-d72e07f96c79>>, [pristupljeno 14. 4. 2023.].

Xu, J. Marodon, R. Ru, X. (2021) Mapping 500+ Development Banks: Qualification Criteria, Stylised Facts, and Development Trends (*online*), *NSE Development Financing Research Report*, <raspoloživo na: <https://financeincommon.org/mapping-500-development-banks-qualification-criteria-stylized-facts-and-development-trends>>, [pristupljeno 16. 3. 2023.].

## THE ROLE OF DEVELOPMENT BANKS IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT FINANCING

### **Abstract**

Sustainability is the foundation of the leading global international cooperation framework – the 2030 Agenda for Sustainable Development and its 17 Sustainable Development Goals, adopted by the United Nations to ensure a better and sustainable future. Sustainable development requires a transition to a low-carbon and climate-resilient economy. In this process, the financial system has a key role in ensuring sufficient funding for economic activities that have the characteristics of sustainable development. One of the key roles in the transition to a low-carbon and climate-resilient economy is that of development banks. They can provide financing for projects that contribute to sustainable development. Financing sustainable development projects requires that ESG (environmental, social, and governance) factors be included in the assessment and analysis system while deciding whether to approve project financing. This ensures that the project not only has a positive impact on the environment and society, but also that the financial risks and return on invested funds are managed. The objective of this paper is to examine the manner leading multilateral development banks participate in sustainable development and to analyze the existing policies and methodologies for using ESG factors in project analysis based on data from the European Investment Bank, the European Bank for Reconstruction and Development, and the World Bank. The paper presents the plans for the sustainable reorientation of the financing of the Croatian Bank for Reconstruction and Development from 2023 onwards. The methodological approach consists of empirical analysis of public secondary data. The contribution of this work is to increase the visibility of development banks in the use of ESG factors and to ensure the financing of sustainable development projects as a basis for a low-carbon and climate-resilient economy.

**Keywords:** sustainable development, sustainable finance, ESG investing, low-carbon transition, climate-resilient economy, public development banks.

**JEL classification:** Q43

## POPIS POKRATA

<b>ABS</b>	Asset-Backed Securities	vrijednosni papiri osigurani imovinom
<b>AFME</b>	Association for Financial Markets in Europe	Udruženje za financijska tržišta u Europi
<b>ANOVA</b>	Analysis of variance	analiza varijance
<b>BAT</b>	Best Available Technologies	najbolja dostupna tehnologija
<b>BDP</b>	Gross domestic product	bruto domaći proizvod
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model	model procjenjivanja kapitalne imovine
<b>CDS</b>	Credit Default Swap	zamjena kreditnog rizika
<b>CFI</b>	Corporate Finance Institute	Institut za korporativne financije
<b>CLO</b>	Collateralized Loan Obligation	obveze zajamčene kolateralom
<b>CO<sub>2</sub></b>	Carbon dioxide	ugljikov dioksid
<b>COVID</b>	Corona Virus Disease	bolest uzrokovana koronavirusom
<b>CRR</b>	Capital Requirements Regulation	Uredba o kapitalnim zahtjevima
<b>CSDDD</b>	Corporate Sustainability Due Diligence Directive	Direktiva o dužnoj pažnji za održivo poslovanje
<b>CSR</b>	Corporate social responsibility	društveno odgovorno poslovanje
<b>CSRD</b>	Corporate Sustainability Reporting Directive	Direktiva o korporativnoj održivosti
<b>CSRD</b>	Corporate Sustainability Reporting Directive	korporativno izvješćivanje o održivosti
<b>DNSH</b>	Do No Significant Harm	načelo nenanošenja bitne štete
<b>DOP</b>	Corporate social responsibility	društveno odgovorno poslovanje
<b>EBA</b>	European Banking Authority	Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo
<b>EBRD</b>	European Bank for Reconstruction and Development	Europska banka za obnovu i razvoj
<b>ECB</b>	European Central Bank	Europska središnja banka
<b>EFRAG</b>	European Financial Reporting Advisory Group	Europska savjetodavna skupina za financijsko izvješćavanje
<b>EGD</b>	European Green Deal	Europski zeleni plan
<b>EIB</b>	European Investment Bank	Europska investicijska banka
<b>EIGE</b>	European Institute for Gender Equality	Europski institut za rodnu ravnopravnost
<b>EIOPA</b>	European Insurance and Occupational Pension Authority	Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje
<b>EK</b>	European Commission	Europska komisija
<b>ESG</b>	Environmental, social and governance	okolišno, društveno i korporativno
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala
<b>ESRS</b>	European Sustainability Reporting Standards	Europski standardi izvješćivanja o održivosti

<b>EU</b>	European Union	Europska unija
<b>EU GBS</b>	European Union Green Bond Standard	Standard Europske unije za zelene obveznice
<b>EUGBR</b>	European Green Bond Standard	Europski standard za zelene obveznice
<b>FDI</b>	Foreign Direct Investment	izravna strana ulaganja
<b>FINA</b>	Financial Agency	Financijska agencija
<b>GBP</b>	Great Britain Pound	britanska funta
<b>GBS</b>	Green Bond Standard	standardizacija zelenih obveznica
<b>GEI</b>	Gender Equality Index	Indeks rodne ravnopravnosti
<b>GHG</b>	Greenhouse Gases	emisije stakleničkih plinova
<b>GICS</b>	Global Industry Classification Standard	Globalni standard klasifikacije industrije
<b>GPB</b>	Green Bond Principles	Načela zelenih obveznica
<b>GRG</b>	Generalized reduced gradient	generalizirani smanjeni gradijent
<b>GRI</b>	Global Reporting Initiative	Globalna inicijativa za izvješćivanje
<b>HANFA</b>	Croatian Financial Services Supervisory Agency	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
<b>HBOR</b>	Croatian Bank for Reconstruction and Development	Hrvatska banka za obnovu i razvitak
<b>HCD</b>	Human Capital Development	razvoj ljudskog kapitala
<b>HESC</b>	International Congress of the Human Environment	Konferencija Ujedinjenih naroda o ljudskom okolišu
<b>HKBO</b>	Law on the Croatian Credit Bank for Reconstruction	Zakon o Hrvatskoj kreditnoj banci za obnovu
<b>HLEG</b>	High Level Expert Group on Sustainable Finance	Visoka stručna skupina za održivo financiranje
<b>HNB</b>	Croatian National Bank	Hrvatska narodna banka
<b>HUB</b>	Croatian Banking Association	Hrvatska udruga banaka
<b>IBRD</b>	International Bank for Reconstruction and Development	Međunarodna banka za obnovu i razvoj
<b>ICMA</b>	International Capital Market Association	Međunarodno udruženje tržišta kapitala
<b>ICSID</b>	International Center for Settlement of Investment Disputes	Međunarodni centar za rješavanje investicijskih sporova
<b>ICT</b>	Information and Communications Technology	informacijska i komunikacijska tehnologija
<b>IDA</b>	International Development Association	Međunarodno udruženje za razvoj
<b>IFC</b>	International Financial Corporation	Međunarodna financijska korporacija
<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards	Međunarodni standardi financijskog izvještavanja,
<b>IIRC</b>	International Integrated Reporting Committee	Međunarodni odbor za integrirano izvješćivanje

<b>IMF</b>	International Monetary Fund	Međunarodni monetarni fond
<b>IOSCO</b>	The International Organization of Securities Commissions	Međunarodno udruženje regulatora tržišta vrijednosnih papira
<b>IR</b>	Integrated Report	integrirano izvještavanje
<b>IRMO</b>	Institute for Development and International Relations	Institut za razvoj i međunarodne odnose
<b>ISO</b>	International Organization for Standardization	Organizacija za normizaciju
<b>IT</b>	Information technology	informacijska tehnologija
<b>KPI</b>	Key Performance Indicators	ključni pokazatelji uspješnosti
<b>LSE</b>	London Stock Exchange	Londonska burza
<b>MEI</b>	Material ESG issues	materijalna ESG pitanja
<b>MIGA</b>	Multilateral Investment Guarantee Agency	Multilateralna agencija za garantiranje investicija
<b>NFRD</b>	Non-Financial Reporting Directive	Direktiva o nefinancijskom izvješćivanju
<b>OECD</b>	Organization for Economic Co-operation and Development	Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj
<b>PACE</b>	Property Assessed Clean Energy	procjena čiste energije na imanju
<b>PRI</b>	Principles of Responsible Investment	Načela odgovornog investiranja
<b>RMBS</b>	Residential Mortgage-Backed Securities	vrijednosni papiri osigurani stambenim hipotekama
<b>ROA</b>	Return on Assets	povrat na imovinu
<b>ROE</b>	Return on Equity	povrat na kapital
<b>RTS</b>	Regulatory Technical Standards	Provedbeni tehnički standardi
<b>SAD</b>	United States of America	Sjedinjene Američke Države
<b>SB</b>	Sustainability bonds	održive obveznice
<b>SDG</b>	Sustainable Development Goals	ciljevi održivog razvoja
<b>SFDR</b>	Sustainable Finance Disclosure Regulation	Uredba o otkrivanju podataka
<b>SLB</b>	Sustainability-linked Bonds	obveznice povezane s održivošću
<b>SMEs</b>	Small and medium-sized enterprises	mala i srednja poduzeća
<b>SPT</b>	Sustainability Performance Targets	ciljevi unapređenja održivosti
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle	društvo s posebnom namjenom
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle	posebni pravni entiteti
<b>SREP</b>	Supervisory Review and Evaluation Process	postupak nadzorne provjere i ocjene
<b>SSA</b>	Supranational, Sub-sovereign and Agency	nadnacionalno, sub-suvereno i agencijsko
<b>STS</b>	Simple, Transparent and Standardised Securitization	jednostavne, transparentne i standardizirane sekuritizacije
<b>SVA</b>	Sustainable Value Added	održiva dodana vrijednost
<b>TBL</b>	Triple Bottom Line	trostruka krajnja crta

<b>TEG</b>	Technical Expert Group on sustainable finance	Tehnička stručna skupina za održivo financiranje
<b>UCITS</b>	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities	subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire
<b>UN</b>	United Nations	Ujedinjeni narodi
<b>UNCED</b>	United Nations Conference on Environment and Development	Konferencija Ujedinjenih naroda o okolišu i razvoju
<b>UNEP</b>	United Nations Environment Programme	Program Ujedinjenih naroda za okoliš
<b>UNFCCC</b>	United Nations Framework Convention on Climate Change)	Okvirna konvencija o klimatskim promjenama Ujedinjenih naroda
<b>USD</b>	United States dollar	američki dolar
<b>WCED</b>	United Nations World Commission on Environment and Development	Svjetska komisija za okoliš i razvoj
<b>WHO</b>	World Health Organization	Svjetska zdravstvena organizacija

