

# ANALIZA SPREMNOSTI DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE FONDovima ZA INTEGRIRANJE ESG STANDARDA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE U REPUBLICI HRVATSKOJ

---

Kezić, Dora

Master's thesis / Diplomski rad

2024

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:672073>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-03**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**DIPLOMSKI RAD**

**ANALIZA SPREMNOSTI DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE FONDOVIMA ZA  
INTEGRIRANJE ESG STANDARDA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE U REPUBLICI  
HRVATSKOJ**

**Mentor:**

**prof. dr. sc. Josip Visković**

**Studentica:**

**Dora Kezić**

**Split, rujan 2024. godine**

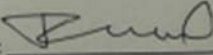
## Izjava o akademskoj čestitosti

### IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, DOBA KEČIĆ  
(ime i prezime)

izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je navedeni rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja na objavljenu literaturu, što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio navedenog rada nije napisan na nedozvoljeni način te da nijedan dio rada ne krši autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije korišten za bilo koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Split, 17. 9. 2024. godine

Vlastoručni potpis : 

## SADRŽAJ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. UVOD</b> .....  | <b>1</b>  |
| 1.1. Problem istraživanja.....  | 1         |
| 1.2. Predmet istraživanja.....  | 3         |
| 1.3. Istraživačke hipoteze.....   | 3         |
| 1.4. Svrha i ciljevi istraživanja.....  | 4         |
| 1.5. Metode istraživanja.....   | 5         |
| 1.6. Doprinos istraživanja.....   | 5         |
| 1.7. Struktura diplomskog rada.....   | 5         |
| <b>2. INVESTICIJSKI FONDOVI I ESG STRATEGIJA</b> .....  | <b>6</b>  |
| 2.1. Investicijski fondovi i tržište kapitala.....  | 6         |
| 2.2. ESG strategija: Regulatorni okvir.....   | 8         |
| 2.2.1. Pariški sporazum.....  | 8         |
| 2.2.2. Regulatorni okvir Europske Unije o održivom financiranju.....  | 8         |
| 2.3 Implementacija ESG strategije u društvima za upravljanje fondovima.....   | 13        |
| <b>3. UPRAVLJANJE ESG FONDOVIMA U REPUBLICI HRVATSKOJ</b> .....   | <b>15</b> |
| 3.1. Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj.....   | 15        |
| 3.2. Primjena ESG strategije u društvima za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj.....  | 17        |
| 3.3. Pregled dosadašnjih istraživanja o primjeni ESG strategija u društvima za upravljanje fondovima.....   | 21        |
| <b>4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE O SPREMNOSTI INTEGRIRANJA ESG STANDARDA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE FONDOVIMA U RH</b> ..... | <b>24</b> |
| 4.1. Metodologija istraživanja.....   | 24        |
| 4.2. Rezultati istraživanja.....  | 24        |
| 4.2.1. Opća pitanja.....  | 24        |
| 4.2.2. Rezultati spremnosti društava za ulaganje u integriranje ESG standarda u investicijske strategije.....                                     | 28        |
| 4.3. Testiranje hipoteza i rasprava.....  | 50        |
| <b>5. ZAKLJUČAK</b> .....   | <b>53</b> |
| <b>LITERATURA</b> .....   | <b>55</b> |
| <b>POPIS SLIKA, TABLICA I GRAFOVA</b> .....   | <b>61</b> |
| <b>SAŽETAK</b> .....  | <b>65</b> |
| <b>SUMMARY</b> .....  | <b>66</b> |

**PRILOG 1: ANKETNI UPITNIK .....67**

## 1. UVOD

### 1.1. Problem istraživanja

Na posljednjoj Konferenciji Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama u Dubaiju (Ujedinjeni narodi, 2023), profesor i voditelj istraživanja o klimatskim promjenama Pierre Friedlingstein iznio je poražavajuću činjenicu: “Čini se da je neminovno da ćemo prijeći granicu od 1,5 stupnjeva Celzijusa koju smo zadali Pariškim Sporazumom”. Pariški Sporazum donesen 2015. godine, zbog sve veće zabrinutosti oko klimatskih promjena uzrokovanih globalnim zatopljenjem, bio je jedan od prvih inicijativa globalnih lidera u smanjenju čovjekovog i najvećim dijelom industrijskog utjecaja na okoliš. Jedan od ciljeva Sporazuma (2015) bio je “usklađivanje financijskih tokova putem prema niskim emisijama stakleničkih plinova i razvoju otpornom na klimatske promjene”. Transparentan mehanizam za zelene kredite može biti snažan poticaj za podupiranje uspješnih napora koji se ulažu u području klime i okoliša.

U veljači 2024. godine, Europsko Vijeće (2024) i Europski Parlament su postigli privremeni dogovor o prijedlogu Uredbe o aktivnostima dodjele okolišnih, društvenih i upravljačkih rejtinga čiji je cilj jačanje povjerenja ulagatelja u održive proizvode. U skladu s novim zahtjevima, pružatelji okolišnih, društvenih i upravljačkih rejtinga trebat će dobiti odobrenje za rad i biti pod nadzorom Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), kao i ispuniti sve zahtjeve u pogledu transparentnosti, osobito u dijelu vezanom za metodologiju i izvor informacija kojima se služe. ESG (eng. Environmental, social and governance – okoliš, društvo i upravljanje) ulaganje relativno je nov pojam na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj, dok je na globalnom tržištu zabilježio veliki interes u posljednjih 10 godina. Ključna Direktiva Europske Unije, koja definira način ulaganja u održivo poslovanje je donesena 2021. godine (Europska Komisija, 2021/1270, 2021). Navedena Direktiva ističe, ne samo globalne ciljeve u jačanju odgovora na klimatske promjene, već i skreće pozornost kako tvrtke, posebice one čija je glavna aktivnost ulaganje i preusmjeravanje novčanih sredstava, trebaju voditi računa o čimbenicima održivosti i što bi trebala biti njihova obaveza prema ulagačima. Društva za upravljanje fondovima u svim državama članicama EU su ovom direktivom u obvezi voditi računa o rizicima održivosti što uključuje i definiranje ESG pokazatelja i provođenje ESG analize kao sredstva pomoću kojeg se tvrtke mogu ocjenjivati s obzirom na širok raspon društveno poželjnih ciljeva (Bergman et al., 2020).

Navedene odredbe su implementirane i u regulatorni okvir financijskog sektora Republike Hrvatske (HANFA, 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) kojom se utvrđuje i uspostavlja okvir za olakšavanje održivog ulaganja u vidu

transparentnosti kod politike upravljanja fondovima. Unatoč sve većem globalnom i lokalnom fokusu regulatornih tijela na aktivnosti društava za upravljanje fondovima u dijelu koji se odnosi na ESG okvir upravljanja, još uvijek postoje nedoumice vezane za procese, politike i čimbenike u financijskom sektoru, zbog čega će se u ovom diplomskom radu, empirijskim istraživanjem – anketnim upitnikom, istražiti informiranost i spremnost ključnih upravitelja investicijskih fondova u RH u ulaganja u ESG fondove.

Posljednje istraživanje konzultantske kuće EY (2022) imalo je za cilj pružanje uvida u industriju o tome kako tvrtke pristupaju Uredbi o objavljivanju održivih financija (SFDR). Anketa u kojoj su sudjelovale 22 tvrtke koje se bave ulaganjem u investicijske fondove obuhvatila je 25 pitanja o navedenoj Uredbi i implementaciji poreznih propisa EU. Iznenadujuće je to da većina, točnije 77% ispitanika, postavlja visoke ambicije i cilj im je da ih se percipira kao buduće tržišne lidere u ESG-u. Što se tiče informiranosti ispitanika o ESG standardima, većina ispitanika, čak 83%, koristi definiciju održivog financiranja iz Uredbe. S druge strane, rezultati naglašavaju da je industrija i dalje pred izazovom samog definiranja što je to održivo ulaganje i na što se točno odnosi.

Znanstveno istraživanje (Przychodzen et al., 2016) na uzorku od 113 menadžera u društvima za upravljanje fondovima pokazalo je da pitanja vezana za tematiku ESG-a dobivaju na važnosti u njihovom procesu donošenja odluka o kratkoročnim ulaganjima i snažno se doživljavaju kao zaštita od dodatnog poslovnog rizika. Također, empirijsko istraživanje je pokazalo kako se veća važnost ESG standardima upravljanja pripisuje odobravanju/neodobravanju višeg menadžmenta. Rezultati istraživanja navode kako spremnost i donošenje odluka o ulaganju u održivo investiranje ovisi o raznim bihevioralnim faktorima koji su subjektivne prirode, poput horizonta ulaganja ili stava prema riziku, a ne objektivne, poput dobi, obrazovanja ili broja godina te profesionalnog iskustva.

Tijekom 2023. godine konzultantska kuća Russell Investments (2023) također je provela istraživanje o stavovima ključnih upravitelja investicijskih fondova za ulaganje i važnost ESG strategije u njihovim Društvima. Ispitanici u prvi plan i kao najveću zabrinutost svojih klijenata ističu klimatski rizik. Nadalje, počinje se naglašavati ne samo spremnost, već i obveza prema inicijativama vezanim uz održivost u cijeloj industriji upravljanja fondovima. Tome se može pripisati nekoliko čimbenika, uključujući pojačane regulatorne standarde, fokus na rješavanje klimatskih promjena u raznim inicijativama i značajan pomak u perspektivi društvenih pitanja kao što su raznolikost na radnome mjestu.

Iz svih navedenih istraživanja vidljiva je uključenost i spremnost ključnih upravitelja investicijskih fondova za ulaganje u poslovanje prema ESG standardima. Bitno je napomenuti da su sva istraživanja provedena na ispitanicima koji posluju u zemljama velikih i razvijenih tržišta realnog i financijskog sektora (SAD, UK, Francuska i sl.), te se ni jedno slično istraživanje nije provelo na području Republike

Hrvatske. Zbog navedenog su gore navedena istraživanja dobar kompas što se tiče globalnih stavova ključnih upravitelja društava za upravljanje fondovima, no očekivano je da će se rezultati ispitivanja koje će se provesti na području RH od njih razlikovati.

### **1.2. Predmet istraživanja**

U ovome radu istraživati će se stavovi društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj o ulaganjima u ESG investicijske fondove. Analiza obuhvaća slijedeću problematiku: koliko su ispitanici informirani o ESG fondovima, koliko su informirani o pripadajućoj regulativi i kako su istu implementirali u svoje procese, te jesu li spremni i predani ulaganju u ESG fondove. Pregledom relevantne literature, znanstvenih radova i istraživanja na temu ulaganja u ESG fondove, istražiti će se prednosti i nedostaci u navedeno ulaganje, te će se usporediti stavovi ispitanika dobiveni empirijskim istraživanjem – kreiranim anketnim upitnikom.

### **1.3. Istraživačke hipoteze**

Temeljem uočenog problema i navedenog predmeta istraživanja, u nastavku su definirane istraživačke hipoteze koje će biti testirane u empirijskom dijelu rada:

**H<sub>1</sub>: Ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima spremni su i predani ulaganju u ESG fondove u svim okolišnim, društvenim i upravljačkim aspektima strategije**

**H<sub>2</sub>: Ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima pri odlukama o ulaganju u ESG fondove prednost daju analizama na razini kompanije/sektora u odnosu na primarne podatke**

**H<sub>3</sub>: Integriranje ESG standarda u investicijske strategije rezultirat će boljim financijskim performansama fondova**

Prva hipoteza pretpostavlja da su ključni upravitelji investicijskih fondova spremni i predani ulaganju u ESG fondove, i važnost predaju svim aspektima strategije. Dodatno, pod navedenom hipotezom se pretpostavlja kako su ključni upravitelji fondova informirani o ESG standardima izvještavanja i strategiji koju je potrebno provesti kako bi tvrtka u koju se ulaže bila svrstana pod “košaricu” ESG fondova. Prema već spomenutom istraživanju konzultantske kuće EY (2022), ključni upravitelji investicijskih fondova (77% ispitanika) svjesni su i predani, te se žele istaknuti kao predvodnici u poslovanju sukladnom ESG standardima u svim segmentima poslovanja. Prema istraživanju kuće Russell Investments (2023) ključni upravitelji investicijskih fondova smatraju kako je, da bi društvo za upravljanje fondovima bilo u potpunosti u skladu s ESG standardima upravljanja, potrebno uskladiti sve aspekte upravljanja – okolišni, društveni i upravljački.



Druga hipoteza pretpostavlja ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima pri odluci o ulaganju u ESG fondove prednost daju analizama na razini kompanije/sektora u odnosu na primarne podatke. Prema istraživanju van Duuren et. al. (2016) ESG ulaganje u Društvima usredotočeno je na različite nefinancijske dimenzije uspješnosti dionice. Najsnažnije ulaganje i napori se ulažu na utjecaj poduzeća na okoliš, društvenu dimenziju i upravljanje. Za svaku dimenziju prikupljaju se i analiziraju informacija o praksi i politikama tvrtke. Analizu koristi ključni upravitelj portfelja za izradu diverzificiranog portfelja, te je navedeno strukturirano tako da zadovolji minimalne standarde s obzirom na tri dimenzije. Glavne ESG strategije upravljana su negativan screening (tj. isključivanje određenih tvrtki ili industrija), pozitivan screening (tj. koncentriranje na određene industrije), ulaganje najbolje tvrtke u screening pool-u (tj. odabir najboljih 33 ili 25 % u vezi s ESG-om), aktivizam (podnošenje peticija i glasovanje na godišnjim općim skupštinama dioničara) i angažman (sastanak s Upravom poduzeća i pokušaj da ih se uvjeri da bolje rade na svojoj ESG strategiji upravljanja).

Treća hipoteza pretpostavlja da bi integriranje ESG standarda u investicijske strategije rezultiralo boljim financijskim performansama. Nadovezujući se na drugu hipotezu, u ovom kontekstu je potrebno napomenuti kako su, prema rezultatima istraživanja Galema et. al. (2008), očekivani prinosi na dionice koje su isključene iz portfelja zbog negativnih etičkih pitanja (tvrtke koje proizvode alkohol, duhan i igre na sreću) značajniji nego li prinosi na dionice u suprotnom slučaju. Ključni upravitelji ESG portfelja pokušavaju unaprijediti i financijske i društvene ciljeve društva. Navedeno može onemogućiti ključne upravitelje društava za upravljanje fondovima da traže visoke povrate prilagođene riziku i time povećava potencijalne troškove društava za upravljanje fondovima. Ako projekti koji generiraju pozitivne neto sadašnje vrijednosti za dioničare, kao i pozitivni vanjski učinak za druge dionike (npr. zdravije ili sigurnije okruženje ili veću društvenu koheziju na razini zajednice), tvrtka koja ulaže u takve projekte može imati više cijene dionica što zauzvrat znači i bolje rezultate ESG fonda (Renneboog et. al., 2008). Kontroverze se pojavljuju kada iznjedri kompromis između financijskih vrijednosti projekta i negativnih vanjskih učinaka (kao što je onečišćenje). Konkretno, ESG fond koji altruistički isključuje tvrtke zagađivače ili odabire tvrtke koje doprinose lokalnim zajednicama može imati slabije financijske rezultate (barem kratkoročno).

#### **1.4. Svrha i ciljevi istraživanja**

Temeljna svrha ovog rada je teorijski i empirijski istražiti stav, točnije spremnost i predanost ključnih upravitelja društava za upravljanje fondovima u RH za integriranje ESG standarda u investicijske strategije. Pri tome se želi istražiti jesu li ispitanici upoznati sa ESG standardima i pripadajućom regulativom, njihova procjena važnosti takvog ulaganja od strane društava za upravljanje fondovima, kao i utjecaj ulaganja u ESG fondove na tržište kapitala Republike Hrvatske. Ova problematika se prvo obrađuje s teorijskog aspekta, a zatim i kroz primarno empirijsko istraživanje putem anketnog upitnika.

Glavni cilj rada je identificirati stavove ključnih upravitelja društava za upravljanje fondovima Republike Hrvatske o integriranju ESG standarda u njihove investicijske strategije kako bi se definirala njihova spremnost i predanost ulaganju u ESG fondove, kao i informiranost o utjecaju takvog ulaganja za društvo za upravljanje fondovima i općenito tržište kapitala u RH.

### **1.5. Metode istraživanja**

Rad se sastoji od teorijskog i empirijskog dijela. U teorijskom dijelu, na temelju preuzete akademske literature istražiti će se analizirana problematika, s ciljem stvaranja šire slike o problemu istraživanja, pri čemu će se koristiti metode indukcije, dedukcije, analize, sinteze, deskripcije i klasifikacije.

U empirijskom dijelu provesti će se primarno anketno istraživanje te će se dobiveni podaci obraditi u statističkom i MS programu na temelju podataka prikupljenih anketiranjem. Anketni upitnik sastavit će se po uzoru na ankete obrađene u publikacijama konzultantskih kuća PwC (2022), Russel Investments (2023), te EY (2021) uz određene promjene kako bi u potpunosti odgovarao potrebama istraživanja. Prilagođeni anketni upitnik distribuirat će se ključnim djelatnicima (upraviteljima) društava za upravljanje fondovima Republike Hrvatske.

### **1.6. Doprinos istraživanja**

Postoji nedostatak empirijskih istraživanja i literature koja se odnosi na upravljanje ESG fondovima u Republici Hrvatskoj. S obzirom na navedeno, doprinos rada je adekvatna analiza investicijskog sektora u Republici Hrvatskoj o spremnosti ulaganja u ESG fondove, integriranje ESG standarda u investicijsku strategiju ulaganja društava za upravljanje fondovima, definiranje najnovijih trendova na tržištu kapitala, te regulatornog okvira koji se odnosi na ESG standarde izvještavanja, kao i sažimanje raznih izvora stručne literature u cilju adekvatnog istraživanja, definicije i analize upravljanja ESG fondovima u Republici Hrvatskoj.

### **1.7. Struktura diplomskog rada**

U uvodnom dijelu će se definirati problem i predmet rada. Također će se navesti ciljevi i svrha, istraživačke hipoteze, metode, doprinos istraživanja, struktura i sadržaj diplomskog rada. U drugom poglavlju teorijski će se obraditi i prikazati definicija investicijskih fondova i ESG strategije: struktura tržišta kapitala, regulatorni okvir pod kojim je definirana ESG strategija, te opis implementacije ESG strategije u društava za upravljanje fondovima. U trećem poglavlju predstaviti će se i analizirati investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj te njihova dosadašnja primjena ESG strategije kod njihovog upravljanja. U četvrtom dijelu analizirat će se i predstaviti empirijsko istraživanje o spremnosti društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj integriranje ESG standarda u njihovu investicijsku strategiju kroz rezultate anketnog upitnika podijeljenog ključnim upraviteljima u društvima za upravljanje fondovima. Peto poglavlje dati će zaključna razmatranja.

## **2. INVESTICIJSKI FONDOVI I ESG STRATEGIJA**

### **2.1. Investicijski fondovi i tržište kapitala**

Tržište kapitala je ključan segment financijskog tržišta i obuhvaća trgovinu financijskim instrumentima kako na uređenim tržištima, tako i izvan njih. Na tržištu kapitala najčešće se trguje dionicama i obveznicama s rokom dospijeca duljim od jedne godine. Dionice predstavljaju vlasničke vrijednosne papire koji daju pravo na udio u vlasništvu dioničkog društva, dok obveznice predstavljaju dužničke vrijednosne papire, odnosno dugovanje države ili tvrtke s obvezom isplate određenog novčanog iznosa zajedno s kamatom. Vrijednosni papiri mogu biti kratkoročni ili dugoročni, ovisno o roku dospijeca duga (Foley, 1993).

Prema Foleyu (1993), transparentnost je ključna karakteristika tržišta kapitala. To znači da su svi potrebni podaci za donošenje informiranih investicijskih odluka dostupni svima na jednak način. Tržišta kapitala imaju nekoliko važnih funkcija. Glavna funkcija tržišta kapitala je omogućavanje prijenosa sredstava od ekonomskih subjekata s financijskim viškom prema onima s financijskim manjkom. To se postiže prodajom vrijednosnih papira, poput dionica i obveznica, investitorima koji imaju viškove sredstava. Kao rezultat, poduzeća, vlade i vladine agencije imaju pristup većim količinama kapitala nego što bi im bilo dostupno da se oslanjaju isključivo na vlastite izvore. Na tržištu kapitala prisutan je velik broj sudionika koji stvaraju ponudu i potražnju, a oni se mogu kategorizirati u četiri glavne skupine: investitori i vlasnici kapitala, poduzetnici i korisnici kapitala, financijski posrednici te država. Primarni izdavatelji vrijednosnica na tržištu kapitala uključuju savezne vlade, lokalne vlasti i korporacije. Savezne vlade izdaju dugoročne obveznice kako bi financirale projekte poput izgradnje škola i zatvora, dok vlade ne izdaju dionice jer ne mogu prodati vlasnička prava. S druge strane, korporacije mogu izdavati i obveznice i dionice.

Postoji niz opcija za ulaganje nepotrošenog novca, uključujući štednju, kupnju nekretnina, plemenitih metala, umjetničkih djela, stranog novca, dionica, obveznica i druge instrumente (Foley, 1993). Svaka od ovih investicija ima svoje prednosti i nedostatke te je odabir ovisan o osobnim preferencijama i ciljevima. Dok neki investitori razmišljaju o ulaganju u dionice, obveznice ili strano valutu, često se suočavaju s nedostatkom znanja ili ne žele se baviti svakodnevnim praćenjem tržišta. U takvim slučajevima, investicijski fondovi predstavljaju korisnu alternativu. Oni su specijalizirani i stručno osposobljeni za upravljanje prikupljenim sredstvima i ostvarivanje prinosa, što omogućava investitorima da se usmjere na druge aspekte svojih financija.

Prema Mishkin i Eakins (2005) investicijski fondovi su financijski subjekti ili institucionalni ulagači koji prikupljaju sredstva od vlastitih ulagača te ih potom raspoređuju u različite oblike kratkoročnih i

dugoročnih ulaganja. Ovi fondovi na financijskom tržištu djeluju kao institucionalni ulagači. Kroz njih se prikupljaju financijska sredstva javnim ponudama i usmjeruju ih se prema ulaganjima u prenosive vrijednosne papire, nekretnine i depozite u raznim financijskim institucijama (Mishkin i Eakins, 2005).

Prema HANFA-i (Investicijski fondovi, 2024.), investicijski fond predstavlja oblik zajedničkog ulaganja. Kada investirate u udjele nekog investicijskog fonda, postajete suvlasnik zajedno s drugim investitorima koji su također kupili udjele u tom fondu. Novac koji se prikuplja na ovaj način koristi se za ulaganje prema unaprijed definiranoj strategiji od strane upravljačkog društva fonda.

Investicijski fondovi mogu se klasificirati u nekoliko vrsta (HANFA, Investicijski fondovi, 2024.):

- **UCITS fond** (eng. *Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*) je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom. Ovi fondovi prikupljaju sredstva od svih zainteresiranih investitora, bilo da su mali ili profesionalni. UCITS fondovi su namijenjeni širokom krugu investitora i regulirani su zakonima koji osiguravaju zaštitu ulagatelja, uključujući pravila o dopuštenim ulaganjima i ograničenjima kako bi se zaštitili investitori bez specifičnih financijskih znanja.

- **Alternativni investicijski fond (AIF)** prikuplja sredstva od investitora putem javne ili privatne ponude. Ovi fondovi mogu ulagati u financijske instrumente poput UCITS fondova, ali također imaju mogućnost ulaganja u rizičnije vrste imovine. AIF-ovi nude širi spektar investicijskih opcija, uključujući kompleksne i visokorizične vrijednosne papire. Namijenjeni su profesionalnim i kvalificiranim investitorima; profesionalni investitori uključuju financijske institucije poput banaka i društava za osiguranje, dok su kvalificirani investitori mali investitori s dovoljno iskustva i stručnog znanja za razumijevanje rizika. AIF-ovi imaju pravila fonda koja uređuju sve karakteristike, prava i obveze fonda i investitora, dok samo određene vrste AIF-ova imaju prospekte.

AIF-ovi mogu biti otvoreni ili zatvoreni, neovisno o vrsti ponude. Otvoreni AIF-ovi u Hrvatskoj nemaju pravnu osobnost, dok zatvoreni imaju (osnovani kao dionička društva ili društva s ograničenom odgovornošću). Udjeli otvorenog AIF-a i zatvorenog AIF-a u obliku dioničkog društva mogu se nuditi javnom ili privatnom ponudom, dok se udjeli zatvorenog AIF-a u obliku društva s ograničenom odgovornošću mogu nuditi samo privatnom ponudom. Stoga, za razliku od UCITS fondova, nisu dostupni široj javnosti već samo kvalificiranim ili profesionalnim investitorima.

Otvoreni AIF s javnom ponudom ima sličnosti s UCITS fondom u pogledu dokumentacije, promidžbe, učestalosti izračuna neto imovine i cijene udjela, te u pogledu prihvaćenih investitora. Međutim, za razliku od UCITS fondova, AIF s javnom ponudom može ulagati u vrste imovine koje UCITS fondovi ne smiju i preuzimati veće rizike.

Zatvoreni AIF može biti osnovan kao dioničko društvo ili društvo s ograničenom odgovornošću. Ako je osnovan kao dioničko društvo, može se nuditi i javnoj i privatnoj ponudi, a dionicama se može trgovati na uređenom tržištu (burzi), gdje će cijena ovisiti o ponudi i potražnji. Zatvoreni AIF-ovi mogu ulagati u različite vrste imovine s manje ograničenja nego UCITS fondovi, a neki od njih mogu biti specijalizirani za ulaganje u nekretnine kao što su zemljišta, zgrade i srodna društva.

## **2.2. ESG strategija: Regulatorni okvir**

Pandemija Covid-19 je potaknula spoznaju kako je globalni, pa tako i financijski sustav, iznimno podložan i ovisan o promjenama koje su prisutne u globalnom prirodnom sustavu. Kao rezultat promjena, tržišni i investicijski lideri igraju ključnu ulogu u oblikovanju budućnosti poslovanja implementirajući politike i prakse održivosti. Ključni događaj i prekretnica u kolektivnom razmišljanju na globalnom financijskom tržištu je bio Pariški sporazum.

### *2.2.1. Pariški sporazum*

Na Konferenciji Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama (eng. UN Climate Change Conference, COP21) u Parizu koji je održan 12. prosinca 2015., stranke koje su potpisale Konvenciju o Okviru za klimatske promjene UN-a (eng. United Nations Framework Convention on Climate Change, UNFCCC) postigle su značajan sporazum o borbi protiv klimatskih promjena te o ubrzanju i intenziviranju radnji i ulaganja potrebnih za održivu budućnost zemlje s niskim emisijama ugljika.

Središnji cilj Pariškog sporazuma je ojačati globalni odgovor na prijetnju klimatskih promjena, zadržavanjem rasta globalne temperature u ovom stoljeću znatno ispod 2 stupnja Celzijusa, u odnosu na predindustrijske razine, i nastaviti s naporima da se porast temperature još više ograniči na 1,5 stupnjeva Celzijusa. Dodatno, cilj sporazuma je povećati sposobnost zemalja da se nose s utjecajima klimatskih promjena i usklađivanje financijskih tokova u ulaganja s niskim emisijama stakleničkih plinova i klimatski pozitivnim utjecajem. Kako bi se postigli ovi ambiciozni ciljevi, potrebno je uspostaviti odgovarajuću mobilizaciju i osiguranje financijskih resursa, novi tehnološki okvir i pojačanu izgradnju kapaciteta, čime se najviše podupire djelovanje u zemljama u razvoju i najranjivijim zemljama, u skladu s njihovim nacionalnim ciljevima.

Zbog svega navedenog, Pariški sporazum je potaknuo globalni financijski sektor, regulatore i financijske institucije u određivanju transparentnog okvira koji će omogućiti svim akterima na financijskom tržištu poslovanje sukladno globalnim ciljevima održivosti.

### *2.2.2. Regulatorni okvir Europske Unije o održivom financiranju*

Regulatorni okvir EU o održivom financiranju uključuje **Regulativu o izvještavanju o održivom financiranju (eng. Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR), Uredbu o EU Taksonomiji, Direktivu o izvješćivanju o održivosti poduzeća i Regulativa o ESG rejtingu**. Regulatorna tijela također

trenutačno dovršavaju pregovore za novu Direktivu o održivoj dubinskoj analizi poduzeća (eng. *Corporate Sustainable Due Dilligence Directive*) i predloženu Uredbu o transparentnosti i integritetu ESG aktivnosti ocjenjivanja.

a) *Regulativa o izvještavanju o održivom financiranju*

Regulativa o izvještavanju o održivom financiranju (u nastavku rada SFDR) na snazi je od 2021. godine. SFDR uređuje zahtjeve za objavljivanje u vezi s održivošću za sudionike na financijskim tržištima, što uključuje i investicijske tvrtke te druge pružatelje financijskih usluga i financijske konzultante. SFDR zahtjeva od sudionika na financijskim tržištima i financijskih konzultanata da na svojim web stranicama javno objavljuju informacije o svojim politikama o integraciji rizika održivosti u proces donošenja odluka o ulaganju ili u svoje investicijske savjete.

Dodatno, sudionici na financijskim tržištima i financijski konzultanti su, prema SFDR zahtjevima, primorani objaviti izjavu smatraju li da njihove investicijske odluke imaju negativan utjecaj na čimbenike održivosti, glavni nepovoljan utjecaj svojih odluka o ulaganju ili savjeta o ulaganju na čimbenike održivosti definirane Regulativom na eksterne rizike održivosti (ekološki, društveni ili upravljački (ESG) događaji ili uvjeti koji bi, ako se dogode, mogli uzrokovati stvarni ili potencijalni materijalni negativan učinak na vrijednost ulaganja) i čimbenike koji imaju negativan utjecaj na čimbenike održivosti (negativni vanjski učinci na ESG uvjete). Uredba također pojašnjava moguće pozitivne učinke ulaganja na održivost.

Provedba SFDR-a bila je šok i za ulagače i za investitore. Istraživanje Spaans et al. (2024) proučava posljedice obveznog objavljivanja podataka o održivom financiranju (SFDR) na tokove novca i investicijsko ponašanje uzajamnih fondova. Dokazi istraživanja ističu kako mali (eng. *retail*) ulagači doista pozitivno reagiraju na oznaku o održivosti fonda. S druge strane, veliki (eng. *institutional*) ulagači imaju tendenciju koristiti sofisticiranija mjerila. Sukladno tome, vidi se da veliki ulagači slabije reagiraju na definirane oznake SFDR. Istraživanje je usmjereno na investicijske fondove, te nalaže kako bi regulativa o obveznom objavljivanju podataka definiranih SFDR potaknula upravitelje fondova da smanje svoj intenzitet emisija ugljika i podignu svoju ESG ocjenu.

SFDR također ima nekoliko ograničenja i nedostataka. To uključuje nedostatak odgovornosti i stroge zahtjeve za ograničavanje štete povezane s odlukama o ulaganju, korištenje teško mjerljivih definicija i ciljeva za održivu izvedbu investicija, kao što su angažman, politike dubinske analize i investicijske strategije, što dodatno komplicira procjenu ulagača. Naposljetku, složene i široke definicije ključnih pojmova SFDR-a daju previše prostora za poticanje *greenwashing-a* (Becker et. al., 2021).

SFDR je predstavila Europska komisija, zajedno s Uredbom EU o Taksonomiji i Uredbom o referentnim vrijednostima niskih emisija ugljika, kao dio paketa zakonodavnih mjera koje proizlaze iz Akcijskog plana Europske komisije o održivom financiranju.

#### *b) Uredba EU o taksonomiji*

Uredba EU o taksonomiji ključni je dio održivog financijskog okvira EU-a i važan alat za transparentnost tržišta. Podupire i usmjeravanja ulaganja u gospodarske aktivnosti koje su najpotrebnije za tranziciju financijskog tržišta ka ciljevima Europskog zelenog plana. Uredba je klasifikacijski sustav koji definira kriterije za gospodarske aktivnosti koje su usklađene s neto nultom (eng. *net-zero*) putanjom do 2050. i šire ekološke ciljeve osim klime, poput ESG strategije razvoja ekonomskog tržišta (Europska komisija, 2024).

Uredba EU o taksonomiji postavlja četiri opća kriterija kojih se sudionici financijskog tržišta svojim aktivnostima moraju pridržavati ako žele biti ekološki održivi. Prvi kriterij je da aktivnost mora pridonositi jednom ili više od 6 definiranih okolišno održivih kriterija. Navedeni kriteriji su ublažavanje klimatskih promjena, prilagodba klimatskim promjenama, održivo korištenje i zaštita voda i mora, prijelaz na kružno gospodarstvo, sprječavanje i kontrola onečišćenja okoliša te zaštita i obnova bioraznolikosti i ekosustava. Drugi kriterij je da aktivnost s druge strane ne smije značajno naštetiti niti jednom od okolišno održivih kriterija. Treći kriterij se odnosi na socijalni i upravljački aspekt ESG standarda, ne samo okolišni. Uredbom EU o taksonomiji minimalni zahtjevi koji se odnose na socijalne standarde ipak bi trebali biti osigurani poštivanjem međunarodnih načela ljudskih i radnih prava. Početni prijedlog Komisije stoga je uključivao mjere zaštite povezane s osam temeljnih konvencija utvrđenih Deklaracijom Međunarodne organizacije rada o temeljnim pravima i načelima na radu (eng. *International Labour Organisation's declaration on Fundamental Rights and Principles at Work*). To uključuje standardna radna prava kao što su sprječavanje prisilnog rada, sloboda udruživanja u sindikate i pravo radnika na organiziranje i kolektivno pregovaranje, jednaka plaća za muškarce i žene te sprječavanje dječjeg rada. Četvrti kriterij se odnosi na tehničke standarde provjere za svaki od okolišnih kriterija.

Iako Uredba EU o taksonomiji nedvojbeno predstavlja veliki korak prema koherentnom održivom okviru financiranja EU-a, nameću se sljedeći izazovi usprkos nametanju održivih standarda ovom Uredbom, a to su: nedostaci i dostupnost ESG podataka, nepostojanje taksonomije koja uključuje sva tri ESG kriterija i još uvijek otvorenu mogućnost za *greenwashing*.

Sama Uredba EU o taksonomiji uključuje tri skupine obvezanih korisnika: EU i njezine države članice, sudionike na financijskim tržištima koji nude financijske proizvode i određene velike tvrtke (poduzeća koja podliježu obvezi objavljivanja (konsolidiranog) nefinancijskog izvješća). Samim time, manje tvrtke,

koje same ne mogu prikupiti i objaviti potpune podatke, biti će izostavljene iz razmatranja sudionika na financijskom tržištu za određene financijske proizvode. U drugim slučajevima, sudionici na financijskom tržištu morat će se osloniti na vlastite podatke i/ili pružatelje podataka treće strane, kao što su rejting agencije. Također je važno istaknuti kako okolišna održivost nije u potpunosti mjerljiva. Mjere okolišne održivosti odražavaju trenutno stanje okruženja, no ne uzimaju u obzir stanje okruženja u tranziciji. Taj problem je, u slučaju Uredbe, riješen obveznim objavljivanjem kvalitativnih, ne kvantitativnih informacija o održivosti (Och, 2020.)

Sljedeći problem je pridavanje veće važnosti okolišnom aspektu ESG kriterija. Trenutačna Uredba EU o taksonomiji definira samo okolišno održive aktivnosti i osigurava usklađenost s minimalnim društvenim ili upravljačkim kriterijima, ali se ne bavi društvenim aspektima ili aspektima upravljanja kao neovisnim kriterijima. Zbog svog širokog opsega, Uredba svojom definicijom „zelenih“ ulaganja zapravo ne uspijeva spriječiti te umjesto toga uključuje više vrsta proizvoda kao „zelene“. Mnogi "zeleni" proizvodi prema Uredbi sastoje se od nekoliko različitih aktivnosti poduzeća. Ulagaču bi tako bilo teško odrediti razinu održivosti ulaganja kada su dijelovi financijskog proizvoda deklarirani kao usklađeni s taksonomijom, a ostatak ostaje nedefiniran i može sadržavati aktivnosti štetne za okoliš, što otvara mogućnost sivim zonama ulaganja u proizvode koji i nisu u potpunosti održivi i sukladni ESG standardima. (Pacces, 2021)

### *c) Direktiva o izvješćivanju o održivosti poduzeća*

Europska komisija (2019) je također u prosincu 2019. donijela „Europski zeleni plan“ („zeleni plan“) kojim se obvezala Uniju preobraziti u moderno, resursno učinkovito i konkurentno gospodarstvo bez neto emisija stakleničkih plinova do 2050. Ciljevi plana su kao takvi zaštita, očuvanje i povećanje prirodnog kapitala Unije te zaštita zdravlja i dobrobiti građana od rizika i učinaka povezanih s okolišem. Ciljevi Plana su iznjedrili novu direktivu: Direktiva o izvješćivanju o održivosti poduzeća, kako bi se, za ostvarenje ciljeva Plana, mogli prikupiti relevantni, usporedivi i pouzdani podaci o održivosti poduzeća.

Uredba o EU taksonomiji cilja na okolišnu održivost prije svega, no Direktiva o izvješćivanju o održivosti poduzeća definira i uvodi zahtjeve za objavu podataka o okolišnim, društvenim i upravljačkim (ESG) kriterijima održivosti, te određuje minimalne standarde i referentne vrijednosti za sve sudionike EU tržišta. Do sada se Direktiva odnosila na dobrovoljno izvještavanje o održivosti poduzeća, no od 1. siječnja 2024. godine njezina primjena postaje obvezna za sve velike europske tvrtke s preko 500 zaposlenih, kao i za srednje i male tvrtke, osim mikro poduzeća, čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu u Europskoj Uniji. Redovita godišnja izvješća u digitalnom obliku sastavljaju društva te ih objavljuju na svojim i drugim internetskim stranicama pojedinih središnjih registara, a članovi upravnih, upravljačkih i nadzornih tijela društava odgovorni su za izradu i objavu



izvješća društava kćeri. Izvješća o postignutoj održivosti trebaju biti usklađena s Uredbom EU o taksonomiji (EU 2020/852) koja uspostavlja sustav okolišnih ciljeva, klasifikacije okolišno održivih gospodarskih aktivnosti.

Klimatske informacije odnosit će se na fizičke i druge rizike povezane s klimatskim promjenama, ali i na otpornost društva na različite klimatske scenarije i planove prilagodbe klimatskim promjenama. U socijalnom stupu održivosti standardi bi trebali uključivati informacije o uvjetima rada, uključenosti socijalnih partnera u poslovanje, radnička vijeća i kolektivno pregovaranje (razmjena relevantnih informacija, načini dobivanja i provjere informacija o održivosti), rodnu i druge oblike ravnopravnosti, nediskriminacija u pogledu plaća, rodne raznolikosti, uključenosti (npr. o uključenosti radnika u upravne i nadzorne odbore), o ljudskim pravima (npr. uključujući informacije o prisilnom i dječjem radu). Što se tiče stupa održivosti upravljanja, standardi bi trebali uključivati informacije o ulozi i doprinosu administrativnih, upravljačkih i nadzornih tijela tvrtke u pogledu pitanja održivosti, stručnom znanju i vještinama potrebnim za ispunjavanje te uloge ili pristupu takvih tijela prema stručnom znanju i vještinama u vezi s održivošću, postojanju politika tvrtke za poticanje članova tih tijela da se usredotoče na održivost i informacijama o internoj kontroli tvrtke i sustavima upravljanja rizicima u vezi s postupkom izvješćivanja o održivosti (Odoabaša i Marošević, 2023).

#### *d) Regulatorna o ESG rejtingu*

Kao popratni dio Europskog zelenog plana, Europska komisija (2021) je provela studiju o ocjenama, podacima i istraživanju vezanim uz održivost, kako bi se sagledao razvoj događaja na tržištu proizvoda i usluga povezanih s održivošću u kojoj su se identificirali glavni tržišni sudionici i istaknuli potencijalni nedostaci zelenog plana. Studija je istaknula postojanje sukoba interesa, nedostatak transparentnosti i točnosti metodologija ocjenjivanja okoliša, društva i upravljanja (ESG kriterija) te nedostatak jasnoće terminologije i rada ESG rejting agencija.

Kao odgovor na nedostatke, Europska komisija je u obnovljenoj strategiji održivog financiranja najavila javno savjetovanje o ESG ocjenama koje će se uključiti u procjenu učinka. U javnom savjetovanju koje je održano 2022. dionici su potvrdili zabrinutost u vezi s nedostatkom transparentnosti ESG metodologija i ciljeva ocjenjivanja i jasnoće u vezi s ESG ocjenjivačkim aktivnostima. Budući da je povjerenje ključno u funkcioniranju financijskih tržišta, potrebno je bilo hitno riješiti takav nedostatak transparentnosti i pouzdanosti ESG rejtinga.

Prijedlog ima za cilj poboljšati pouzdanost, usporedivost i transparentnost ESG ocjena. Točnije, cilj mu je poboljšati kvalitetu informacija o ESG ocjenama, poboljšanjem transparentnosti karakteristika i metodologija ESG ocjena i osiguranjem veće jasnoće u radu pružatelja ESG ocjena i sprječavanjem rizika sukoba interesa na razini pružatelja ESG rejtinga (Europska Komisija, 2024).

Učinkovitost regulatornog okvira za održivi razvoj financijskog okruženja zahtijeva suradnju između države, vlade, organizacija, poduzeća i pojedinaca na financijskom tržištu. Kao takav, potrebno je da financijski akteri implementiraju strategiju koja u ravnoteži ima sve aspekte ESG strategije definirane globalnim, točnije EU regulatornim okvirom, što podrazumijeva okolišno, društveno i upravljačko blagostanje financijskog tržišta zemlje.

### **2.3 Implementacija ESG strategije u društvima za upravljanje fondovima**

Cilj investitora koji brinu o globalnoj ESG strategiji je investiranje u dionice kompanija koje su pokazale spremnost da poboljšaju svoj učinak u sva tri područja ESG-a. Zbog navedenog, svjetska investicijska društva su prepoznala važnost uključivanja ESG strategije u svoje već postavljene investicijske strategije.

Dobri primjeri iz prakse uključuju implementaciju ESG strategije u velikim svjetskim investicijskim društvima poput Morgan Stanley Grupe. Morgan Stanley je bio uključen u prvo korporativno zeleno izdavanje obveznica u 2013. godini, te je još i danas aktivan u održivom tržištu kapitala. U njihovom ESG izvještaju za 2022. godinu ističu kako kontinuirano i predano rade na integraciji i pružanju transparentnog okvira u provođenju ESG strategije za svoje klijente. Kako bi to postiglo, društvo ističe važnost kreiranja ESG upravljačkog tima koji bi, kao takav, pratio, savjetovao i izvještavao o dobroj globalnoj i ESG praksi društva. Morgan Stanley Grupa u svom ESG izvještaju ističe kako postoji i aktivno se radi na strategiji za svaki od 3 aspekta ESG strategije, te za svaki aspekt postoji pod-tim koji je zadužen za navedeni aspekt u društvu (Morgan Stanley Group, ESG Report, 2023).

Ključna investicijska strategija sastoji se od ulaganja koje nastoji stvoriti tržišne povrate uz pozitivan društveni i ekološki učinak na jedan ili više od sljedećih načina:

1. ESG integracija - Razmatra okoliš, društvenu zajednicu i upravljanje (ESG) kroz korporativne prakse u procesu ulaganja,
2. Restriktivna provjera investicija - Smanjivanje izloženosti tvrtkama koje umanjuju planirani pozitivan učinak na okoliš, društvo i upravljanje,
3. Tematska rješenja - fokusiranje na tvrtke čiji proizvodi i usluge doprinose održivim rješenjima,
4. Kreiranje tržišta – Nastojanje u utjecaju na industriju kroz suradničke veze i usvajanje globalnih okvira,
5. Aktivno upravljanje – aktivni angažman menadžmenta, postavljanje strategije, glasanje putem opunomoćenika, podnošenje rješenja, popunjavanje mjesta u odborima i još mnogo toga kako bi se promijenilo ponašanje društava za upravljanje fondovima kako bi se ostvario bolji društveni i ekološki ishod, te
6. Raznovrsno (rodno, nacionalno i rasno) zastupanje među investicijskim profesionalcima.

Klijentima je omogućeno praćenje imovine (do 2022. godine približno 68 milijardi dolara imovine) pomoću posebne platforme (Morgan Stanley IQ), kako bi upravljali imovinom uz posebne ciljeve utjecaja, koji obuhvaćaju teme kao što su klimatske akcije, rodna perspektiva, rasna jednakost i ostalo.

Platforme za praćenje održivih investicija, kao što je već spomenuta IQ platforma Morgan Stanley-a, već je dobro poznata praksa globalnih lidera u upravljanju investicijskim fondovima. Platforma o održivom investiranju društva za upravljanje fondovima (eng. *BlackRock Sustainable Investing Platform*) prati investicijsku strategiju društva, a ona se odnosi na:

1. razumijevanje investicijskih ciljeva klijenata i pružanje izbora za zadovoljenje njihovih potreba,
2. traženje najboljih prinosa prilagođenih riziku u okviru smjernica danih od strane klijenata, i
3. podupiranje svog rada istraživanjem, podacima i analitikom.

Kao i u slučaju Morgan Stanley-a, investicijski timovi i poslovni menadžment u BlackRock-u primarni su vlasnici rizika i prva linija obrane. Također, oformljen je poseban tim za ESG i rizik održivosti koji procjenjuje investicijske rizike, uključujući financijski značajne ekološke, društvene i upravljačke rizike kao dio redovitih procesa upravljanja rizicima i, gdje je primjenjivo, tijekom redovitih pregleda s upraviteljima portfelja. To osigurava da su takvi rizici shvaćeni, namjerni i u skladu s ciljevima klijenta. Treća linija obrane odnosi se na odjel interne revizije koji neovisno procjenjuje primjerenost i učinkovitost okruženja interne kontrole BlackRock-a za poboljšanje procesa upravljanja rizikom, kontrole i upravljanja.

Primarni cilj društava za upravljanje fondovima jest pomoći klijentima u postizanju njihovih ciljeva i prioriteta održivosti. Usprkos strategijama globalnih i europskih društava za upravljanje fondovima, situacija na hrvatskom financijskom tržištu uvelike se razlikuje i zahtjeva spremnost i uključenost glavnih aktera u investiranju novca, vremena i strpljenja u oblikovanju ESG pozitivnog financijskog okoliša.

### 3. UPRAVLJANJE ESG FONDOVIMA U REPUBLICI HRVATSKOJ

#### 3.1. Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj

Prvi investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj pojavljuju se razvojem hrvatske te osnivanjem i ustrojem Komisije za vrijednosne papire (1995) i Središnje depozitarne agencije (1997). Prvo društvo za upravljanje fondovima osnovano je 1997. godine, pod nazivom Fondinvest, te je iste godine osnovalo prvi otvoreni investicijski fond s javnom ponudom u Republici Hrvatskoj, zvan KD Victoria. (KD Investments, 2007)

Hrvatsko tržište investicijskih fondova ponajprije pokreću velike bankarske grupacije, koje osnivanjem društava za upravljanje fondovima i otvorenim investicijskim fondovima proširuju ponudu svojih proizvoda. Kako bi se društvima za upravljanje fondovima i samom tržištu kapitala osiguralo transparentno poslovanje i rast, potrebno je definirati supervizorska tijela i adekvatnu zakonsku regulativu. Društva za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj regulirana su Direktivama EU spomenutim i definiranim u poglavlju 2.2. ovog rada, te lokalnom regulativom, a to su Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (NN br. 44/16, 126/19 i 110/21), Zakon o alternativnim investicijskim fondovima (NN 21/18, 126/19 i 110/21) te Zakon o tržištu kapitala (NN br. 65/18, 17/20, 83/21).

#### Tablica 1.

*Društva registrirana za upravljanje UCITS fondovima u Republici Hrvatskoj u 2024. godini prema HANFA-i*

| Br. | Naziv Društva  |
|-----|--|
| 1   | ALTERNATIVE INVEST d.o.o.  |
| 2   | Erste Asset Management d.o.o.  |
| 3   | Eurizon Asset Management Croatia d.o.o.  |
| 4   | Global Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima |
| 5   | HPB Invest, društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje UCITS fondovima            |
| 6   | INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.   |
| 7   | OTP INVEST d.o.o.  |
| 8   | Raiffeisen Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje UCITS fondovima      |
| 9   | ZB INVEST d.o.o.   |

Izvor: <https://hanfa.hr/registri/investicijski-fondovi/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima/>

U Republici Hrvatskoj je, do kolovoza 2024. godine, u registar društava za upravljanje fondovima registrirano 24 društva, od kojih je 9 registrirano za upravljanje UCITS, a 15 za upravljanje alternativnim

investicijskim fondovima (Tablica 1. i 2.). (HANFA, Registar društava za upravljanje fondovima, 2024.) Društva za upravljanje fondovima u RH su u 2024. upravljala sa 119 UCITS i 46 alternativna investicijska fonda. Također, u Republici Hrvatskoj trenutno postoji i jedan poseban fond, a to je „Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji“ kojim upravlja INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o. društvo za upravljanje fondovima.

## Tablica 2.

*Društva registrirana za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj u 2024. godini prema HANFA-i*

| Br. | Naziv Društva  | Kategorija |
|-----|--|------------|
| 1   | ALTERNATIVE INVEST d.o.o.  | veliki     |
| 2   | CGS Capital d.o.o. za osnivanje i upravljanje alternativnim investicijskim fondovima     | srednji    |
| 3   | Erste Asset Management d.o.o.  | veliki     |
| 4   | FARVE PRO INVEST d.o.o.  | veliki     |
| 5   | FEELSGOOD CAPITAL PARTNERS d.o.o.  | mali       |
| 6   | Global Invest društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima | veliki     |
| 7   | GO INVEST d.o.o.   | mali       |
| 8   | HRVATSKO MIROVINSKO INVESTICIJSKO DRUŠTVO d.o.o.   | veliki     |
| 9   | Inspire Investments d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima         | veliki     |
| 10  | INTERCAPITAL ASSET MANAGEMENT d.o.o.   | veliki     |
| 11  | Invera Equity Partneri d.o.o.  | veliki     |
| 12  | Mathematica Capital Partners d.o.o.  | mali       |
| 13  | Maverick Wealth Management d.o.o. za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima  | srednji    |
| 14  | MEZZANINE PARTNERS d.d.  | srednji    |
| 15  | N3 Capital Partners d.o.o.   | mali       |
| 16  | NEXT INVEST d.o.o.   | srednji    |
| 17  | PROSPERUS - INVEST d.o.o.  | srednji    |
| 18  | SQ CAPITAL društvo s ograničenom odgovornošću za upravljanje investicijskim fondovima    | veliki     |
| 19  | WHITE BRIDGE ASSET MANAGEMENT d.o.o.   | mali       |

Izvor: <https://hanfa.hr/registri/investicijski-fondovi/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima/>

Navedena društva za upravljanje fondovima, dio su udruženja investicijskih fondova RH u sklopu Hrvatske gospodarske komore pod nazivom Udruženje društava za upravljanje fondovima, osnovanim 2004. godine, čiji je cilj promicanje, zaštita interesa industrije investicijskih fondova, unapređenje i razvoj hrvatskog tržišta kapitala, te samim time razvoj financijskog tržišta RH u cjelini (HGK, 2024). Iste je godine Udruženje donijelo Kodeks poslovanja društava za upravljanje fondovima kako bi podigli opću

kvalitetu, transparentnost i stručnost poslovanja društava, u skladu s moralnim, ekonomskim i stručnim pravilima sektora.

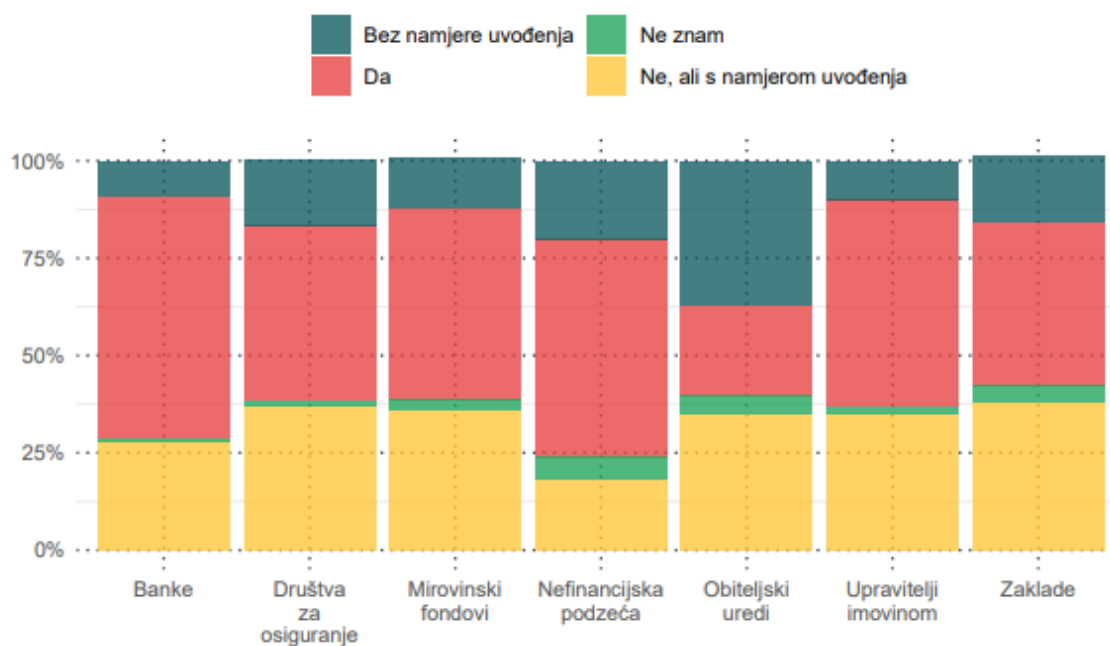
Ukupna imovina UCITS fondova u RH na kraju veljače 2024. iznosila je 2,4 mlrd. Eura, te je u odnosu na isto razdoblje prethodne godine porasla za 15,5 posto. Dodatno, u rujnu 2023. godine 247 tisuća građana imalo je udjele u UCITS fondovima, a prosječno ulaganje je iznosilo 6.589 eura. Vidljiv je značajan rast investicija u fondove hrvatskih društava za upravljanje u 2024. godini, no želja i cilj društava, kao i predsjednika Udruženja investicijskih i mirovinskih fondova RH za buduće poslovanje je da se „kroz širok spektar strategija fondova, koji su sve više orijentirani na promoviranje okolišnih i socijalnih čimbenika te u kombinaciji s digitalnim kanalima građanima, učiniti tržište kapitala što pristupačnijim i atraktivnijim“ (HGK, 2023).

### **3.2. Primjena ESG strategije u društvima za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj**

HANFA (2021) je u 2020. godini provela istraživanje tržišta RH u području razvoja ESG strategije kao okosnice korporativnog upravljanja. Isticanje ključne EU regulative u području ESG izvještavanja, rizika povezanog s održivosti i njegovom značaju za globalno gospodarstvo, te njegova energetska neutralnost, samo su neki od ključnih ciljeva i problematika koje utječu na financijsko tržište RH. Sukladno navedenom, fokus regulatora i aktera na hrvatskom financijskom tržištu je provođenje efikasne zelene i digitalne tranzicije. U sklopu istraživanja, proveden je upitnik o implementaciji ESG politike financijskih institucija RH. Struktura ulagatelja prema implementiranim ESG politikama prikazana je na Slici 1.

## Slika 1.

Struktura ulagatelja prema implementiranim ESG politikama, u %



Izvor: HANFA, 2021.

Iz Slike 1. vidljivo je kako banke prednjače u implementaciji ESG politika, sa otprilike 70% banaka RH. Nešto više od 25% banaka ne implementira ESG politiku, ali je u namjeri provođenja implementacije. Samo nešto više od 20% banaka RH nema namjeru implementiranja ESG politike. Drugi po redu u implementaciji ESG politika su nefinancijska poduzeća i upravitelji imovinom, s otprilike istim postotkom od 50% poduzeća koji implementiraju ESG politiku. Namjeru uvođenja ESG politike ima otprilike 40% upravitelja imovinom, dok u nefinancijskim poduzećima tu namjeru ima samo otprilike 20% ispitanih poduzeća.

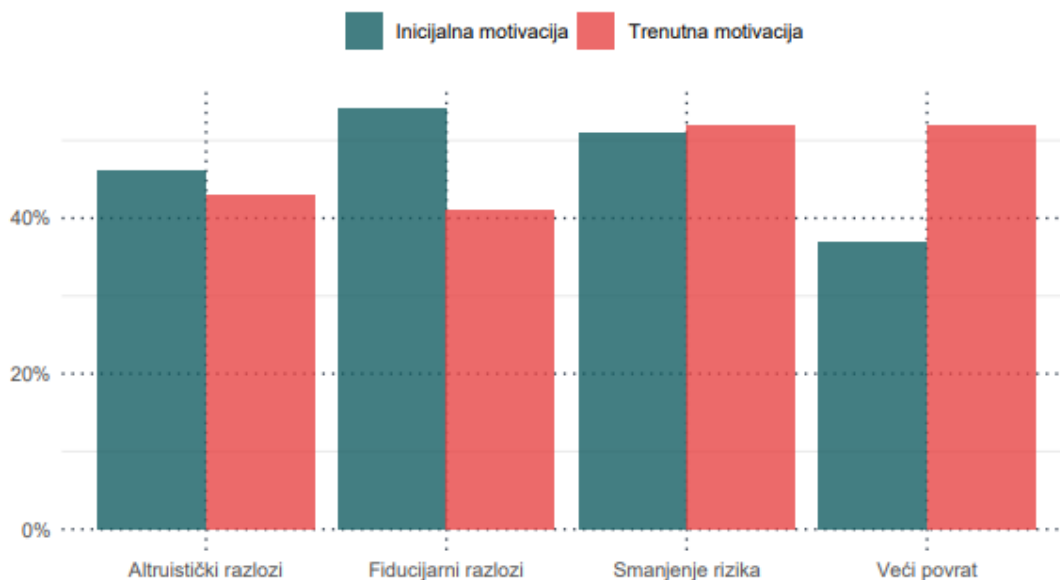
HANFA je također u svom ispitivanju, temeljenom na istraživanju tvrtke Investco Ltd. (2022), preispitala motivaciju fondova 20 država najvećih zagađivača ugljikom, za usvajanjem ESG politike u njihovom društvu, prema inicijalnoj i trenutnoj motivaciji za uvođenjem. Inicijalna motivacija većine državnih fondova, oko 70% ispitanika, bila je zbog fiducijarnih razloga<sup>1</sup>, dok je najmanje ispitanika odgovorilo kako im je inicijalna motivacija bila veći povrat. Iz grafikona je vidljivo kako je smanjenje rizika na istoj razini i kod inicijalne i trenutne motivacije ispitanika, oko 50% ispitanika, dok su altruistički razlozi inicijalna motivacija za otprilike 60% ispitanika, dok su trenutna motivacija za oko 50% ispitanika.

<sup>1</sup> fiducija (lat. *fiducia*: povjerenje; zalog), u rim. pravu, ugovor koji nastaje tako što jedna stranka, fiducijant (*fiducians*), predaje drugoj stranci, fiducijaru (*fiduciarus*), neku stvar u vlasništvo, a fiducijar se obvezuje vratiti tu istu stvar u vlasništvo fiducijantu nakon isteka određenog roka ili ispunjenja određenog uvjeta (Hrvatska enciklopedija, 2024)

Fiducijarni razlozi i veći povrat imaju vidljivo suprotnu inicijalnu i trenutnu motivaciju. Fiducijarni razlozi su najveći kod inicijalne motivacije državnih fondova u uvođenju ESG politika, dok se taj razlog s vremenom smanjuje pa motivacija državnih fondova postaje veći povrat, što nije slučaj kod inicijalne motivacije uvođenja ESG politika. (Slika 2)

**Slika 2.**

*Motivacija državnih fondova za usvajanjem ESG politike, u %*



Izvor: HANFA, 2021.

Pregledom izvješća i politika društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, u RH ih je registrirano 9, vidljivo je kako 33% (3 od 9) društava na svojim internetskim stranicama nema javno objavljen dokument u ESG politici društva, što znači da 60% (6 od 9) društava ima implementiranu i javno objavlvenu ESG politiku. Većina navedenih društava dio je europske ili globalne grupacije, pa samim time društvo matično objavljuje ESG ili izvještaj o održivosti za cijelu grupu.

Jedan od takvih društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom je Erste Asset Management (EAM) koji je u 2024. godini upravljao s 80 održivih fondova. Njihova investicijska strategija proizvoda u poseban fokus stavlja rizik održivosti, kao i sva tri kriterija ESG-a. Kako bi navedeno bilo moguće, EAM primjenjuje svoj interni model ocjenjivanja i platformu – ESGenius – koja omogućava upraviteljima portfelja pristup svim relevantnim ESG informacijama o proizvodima. Ocjenjivanje se provodi pomoću sljedećeg:



1. redovnog pregleda kvantitativnih specifikacija i ograničenja u upravljanju rizicima uz pomoć pozitivnih i negativnih lista,
2. dodatnih (kvantitativnih) procjena u upravljanju rizicima u svrhu provjere vjerodostojnosti,
3. pregleda procesa i dokumentacije u redovnom postupku revizije od strane kontrolnih funkcija,
4. implementacije i objave relevantnih scenarija testa na otpornost rizika.

**Slika 3.**

*Erste Asset Management ESG alat za pomoć pri odabiru proizvoda*



Izvor: Erste Asset Management

EAM koristi različite ESG alate za pomoć pri odabiru proizvoda (prikazano na Slici 3). Upotreba alata određuje se na temelju investicijske strategije i potencijalnog rizika ESG-a za svaki pojedini investicijski fond. Na primjer, minimalni standardi predstavljaju osnovne zahtjeve održivosti za upravljanje fondovima društva. Ukoliko se radi o ulaganju u poduzeće koje se bavi proizvodnjom i trgovinom oružjem, navedeno se isključuje iz strategije ulaganja.

Još jedan od dobrih primjera na hrvatskom tržištu ulagatelja u investicijske fondove, vezano za ESG strategiju upravljanja, je Eurizon Asset Management Croatia d.o.o. (u nastavku Eurizon). Kao i EAM, Eurizon već primjenjuje ESG strategiju i interno ocjenjivanje kod razmatranja rizika održivosti. Društvo ima posebnu metodologiju odabira i praćenja financijskih instrumenata usmjerenih na uključivanje rizika održivosti u proces odlučivanja o ulaganjima imovine pod upravljanjem. Pa tako Eurizon (2024) ima dva ograničenja/isključenja koja se razmatraju kada se ocjenjuju ulaganja:

1. Društveno odgovorno isključenje/ograničenje tvrtki koje trguju oružjem ili posluju u sektoru termalnog ugljena
2. ESG isključenje/ograničenje tvrtki koje su snažno izložene okolišnim, društvenim ili upravljačkim rizicima, tj. tvrtke s niskom ESG ocjenom

Navedena ESG strategija upravljanja društva Eurizon, kao i EAM te drugih društava za upravljanje fondovima u RH koje imaju implementiranu ESG strategiju, navedena je u javno objavljenoj Izjavi o glavnim štetnim učincima na održivost društva na web stranicama društava. Iako u Republici Hrvatskoj većina društava za upravljanje fondovima imaju već složenu i javno dostupnu politiku održivosti, navedena je još uvijek u počecima te će tek u narednih pet do deset godina biti vidljiva njena efikasnost i općenito njen učinak na društvo, okoliš i upravljanje sveukupnog tržišta kapitala RH.

### **3.3. Pregled dosadašnjih istraživanja o primjeni ESG strategija u društvima za upravljanje fondovima**

Rastom svijesti o našem utjecaju na okoliš i društvo, nije ni upitno kako bi svi akteri u društvu, a pogotovo oni s najvećim utjecajem, poput velikih korporacija, trebali promisliti i preispitati svoje aktivnosti i strategije upravljanja. Svrha i cilj ESG strategije upravljanja je, prema prvotnom izvještaju UN-a o ESG-u (2004), stvaranje jačih i otpornijih financijskih tržišta, doprinos održivom razvoju, svijest i međusobno razumijevanje svih dionika te povećanje povjerenja u financijske institucije.

No, jesu li investitori stvarno spremni žrtvovati visoke povrate za dobrobit društva? Isto su se zapitali i Barber et. al. (2020). u svom istraživanju o svjesnosti investitora da prihvaćaju niže očekivane financijske povrate u zamjenu za nenovčane koristi od ulaganja u imovinu koja ima za cilj i društvene i financijske koristi. Otkriveno je kako su financijski povrati ostvareni od „zelenih“ fondova za 4,7 postotna poena manji od onih tradicionalnih fondova. No, investitori koji su spremi ulagati u društveno odgovorne tvrtke, spremni su se odreći 2,5 do 3,7 postotnih poena u korist takvog ulaganja. Istraživanja su podijeljena po pitanju financijskih povrata ESG fondova. Nekada takva ulaganja uistinu imaju i novčane koristi. Povrati se, s druge strane, mogu uvelike razlikovati ovisno o strategiji upravljanja društava (Folque et. al., 2021). Nadalje, ESG etiketa fonda može imati neznatan ili negativan učinak na performanse fonda. Ulaganja koja se koriste kao doprinos prijelazu na ESG, pozitivna su za razvoj ekonomije i sektora, ali su s druge strane slabije financijski opravdana za investitore (Kuzmina et. al., 2023).

Pozitivan učinak ESG investiranja i objavljivanja na financijske performanse društava izraženiji je u tvrtkama koje dulje posluju i imaju snažniju pozornost medija. Osim toga, ESG objave same po sebi imaju značajan pozitivan učinak na međudnos ESG investiranja i financijske performanse fonda (Chen i Xie, 2022). Ističe se potreba za intervencijom regulatora i države, budući da si manje tvrtke možda neće moći priuštiti ulaganje u ESG aktivnosti zbog tržišne konkurencije. Država može pružiti potporu politikama kako bi dodatno potaknule tvrtke da se uključe u ESG aktivnosti u slučaju visoko konkurentnih industrija (tržišta) (Yung i Yoo, 2022). Nadalje, važno je istaknuti kako ESG fondovi

ostvaruju veće povrate u vremenima globalnih kriza (npr. pandemija COVID-19 i globalna financijska kriza 2008.) (Wu et al., 2017). ESG investiranje također potiče inovacije, koje u dužem roku dovode do značajnih financijskih povrata (Whelan et.al., 2021).

Nadalje, tvrtka McKinsey i Co. (2017) ističe kako sve više investitora prepoznaje ekološke, društvene i upravljačke čimbenike kao pokretače vrijednosti te navodi kako je ključ za učinkovito ulaganje integracija ovih čimbenika u proces ulaganja. Ističe kako je globalno najčešće primjenjivana strategija održivog ulaganja negativni *screening*, koji uključuje isključivanje sektora, tvrtki ili praksi iz investicijskih portfelja na temelju ESG kriterija. Također navodi kako se strategija održivog ulaganja sastoji od sastavnih dijelova već poznatih investitorima: ravnoteže između rizika i povrata te odluke o tome koji čimbenici snažno utječu na financijsku uspješnost poduzeća.

Prema istraživanju Broccardo et. al. (2020) ističe se kako je posljednjih godina povećanje pritiska na tvrtke da slijede ekološke i društvene ciljeve unutar ESG strategije dovelo do značajnog bojkotiranja tvrtki i investicija koje ne posluju prema navedenim standardima. Bojkotiranje i izlazna strategija je, prema istraživanju, manje učinkovit način od samog angažmana da bi takve tvrtke djelovale na društveno odgovoran način te navedene bojkote uspoređuju sa zlostavljanjem.

ESG standardi nametnuti pripadajućom regulativom također potencijalno utječu na ciljeve Uprave društava da djeluje isključivo ili pretežno u interesu dioničara, te s druge strane utječu na sposobnost dioničara da nadziru i upravljaju Upravom kada ista slijedi aktivnosti koje u tom slučaju ne maksimiziraju profit (Johan, 2023). Nadalje, standardi nametnuti regulativom ne uzimaju u obzir vanjske učinke (eksternalije). Johan navodi pet pozitivnih eksternalija, no navodi i one negativne kao što je spremnost investitora da se odreknu povrata ulaganja zbog "dobrog osjećaja" koji ih povezuje s imidžem zelenog ulagača, te opći problem *greenwashing*-a gdje društva, u želji da izgledaju kao da su ESG orijentirana, ne rade ništa po pitanju ESG investiranja, već samo takvog imidža.

Kada se radi o ESG regulatornom okviru upravljanja, dovodi se u pitanje samostalnost i dobrovoljnost te slobodna volja financijskih subjekata u izboru ulaganja. Također, pitanje društvene, socijalne i ekološke politike zemlje stavlja se u ruke financijskih subjekata, dok se ne dovodi u pitanje bi li navedena politika i strategija trebala biti provedena od strane javnih tijela. Također, što je sa velikim multinacionalnim kompanijama koje globalno zapošljavaju milijune ljudi, a nametnutom ESG politikom i strogim mjerama protiv industrije nafte, zrakoplovne, plinske i stočarske industrije, egzistencija mnogih se dovodi u pitanje (Šlosar, Sokolar i Hinšt, 2024).

Važno je napomenuti kako mnoga istraživanja (Barber et. al. 2020; Dyck et al. 2019; Amel-Zahed i Serafeim 2018) ističu kako su europski investitori značajno uključeni u društveno odgovorno ulaganje te je vjerojatniji njihov utjecaj na ESG politike svojih tvrtki, nego li su investitori iz SAD-a ili drugih regija.

U Europi su ciljevi održivosti na vrhu investicijskih ciljeva vlada i regulatornih tijela. Nadalje, investitori zaključuju kako povrati ESG ulaganja mogu nadmašiti čak i one konvencionalnih ulaganja, s obzirom na globalnu važnost održivosti (Nilsson, 2008). Također, investitori percipiraju ESG ulaganje kao ulaganje superiornijih povrata od onih konvencionalnih (Chen et al., 2023). Istraživanje Liu et. al. (2023) ističe kako investitori daju prednost tvrtkama koje brigu o okolišu uključuju u svoju misiju, viziju i cilj ulaganja, budući da time pokazuju društvenu odgovornost i etičke prakse.

Snažna predanost i održive prakse investicijskih društava nekada samo ostaju na riječima, reklamiranim na web stranicama i marketinškim materijalima, čime privlače investitore. Takva predanost stvara očekivanje da će odgovorni investitori promijeniti ESG politike svojih tvrtki. Međutim, neka istraživanja pokazuju da društveno odgovorni ulagači često ne uzimaju u obzir pitanja ESG-a pri odabiru ulaganja (Kim i Yoon, 2023) i ne provode svoje riječi u djela - obećanja o angažmanu u ekološkim i društvenim praksama tvrtki (Raghunandan i Rajgopal, 2022).

Dosadašnja istraživanja o tipovima prikupljanja ESG podataka su oskudna. Većina velikih investicijskih kompanija, kao BlackRock i Morgan Stanley Group, već imaju interni ESG model ocjenjivanja, dok se manja društva oslanjaju na ESG rejting agencije. Korištenje ESG rejting agencija kod određivanja ESG ocjene poduzeća pokazalo se u nekim slučajevima netransparentnim. Agencije daju samo onoliko informacija koliko tvrtke izvješćuju, a to ne smanjuje cjelokupnu asimetričnu distribuciju ESG informacija za korisnike. Stoga dionici tvrtki, upravitelji fondova, investitori i istraživači trebaju biti oprezni pri korištenju ESG ocjena agencija jer mogu dovesti do pogrešne raspodjele investicijskih sredstava s obzirom na prikazano „idilčno“ ESG ponašanje tvrtki (Drempetic et. al., 2019). ESG rezultati ovise o veličini tvrtke, a veličina tvrtke glavna je odrednica dostupnosti podataka i resursa koji generiraju ESG informacije. Istraživanja sugeriraju da bi za tvrtke možda bilo bolje uložiti u pouzdani i dosljedni interni ESG scoring, umjesto u samo u ESG ocjene agencija.

S druge strane, korištenje internih ESG modela uzrokovalo je probleme u vezi s generalizacijom, usporedivošću i kontinuitetom podataka među tvrtkama. Konzultantske tvrtke i rejting agencije distribuiraju ESG modele koji odražavaju neke karakteristike pojedinih zemalja i industrija (Park i Jang, 2021). Također, istraživanja pokazuju da tvrtke koje imaju najnaprednije prakse izvješćivanja o održivosti, imaju tendenciju također imati više razine ispuštanja toksičnih tvari i nižu usklađenost s ESG standardima (Delmas i Blass, 2010). ESG podaci specifični za zemlju i industriju pružaju stabilnija predviđanja učinka tvrtki koje su usvojile ESG standarde. Posjedovanje zajedničkih globalnih i industrijskih značajki ESG-a omogućuje standardizaciju čimbenika procjene, što omogućuje usporedbe podataka širom svijeta (Sherwood i Pollard, 2017).

## **4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE O SPREMNOSTI INTEGRIRANJA ESG STANDARDA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE DRUŠTAVA ZA UPRAVLJANJE FONDovima U RH**

Empirijsko istraživanje provedeno je uz pomoć anketnog upitnika distribuiranog ključnim upraviteljima fondova kako bi se determinirala i analizirala spremnost integriranja ESG standarda u investicijske strategije društava za upravljanje fondovima u RH.

### **4.1. Metodologija istraživanja**

Empirijski podaci prikupljeni su online, kontaktiranjem ispitanika e-mailom, koristeći se anketnim upitnikom kreiranim u Google Forms-u u razdoblju od srpnja do rujna 2024. godine. Anketni upitnik (u prilogu) podijeljen je na 60 pitanja, a prvi dio se odnosi na opća pitanja o ispitaniku i društvu za upravljanje fondovima, dok je u drugom dijelu ispitana spremnost društva za ulaganje u integriranje ESG standarda u investicijske strategije. Upitnik je poslan na službene e-mail adrese društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj, točnije populacija od 24, te je prikupljeno 11 odgovora od 10 različitih društava, što čini povrat od 46%. Prikupljeni podaci obrađeni su MS Excelom. Rezultati su opisani frekvencijama i postotcima te su prikazani grafički i tablično.

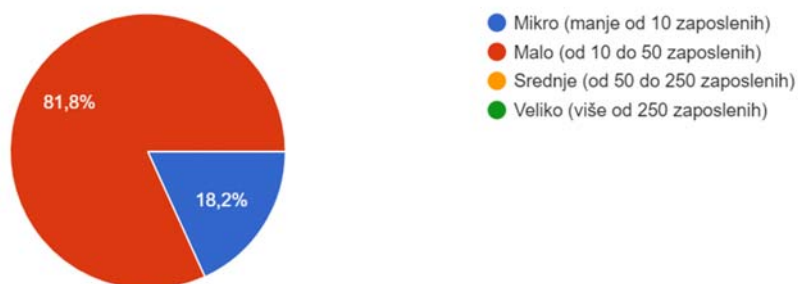
### **4.2. Rezultati istraživanja**

#### *4.2.1. Opća pitanja*

U istraživanju je sudjelovalo 11 ispitanika iz 10 različitih društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj, od čega se 81,8% prema broju zaposlenih, odnosi na mala društva (od 10 do 50 zaposlenih), dok se ostalih 18,2% odnosi na mikro društva (do 10 zaposlenih). (Grafički prikaz 1)

### Grafički prikaz 1.

*Struktura uzorka prema veličini društva (broju zaposlenih)*

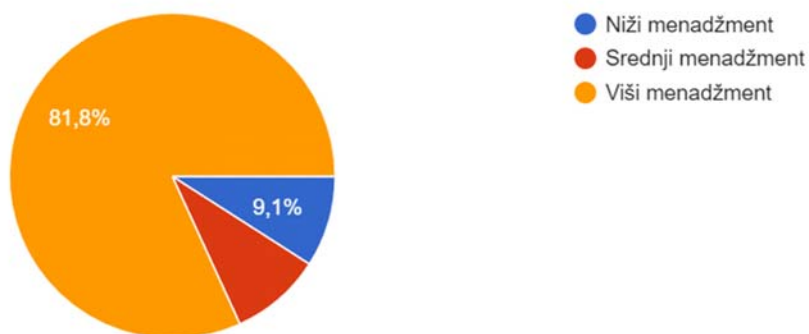


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Ispitanici se, prema poziciji u društvu, sastoje od 81,8% ispitanika na višim menadžerskim pozicijama, i podjednako raspoređenih 9,1% ispitanika na nižim i srednjim menadžerskim pozicijama (Grafički prikaz 2). Kada se radi o godinama iskustva u upravljanju investicijskim fondovima, ispitanici ankete su podijeljeni na 54,5% onih koji imaju više od 10 godina iskustva u upravljanju investicijskim fondovima. 36,4% ispitanika ima 4 do 7 godina iskustva u upravljanju investicijskim fondovima, dok 9,1% ispitanika ima 8 do 10 godina iskustva u upravljanju investicijskim fondovima. (Grafički prikaz 3)

### Grafički prikaz 2.

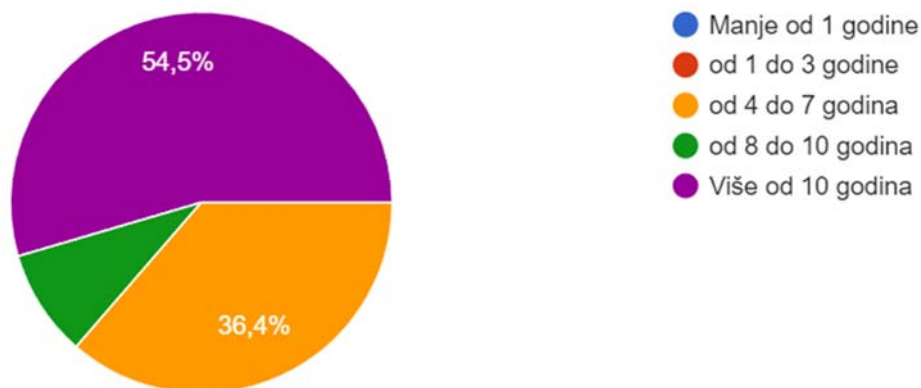
*Struktura uzorka prema poziciji ispitanika u društvu*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

### Grafički prikaz 3.

Struktura uzorka prema godinama iskustva u upravljanju investicijskim fondovima

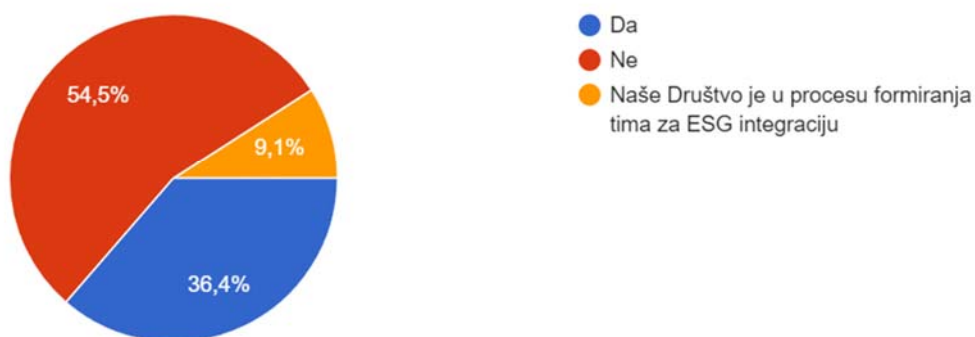


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Struktura ispitanika prema oformljenom timu za ESG integraciju u društvu je sljedeća: 36,4% ispitanika radi u društvu koje ima već oformljen tim za ESG integraciju, dok 54,5% ispitanika radi u društvu koje navedeno nema. Samo 9,1% ispitanika je zaposleno u društvu koje je u procesu formiranja tima za ESG integraciju. (Grafički prikaz 4)

### Grafički prikaz 4.

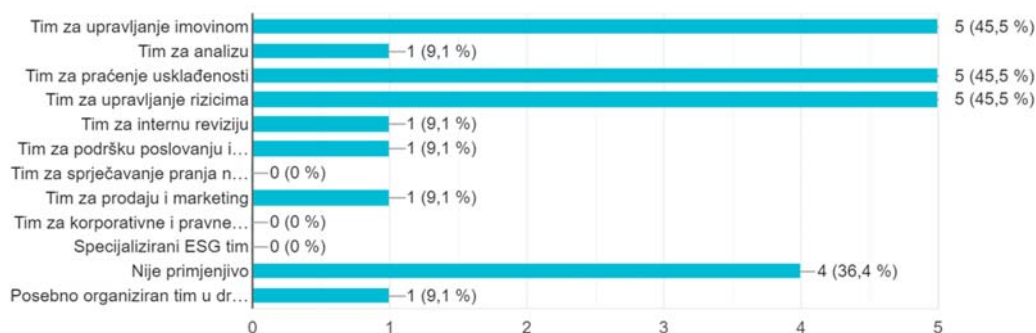
Struktura prema oformljenom timu za ESG integraciju u društvu



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

## Grafički prikaz 5.

### Podjela ESG resursa prema organizacijskim jedinicama u društvu ispitanika



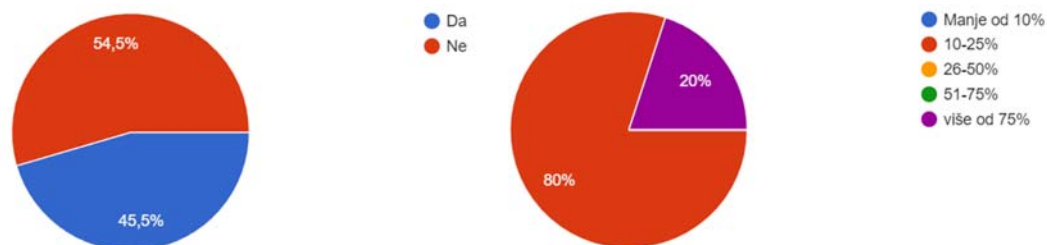
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Na višestruko pitanje o podjeli ESG resursa prema organizacijskim jedinicama u društvu, 11 ispitanika je odgovorilo na sljedeće: 45,5% (5 ispitanika) je odgovorilo kako ti resursi pripadaju timu za upravljanje imovinom, rizicima i timu za praćenje usklađenosti, 36,4% (4 ispitanika) je odgovorilo kako navedeno nije primjenjivo u njihovom društvu, dok je 9,1% (1 ispitanik) odgovorilo kako ESG resursi pripadaju timu za analizu, internu reviziju, podršku poslovanju i računovodstvo, prodaju i marketing, te posebno organiziran tim u društvu (u tom slučaju se radilo o timu za rizike i usklađenost u centrali Grupe). (Grafički prikaz 5)

Kada se radi o kadru ESG specijalista koji rade na pozicijama ESG stručnjaka u društvu ispitanika, 45,5% (5 ispitanika) je odgovorilo kako su navedeni specijalisti ekonomskog kadra, dok ih je 54,5% (6 ispitanika) odgovorilo njihovo društvo ne zapošljava kadar samo za ESG integraciju.

## Grafički prikaz 6.

### Struktura prema trenutnom ulaganju društva u ESG fondove



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja



Struktura ispitanika prema trenutnom ulaganju u ESG fondove je sljedeća: 54,5% ispitanika (6 ispitanika) odgovorilo je kako njihovo društvo ne ulaže u ESG fondove, dok 45,5% (5 ispitanika) ulaže u ESG fondove. Ispitanici koji su na navedeno pitanje odgovorili potvrdno, ispitani su koji je postotak portfelja društva namijenjen ulaganju u ESG fondove. 80% društava ispitanika namjenjuje 10-25% portfelja ulaganju u ESG fondove, dok 20% namjenjuje više od 75% portfelja ulaganju u ESG fondove.

#### 4.2.2. Rezultati spremnosti društava za ulaganje u integriranje ESG standarda u investicijske strategije

U drugom dijelu ankete preispitana je spremnost društava za integriranje ESG standarda u investicijske strategije.

Motivacija društava za ulaganje u ESG fondove ispitana je pitanjem višestrukog odgovora. Primarna motivacija za ulaganje u ESG fondove društva ispitanika su regulatorni zahtjevi (54,5%, 6 ispitanika). Slijedi motivacija upravljanja rizikom (36,4%, 4 ispitanika) te potražnja investitora (27,3%, 3 ispitanika). 17,3% (3 ispitanika) odgovorilo je kako njihovo društvo ne ulaže u ESG strategiju, te je 18,2% (2 ispitanika) odgovorio kako je motivacija društva etičke prirode. Dugoročni financijski učinak i utjecaj na okoliš motivacija je 9,1% ispitanika (1 ispitanik), dok isti postotak ispitanik nije dao odgovor na navedeno pitanje. (Grafički prikaz 7)

#### Grafički prikaz 7.

Struktura prema motivaciji društva da ulaže u ESG fondove

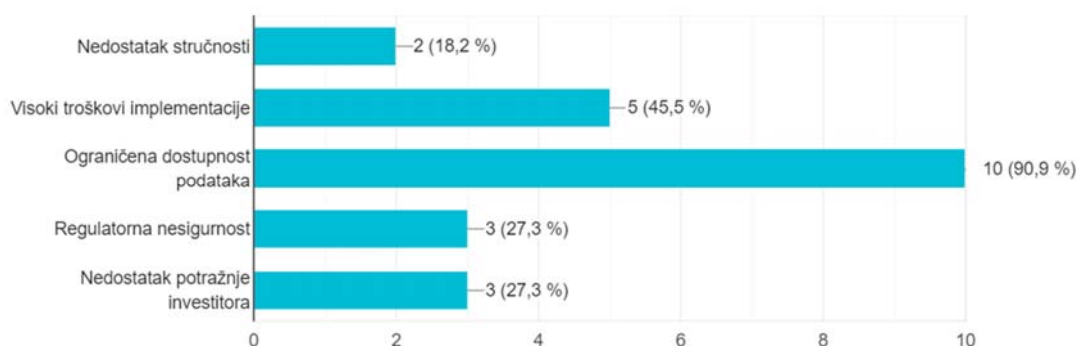


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Najveći izazov s kojim se društva ispitanika susreću kod integracije ESG standarda (pitanje višestrukog odgovora) je ograničena dostupnost podataka (90,9%, 10 ispitanika). Slijede ga visoki troškovi implementacije (45,5%, 5 ispitanika), regulatorna nesigurnost i nedostatak potražnje investitora (27,3%, 3 ispitanika) te nedostatak stručnosti (18,2%, 2 ispitanika). (Grafički prikaz 8)

### Grafički prikaz 8.

Struktura prema izazovima s kojima se društva suočavaju kod integracije ESG standarda

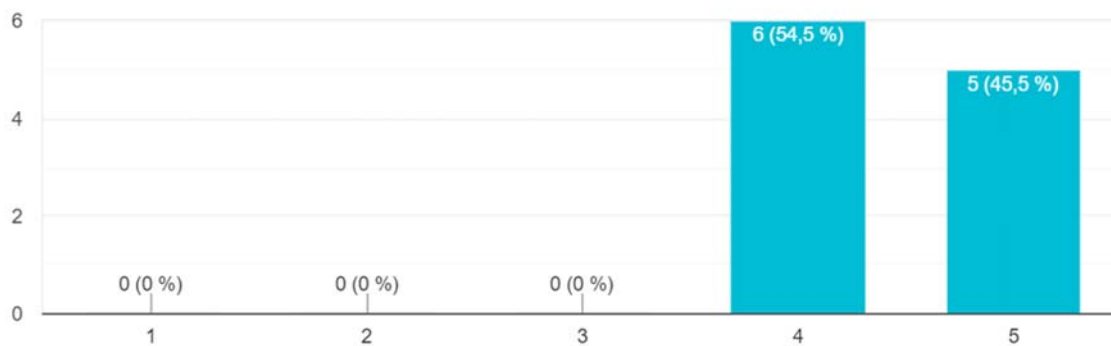


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Ispitan je i način na koji društvo ispitanika rješava navedene izazove (Grafički prikaz 8). Neki od odgovora su: redovite edukacije, pažljivo usmjeravanje resursa u segment ESG implementacije, ESG data *provideri*, suradnja s Grupom u implementiranju te suradnja s klijentima. Četvero ispitanika nije odgovorilo na navedeno pitanje, dok ih je dvoje odgovorilo da jako teško rješavaju probleme u implementaciji ESG standarda u društvu.

### Grafički prikaz 9.

Struktura prema svjesnosti prednosti integracije ESG standarda (prikazano Likertovom ljestvicom) (1=nije svjesno, 5=u potpunosti je svjesno)

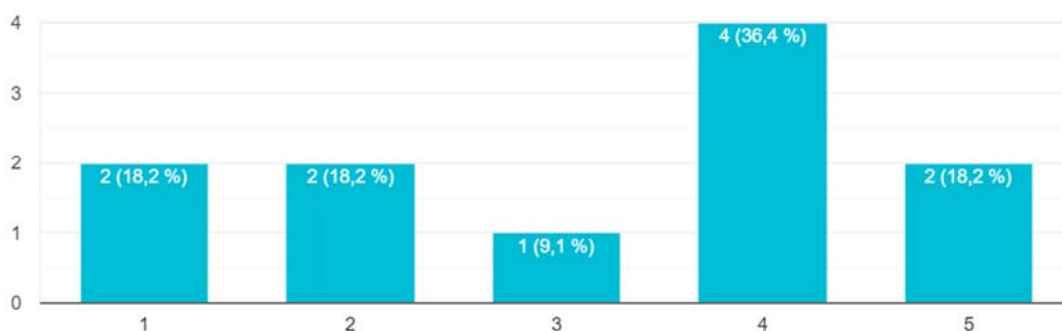


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

45,5% ispitanika (n=5) je u potpunosti svjesno, dok je 54,5% (n=6) vrlo svjesno prednosti integracije ESG standarda u društvo. Nitko od ispitanika nije odgovorio na navedeno pitanje ocjenom manjom od 3 (Likertova ljestvica od 1=nije svjesno, do 5=u potpunosti je svjesno). (Grafički prikaz 9)

### Grafički prikaz 10.

Struktura prema predanosti povećanju udjela ulaganja usklađenih s ESG-om u sljedećih 5 godina, prikazano Likertovom ljestvicom (1=nije predano, 5=u potpunosti je predano)



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

36,4% ispitanika (n=4) vrlo je predano (ocjena 4 po Likertovoj ljestvici) povećanju ulaganja usklađenih ESG standardom u sljedećih 5 godina. Samo je dvoje ispitanika (18,2%) u potpunosti predano (ocjena 5) tom cilju, dok je 45,5% (5 ispitanika) donekle predano tom cilju. (Grafički prikaz 10)

36,4% društava (n=4) već sada integrira ESG standarde u svoje strategije, dok isti postotak društava ispitanika navedeno još ne integrira. 27,3% društava (n=3) je u procesu integracije ESG standarda u svoje strategije. U društvima u kojima je ESG strategija već integrirana, proces integracije dogodio se prije više od 3 godine za 60% društava ispitanika, dok se navedeni proces za 40% društava ispitanika dogodio u posljednje 3 godine. (Grafički prikaz 11)

### Grafički prikaz 11.

Struktura trenutne integracije ESG standarda u investicijskim strategijama društava, te vremenski period integracije

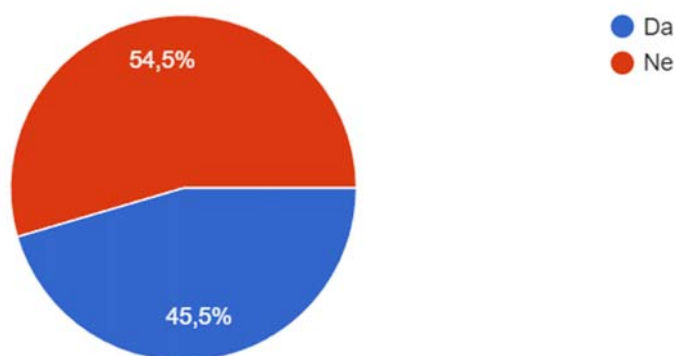


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Ispitano je i kako društvo ispitanika mjeri utjecaj ESG integracije na uspješnost ulaganja. Društva koja mjere utjecaj ESG integracije na uspješnost ulaganja navedeno mjere ESG internim *scoringom* ili rejtingom, dok je većina ispitanika (n=6) odgovorila kako navedeno ne mjeri. Jedan od ispitanika je naveo kako je „uspješnost ulaganja jako teško izmjeriti, te da je ključno znati kako je ESG integracija dugoročan proces u kojem investitori ulažu u „budućnost“ i povrate za koje se vjeruje da će ESG integracija u vremenskom periodu od 10 godina napraviti“.

### Grafički prikaz 12.

*Struktura prema integraciji politike održivosti u društvu*



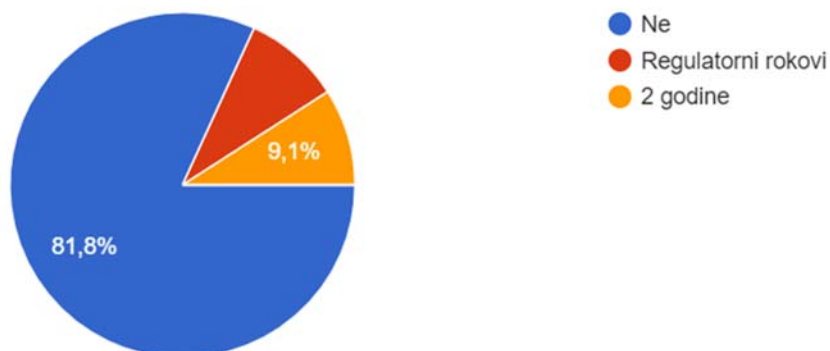
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

45,5% društava (n=5) ima politiku o održivosti ili politiku o zaštiti okoliša koja jasno definira ciljeve i aktivnosti koje umanjuju ili u potpunosti uklanjaju ekološki otisak (eng. *Ecological footprint*) društva, dok u suprotnom, 54,5% društva ispitanika navedeno nema. (Grafički prikaz 12) Svi ispitanici koji su na navedeno pitanje odgovorili potvrdno, odgovorili su kako je potpisnik navedene politike Uprava društva.

Ispitan je i vremenski okvir za potpunu integraciju ESG standarda u sve investicijske strategije. Ukoliko je odgovor na pitanje bio „da“, od ispitanika je traženo da navedu vremenski okvir za potpunu integraciju. 81,8% društava ispitanika nema određen vremenski okvir u kojem su primorani integrirati ESG standarde u sve investicijske strategije, dok je 18,2% ispitanika, od čega 9,1% odgovorilo kako im je rok za navedeno određen na dvije godine, dok je isti postotak odgovorio kako im to nalažu regulatorni rokovi. (Grafički prikaz 13)

### Grafički prikaz 13.

*Struktura prema vremenskom okviru integracije politike održivosti u društvu*



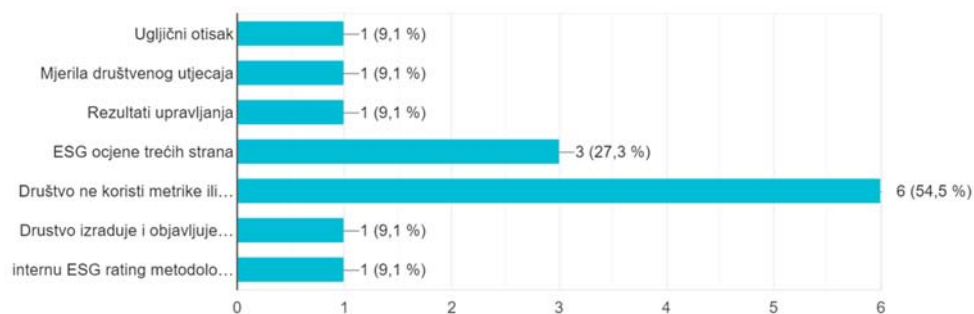
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Samo jedno društvo ispitanika posjeduje ESG certifikat i/ili članstvo – Members od the Carbon Disclosure Project, dok ostala društva ispitanika ne posjeduju ni jedan od navedenih certifikata: Application of the IFC Environmental, Health and Safety Guidelines, International Labour Standards, G4 Sustainability Reporting Guidelines, Members of the Carbon Disclosure Project.

Većina društava ispitanika (54,5%, n=6) ne koristi metrike ili ključne pokazatelje uspješnosti za procjenu ESG izvedbe. ESG ocjene trećih strana su najkorištenije metrike uspješnosti ESG pokazatelja za 27,3% (n=3) društva ispitanika, dok 9,1% (n=1) društava ispitanika koristi metrike poput ugljičnog otiska, mjerila društvenog utjecaja, rezultata upravljanja. Izrada i obrada PAI izjave je metrika koju koristi 18,2% (n=2) društava ispitanika. (Grafički prikaz 14)

### Grafički prikaz 14.

*Struktura prema metrikama ili ključnim pokazateljima uspješnosti koje društvo koristi za procjenu ESG izvedbe*

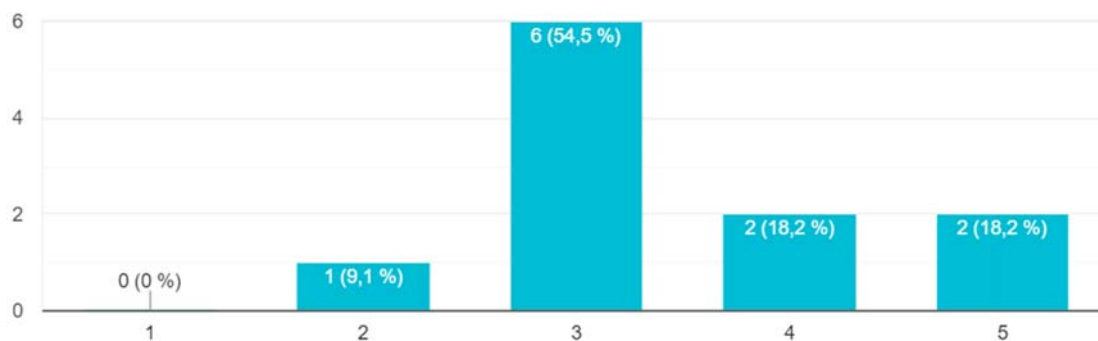


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Prema Likertovoj ljestvici (1=nije spremno, 5=u potpunosti je spremno) ispitana je spremnost ulaganja u svim ekološkim, društvenim i upravljačkim aspektima. 54,5% ispitanika (n=6) na navedenu izjavu je dalo ocjenu 3, dok je 18,2% (n=2) ocijenilo izjavu s ocjenama 4 i 5. Samo je jedan ispitanik (9,1%) navedenoj izjavi dao ocjenu 2. (Grafički prikaz 15)

#### Grafički prikaz 15.

*Struktura prema spremnosti ulaganja u ESG fondove (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nije spremno, 5=u potpunosti spremno)*

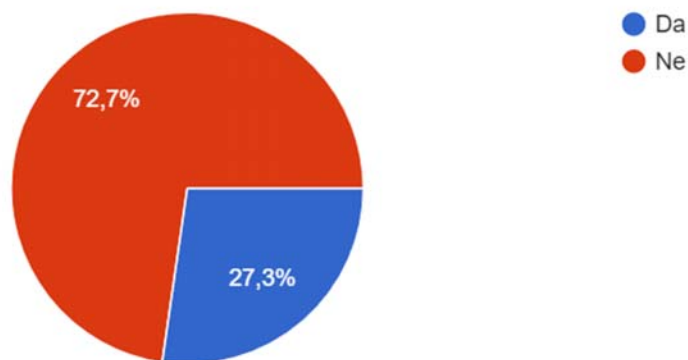


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Samo tri (27,3%) društava ispitanika izrađuje i integrira ESG ili izvještaj o održivosti u godišnji financijski izvještaj. (Grafički prikaz 16) Kada se radi o podršci treće strane u izradi navedenog izvještaja, samo je 9,1% (n=1) ispitanika imalo podršku treće strane u izradi, a radi se o Grupi društva ispitanika. (Grafički prikaz 17)

#### Grafički prikaz 16.

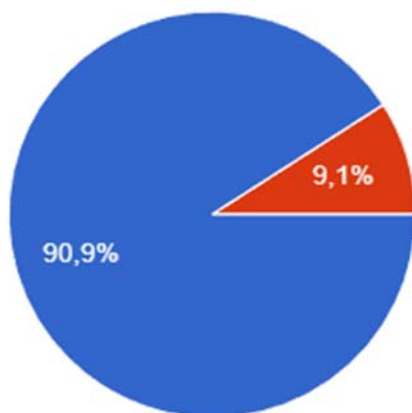
*Struktura prema dostupnosti ESG ili izvještaja o održivosti u godišnjem financijskom izvještaju*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

### Grafički prikaz 17.

*Podrška treće strane u izradi ESG izvještaja ili izvještaja o održivosti u godišnjem financijskom izvještaju (iskazano u %)*



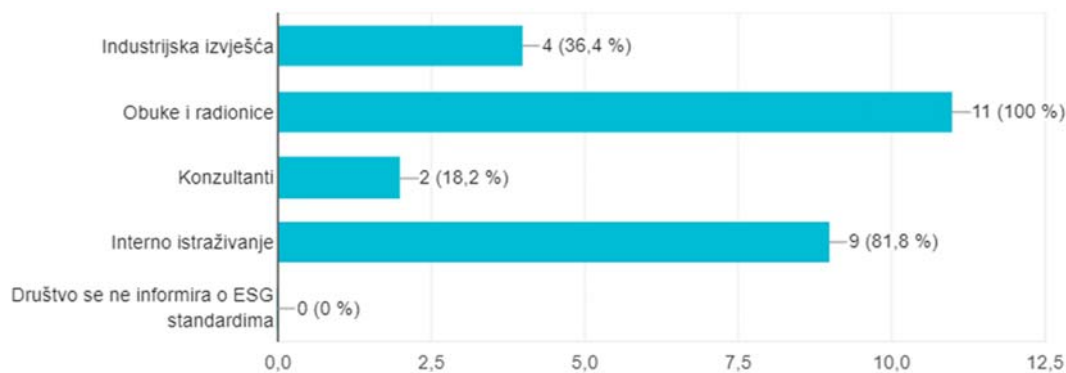
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Svi ispitanici (100%, n=11) je odgovorilo kako društvo ispitanika koristi obuke i radionice kao resurse za informiranje o ESG standardima. Njih 81,8% (n=9) provodi interna istraživanja, 36,4% (n=4) koristi industrijska izvješća, dok 18,2% (n=2) upošljava eksterne konzultante. (Grafički prikaz 18)

27,3% društava ispitanika se u donošenju odluka o ulaganju u ESG fondove oslanja na analize na razini poduzeća, dok 18,2% koristi analize na razini sektora. Većina društava ispitanika (54,5%) ne ulaže u ESG fondove. (Grafički prikaz 19)

### Grafički prikaz 18.

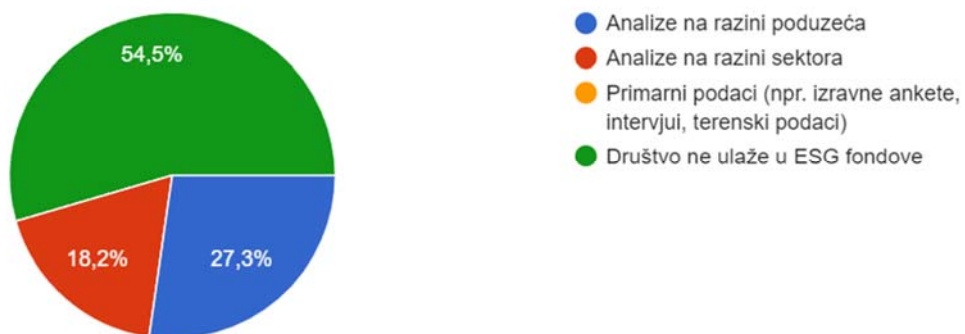
*Resursi koje društva ispitanika koriste kako bi ostala informirana o ESG standardima*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

### Grafički prikaz 19.

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

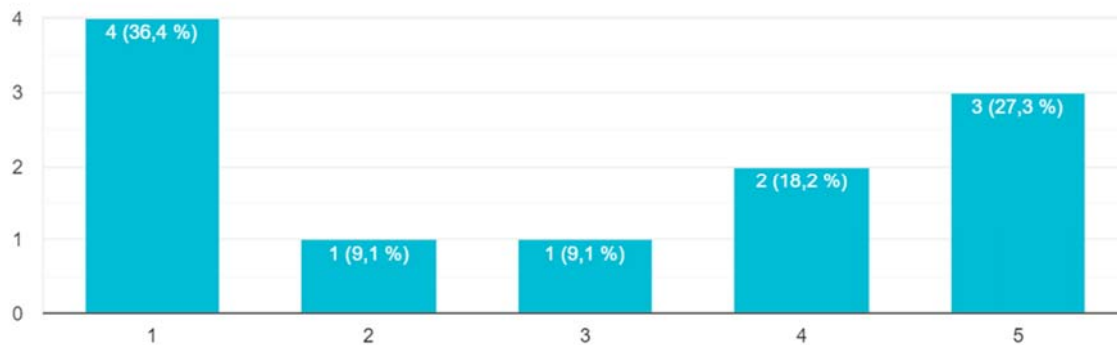


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Sukladno odgovorima na prethodno pitanje, samo 27,3% (n=3) uvijek koriste analize na razini tvrtke/sektora u ESG investicijskim odlukama, s ocjenom 5 prema Likertovoj ljestvici. 36,4% (n=4) navedeno nikada ne koristi. (Grafički prikaz 20)

### Grafički prikaz 20.

Korištenje analize na razini tvrtke/sektora u svojim ESG investicijskim odlukama (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nikada, 5=uvijek)



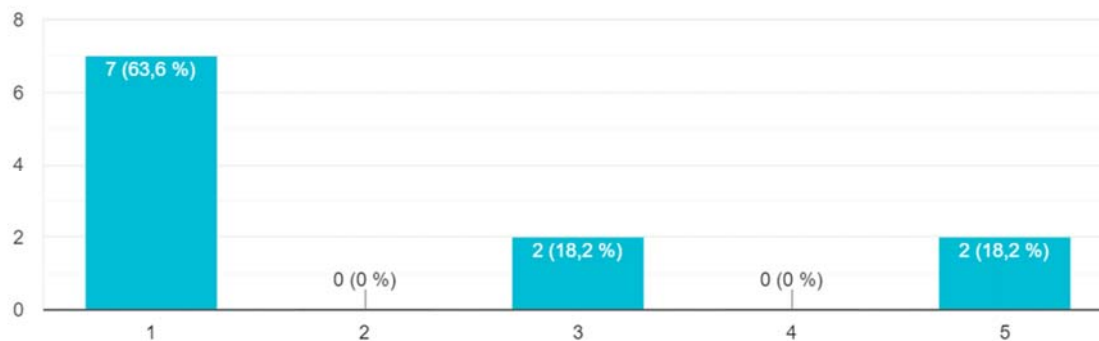
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Većina društava ispitanika (63,6%, n=7) nikada ne koristi primarne podatke (npr. izravne ankete, intervjue, terenske podatke) kod odlučivanja o ulaganju u ESG. Samo 18,2% (n=2) navedene podatke uvijek koristi, dok isti postotak samo ponekad koristi primarne podatke. (Grafički prikaz 21)



### Grafički prikaz 21.

Korištenje primarnih podataka u odlukama o ulaganju u ESG (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nikada, 5=uvijek)

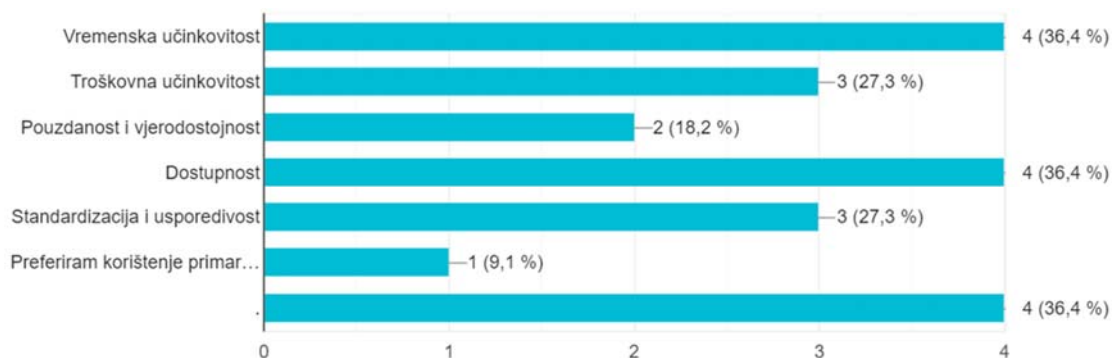


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Glavni razlozi zbog koji ispitanici preferiraju korištenje analize na razini poduzeća/sektora u odnosu na primarne podatke, s 36,4% (4 odgovora), su vremenska učinkovitost i dostupnost. Također, isti postotak ispitanika na navedeno pitanje nije ponudilo odgovor. Sljedeći razlozi su troškovna učinkovitost i standardizacija i usporedivost s 27,3% (3 odgovora) ispitanika. 18,2 % (2 odgovora) se odnose na pouzdanost i vjerodostojnost, dok se samo 9,1% (1 odgovor) odnosi na ispitanika koji preferira korištenje primarnih podataka. (Grafički prikaz 22)

### Grafički prikaz 22.

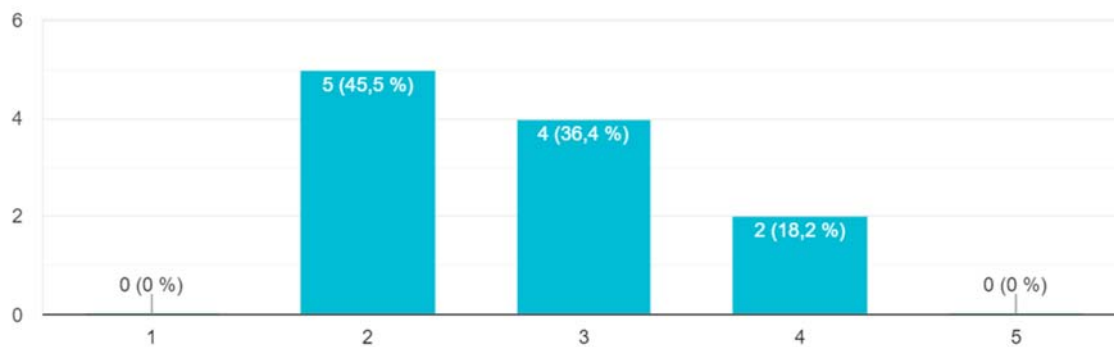
Glavni razlozi zbog kojih ispitanici preferiraju analize na razini tvrtke/sektora u odnosu na primarne podatke



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

### Grafički prikaz 23.

*Analize na razini poduzeća/sektora pružaju dovoljno informacija za donošenje učinkovitih odluka o ESG ulaganju (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem)*



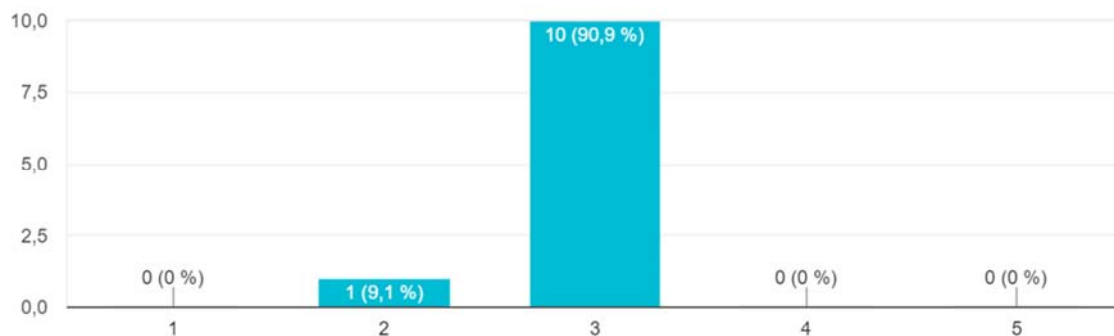
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Većina ispitanika (45,5%, n=5) se ne slaže da analize na razini poduzeća/sektora pružaju dovoljno informacija za donošenje učinkovitih odluka o ESG ulaganju, dok 36,4% (n=4) ima neutralan stav, a 18,2% (n=2) se slaže s navedenom izjavom. (Grafički prikaz 23)

10 od 11 ispitanika (90,9%) imaju neutralan stav po pitanju da su primarni podaci ključni za stjecanje sveobuhvatnog razumijevanja ESG čimbenika u investicijskim odlukama. Samo jedan ispitanika (9,1%) se ne slaže s navedenom izjavom. (Grafički prikaz 24)

### Grafički prikaz 24.

*Primarni podaci ključni su za stjecanje sveobuhvatnog razumijevanja ESG čimbenika u investicijskim odlukama (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem)*

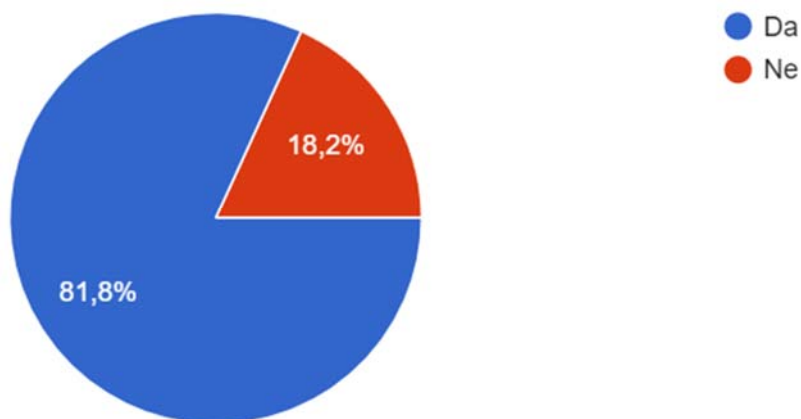


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Devet ispitanika (81,8%) spremno je za povećanje upotrebe primarnih podataka u svojim ESG investicijskim odlukama, dok dvoje (18,2%) nije spremno za navedeni pothvat. (Grafički prikaz 25)

#### **Grafički prikaz 25.**

*Struktura prema spremnosti za povećanje upotrebe primarnih podataka u svojim ESG investicijskim odlukama u budućnosti*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

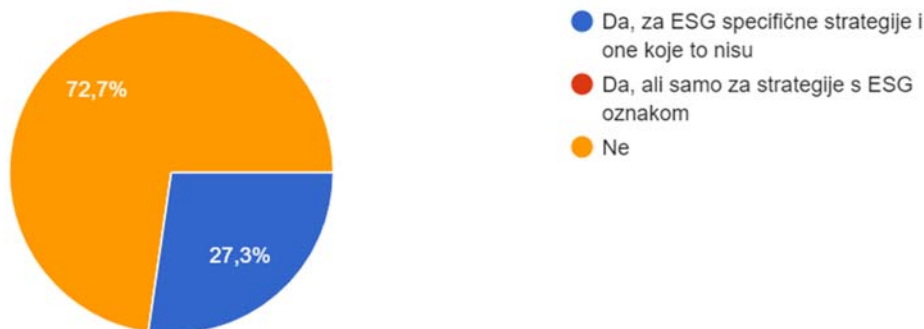
Kada su u pitanju ESG inputi ili problemi s kojima se društva ispitanika suočavaju tijekom donošenja investicijskih odluka, većina ispitanika (63,6%, n=7) ističe kako ESG čimbenici ne pokreću investicijske odluke. 18,2% (n=2) ističe utjecaj ESG inputa kada je materijalnost posebnog ESG problema visoka sa sposobnošću poticanja pozitivnih povrata na ulaganje. 9,1% (n=1) ističe kako se radi o ESG inputima ili problemima kada je materijalnost posebnog problema ESG-a visoka uz mogućnost smanjenja sigurnosnog rizika ili Kada se pitanje upravljanja smatra materijalno značajnim.

Društva ispitanika većinski (72,7%, n=8) klijentima ne pruža izvještavanje specifično za ESG, uključujući specifične ESG mjere, za postojeće ponude. 23,7% (n=3) klijentima pruža izvještavanje samo za ESG specifične strategije i one koje to nisu. (Grafički prikaz 26)

Podatke koje društva ispitanika prijavljuju, točnije 18,2% (n=2) u izvještaju za klijente uključuju regulatorne mjerne podatke EU-a (npr. glavni štetni učinci ili EU taksonomija). Većina društava ispitanika u izvještaju za klijente ne prijavljuje ESG mjerne podatke. ESG podaci koji su dani na odabir u anketi bili su sljedeći: emisije ugljika, ESG rezultati (izvedeni izvana), ESG rezultati (interno izvedeni), statistika raznolikosti, mjerni podaci o utjecaju s poravnanjem ciljeva održivog razvoja, metrika klimatske tranzicije (npr. emisije ugljika), regulatorni mjerni podaci EU-a (npr. glavni štetni učinci ili EU taksonomija) i mjerni podaci o utjecaju izvan poravnanja ciljeva održivog razvoja.

### Grafički prikaz 26.

*Pružanje klijentima izvještavanje specifično za ESG, uključujući specifične ESG mjere, za postojeće ponude*



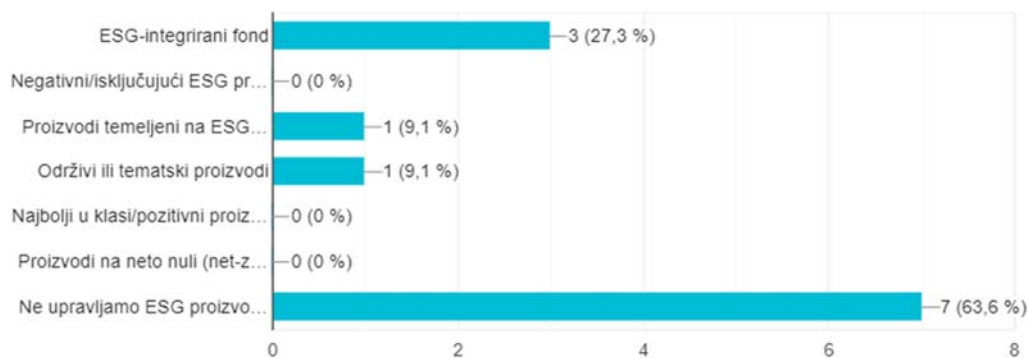
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Društva ispitanika većinom ne upravljaju ESG proizvodima (63,6%, n=7). Ona koja upravljaju ESG proizvodima većinom upravljaju ESG integriranim fondovima (27,3%, n=3), dok ih nekolicina (9,1%, n=1) upravlja proizvodima temeljenim na ESG utjecaju ili održivim ili tematskim proizvodima. (Grafički prikaz 27)

Od takvih ESG proizvoda, društvo ispitanika najveći interes i/ili rast imovine u posljednjih 12 mjeseci vidi u ESG integriranom fondu (18,2%, n=2), proizvodima temeljenim na ESG utjecaju i održivim ili tematskim proizvodima (9,1%, n=1). Većina društava ispitanika ne upravlja ESG proizvodima (63,6%, n=7). (Grafički prikaz 28)

### Grafički prikaz 27.

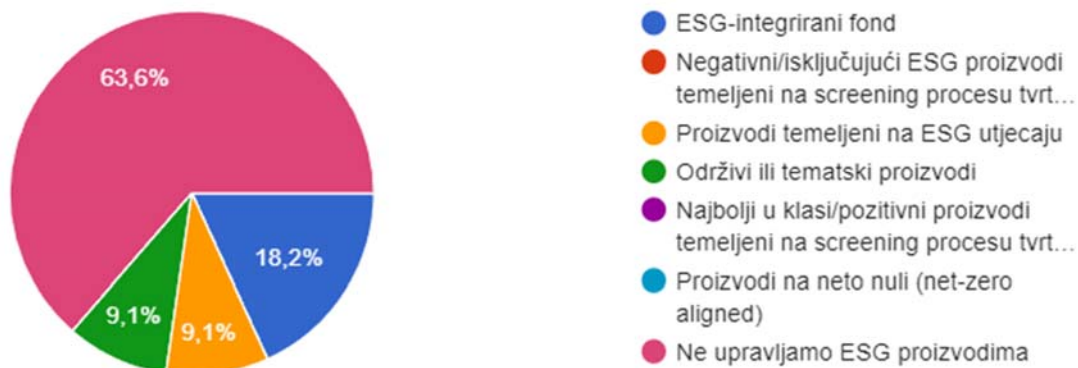
*Vrste ESG proizvoda kojima društva ispitanika u ovom trenutku upravljaju ili u koje ulažu*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

### Grafički prikaz 28.

ESG proizvod za koji ispitanici vide najveći interes i/ili rast imovine u posljednjih 12 mjeseci

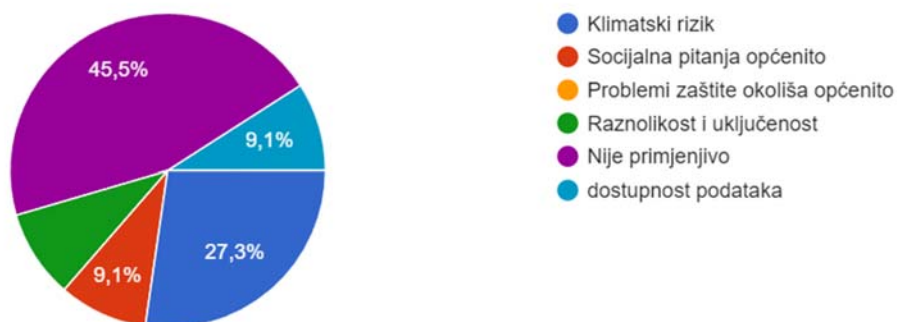


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Ispitanici ističu kako je najveći izazov u integraciji ESG informacija smanjenje tržišta u koji se može uložiti (45,5%, n=5). Sljedeći izazov je nejasan ESG utjecaj na performanse fonda (27,3%, n=3). Još se ističu i negativan utjecaj na performanse društva, Nejasan utjecaj vrednovanja ESG informacija te, s obzirom da ESG industrija trenutno u nastanku, potreba za velikim ulaganjima i kreditiranjem kompanija koje primjenjuju standarde (povrati na ulaganja su manji nego u ostalim fondovima što klijente odvraća od ulaganja u takvu vrstu fondova) (9,1%, n=1).

### Grafički prikaz 29.

Najveći pojedinačni izazovi uključivanja informacija povezanih s ESG-om u donošenje investicijskih odluka

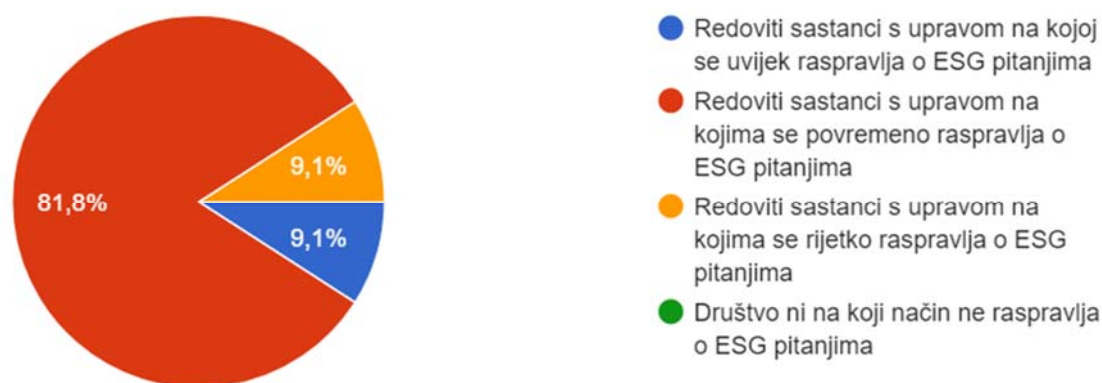


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Kada se radi o pojedinačnim izazovima s kojima se društva ispitanika suočavaju kod uključivanja informacija povezanih s ESG-om u donošenje investicijskih odluka, većina ispitanika je odgovorilo kako navedeno nije primjenjivo u njihovom društvu (45,5%, n=5). Najčešći izazov s kojima se društva ispitanika suočava je klimatski rizik (27,3%, n=3). Sljedeći su socijalna pitanja općenito, raznolikost i uključenost, te dostupnost podataka (9,1%, n=1). (Grafički prikaz 29)

### Grafički prikaz 30.

*Struktura prema aktivnostima angažmana društva ispitanika*

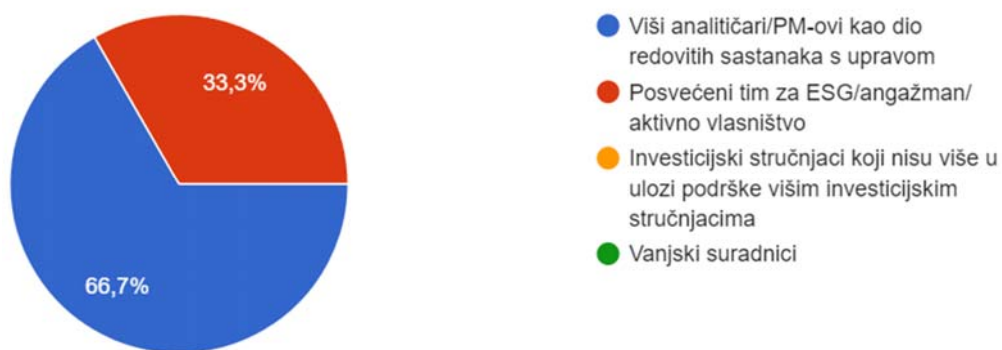


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Angažman društava ispitanika vezano uz ESG pitanja sastoji se od redovitih sastanaka s Upravom na kojima se samo povremeno raspravlja o ESG pitanjima (81,8%, n=9). Samo 9,1% (n=1) o ESG pitanjima uvijek ili rijetko raspravlja na sastancima s Upravom. (Grafički prikaz 30)

### Grafički prikaz 31.

*Struktura prema provođenju aktivnosti angažmana*



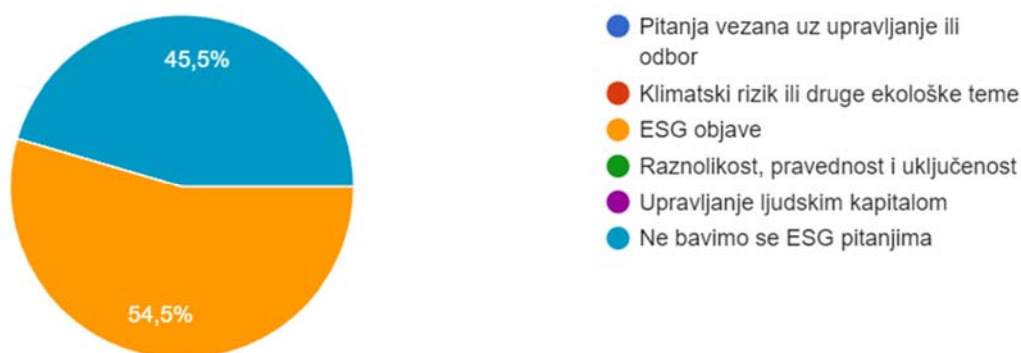
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Angažman o ESG pitanjima provode viši analitičari (PM-ovi kao dio redovitih sastanaka s Upravom) (66,7%, n=4) te posvećeni tim za ESG/angažman/aktivno vlasništvo (33,3%, n=2). (Grafički prikaz 31)

Prema povratnim informacijama klijenata, najveći pojedinačni problemi ESG-a (ispitano otvorenim anketnim pitanjem) su angažman i isključenje (18,2%, n=2). Sljedeći značajni problemi su prinos ESG fonda i indiferentnost klijenata (9,1%, n=1) i nedovoljne povratne informacije od klijenata (18,2%, n=2). Većina ispitanika nije odgovorilo na navedeno pitanje (36,4%, n=4).

### Grafički prikaz 32.

*Struktura prema tematici aktivnosti angažmana u ESG pitanja društava ispitanika*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Društva ispitanika se kod aktivnosti angažiranja na ESG pitanjima najviše usredotočuje na ESG objave (54,5%, n=6). Ostala društva ispitanika se ne bave ESG pitanjima (45,5%, n=5) (Grafički prikaz 32).

Okolišni ESG aspekt je prioritet u investicijskim strategijama većine društava ispitanika (81,8%, n=9). Sljedeći prioritet društava ispitanika je društveni aspekt ESG-a (18,2%, n=2). Ni jedan ispitanik ne daje prioritet ESG aspektu upravljanja (Grafički prikaz 33).

### Grafički prikaz 33.

Struktura prema aspektima ESG-a kojem društva ispitanika daju prioritet u svojoj investicijskoj strategiji

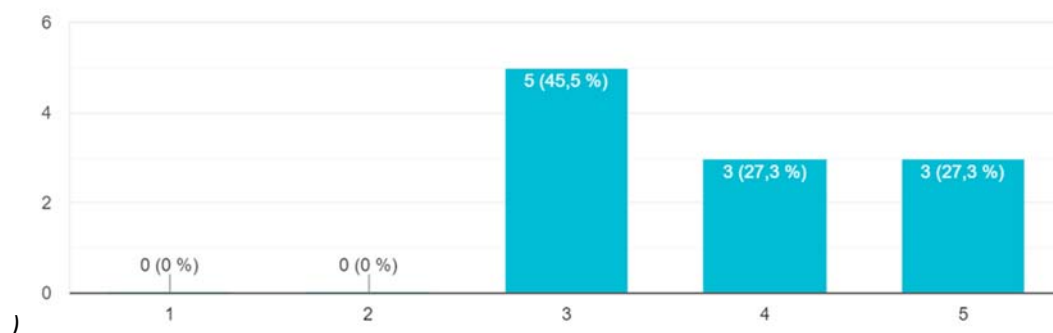


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Ispitanici su većinom neutralnog stava (45,5%, n=5) kada se radi o ravnomjernom uravnoteženju sva tri ESG aspekta (ekološki, društveni i upravljački) u svoju investicijsku strategiju. Ostatku ispitanika je navedeno vrlo važno do u potpunosti važno kod investicijske strategije društva (54,5%, n=6). (Grafički prikaz 34)

### Grafički prikaz 34.

Važnost ravnomjernog uravnoteženja svih ESG aspekta (ekološki, društveni i upravljački) u investicijskoj strategiji (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=uopće nije važno, 5=u potpunosti je važno)



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

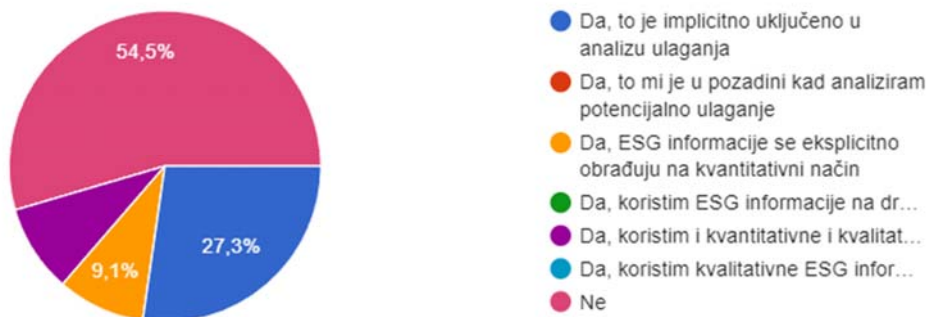
ESG čimbenici odnose se na okolišne (npr. procjena emisija ugljika, potrošnja vode i energije i upravljanje otpadom), društvene (npr. zadovoljstvo zaposlenika, raznolikost i ljudska prava) i čimbenike korporativnog upravljanja (uprava, neovisnost odbora, naknade). Većina društava ispitanika ne uključuje ESG čimbenike u proces ulaganja (54,5%, n=6). Ostatak društava ispitanika



implicitno uključuje ESG čimbenike u analizu ulaganja (27,3%, n=3). Također postoji slučaj kada je društvima navedeno u pozadini kada se analizira potencijalno ulaganje (9,1%, n=1) te slučaj kada se koriste i kvantitativne i kvalitativne ESG informacije (9,1%, n=1). (Grafički prikaz 35)

### Grafički prikaz 35.

*Uloga ESG čimbenika u procesu ulaganja društava ispitanika*

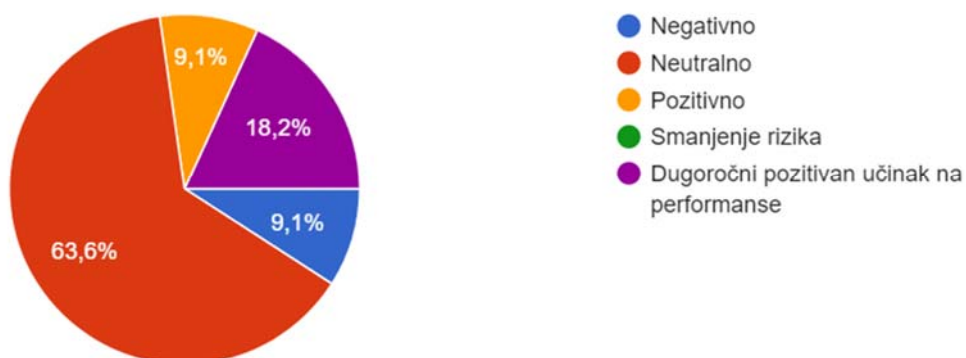


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Mišljenje ispitanika je da integracija ESG-a većinom neutralno utječe na uspješnost fonda (63,3%, n=7). Ostali misle kako integracija ESG-a ima dugoročni pozitivan učinak na performanse (18,2%, n=2) ili su podijeljeni u mišljenju negativnog i pozitivnog učinka integracije ESG-a (9,1%, n=1). (Grafički prikaz 36)

### Grafički prikaz 36.

*Struktura prema tome kako integracija ESG-a utječe na uspješnost fonda društava ispitanika*

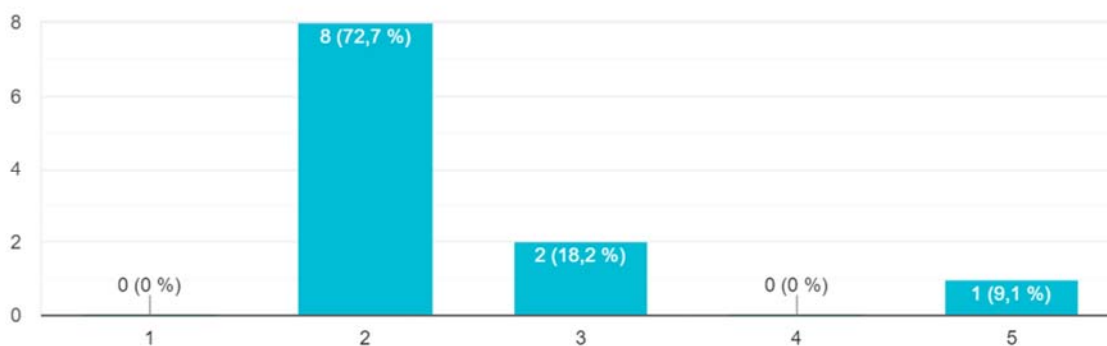


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Samo jedan ispitanik (9,1%, n=1) se u potpunosti slaže s izjavom da integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova. Većina ispitanika (72,7%, n=8) se donekle ne slaže s navedenom izjavom, dok dvoje ispitanika (18,2%) ima neutralno mišljenje. (Grafički prikaz 37)

### Grafički prikaz 37.

*Integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova društava ispitanika (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem)*

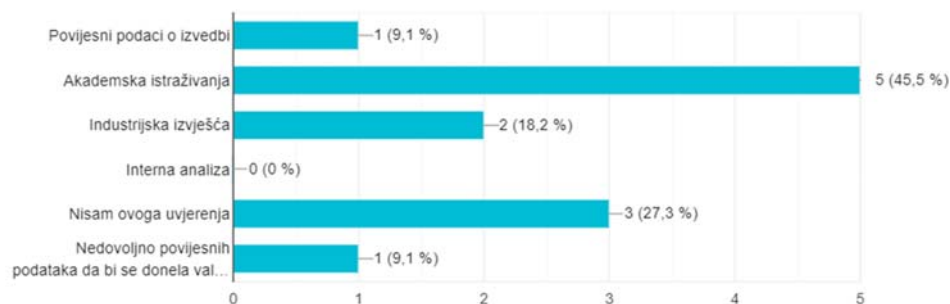


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Temelj za uvjerenje da integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova većina ispitanika dobiva od akademskih istraživanja (45,5%, n=5). Slijede ga industrijska izvješća (18,2%, n=2) pa povijesni podaci o izvedbi (9,1%, n=1). Ostali ispitanici nisu ovog uvjerenja ili misle da ne postoji dovoljno podataka da bi se donijela valjana odluka o navedenom (27,3%, n=4). (Grafički prikaz 38)

### Grafički prikaz 38.

*Struktura ispitanika prema temeljnom uvjerenju da integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

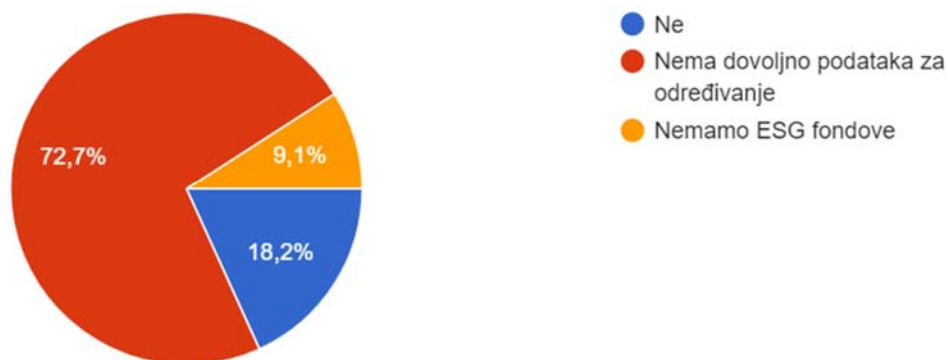
Kako bi se ojačalo uvjerenje ispitanika o financijskim prednostima integracije ESG-a, otvorenim pitanjem su se ispitali dodatni podaci ili dokazi za navedeno uvjerenje. Neki od odgovora su: snažne performanse vrijednosnica koje ispitanici imaju u portfelju, ESG rejting njihovih fondova, povijesni prinosi, redovna izvješća svih tvrtki s kojima ispitanici surađuju te opće uvjerenje da ESG ne donosi ne samo financijske, već okolišne i društvene povrate (ulaganje u budućnost). Nekolicina ispitanika je odgovorila kako nemaju nikakve dodatne podatke ili dokaze za navedeno uvjerenje, te dvoje ispitanika nije odgovorilo na navedeno pitanje.

Većina društava (81,8%, n=9) također, zbog portfelja društva koji ne uključuje ESG fondove, ne može usporediti izvedbu fondova koji nisu ESG s ESG integriranim fondovima. Dva društva (18,2%) koja imaju ESG integrirane fondove ističe kako je njihova izvedba u usporedbi s fondovima koji nisu ESG u posljednje 3 godine nešto lošija.

Nadalje, samo pet društava ispitanika (45,5%) koriste financijsku metriku za procjenu uspješnosti fondova integriranih u ESG. Sharpe-ov omjer je najkorišteniji (60%, n=3). Zatim Alpha (20%, n=1), te Beta (20%, n=1). Većina društava (63,6%, n=7) ispitanika ne koristi financijske metrike za procjenu uspješnosti fondova integriranih u ESG.

#### **Grafički prikaz 39.**

*Struktura prema mišljenju postoje li dugoročne financijske koristi od ESG integracije*



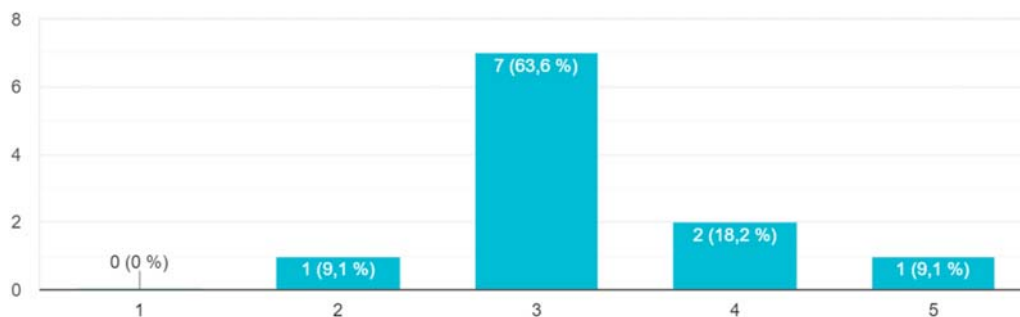
Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Kada se radi o dugoročnim financijskim koristima od ESG integracije, ni jedan ispitanik nije odgovorio potvrdno na navedeno pitanje. Većina (72,7%, n=8) nema dovoljno podataka za određivanje, dok je 18,2% (n=2) odgovorilo kako ne vide dugoročne financijske koristi od ESG integracije. Jedan ispitanik je odgovorio kako njegovo društvo nema ESG fondove. (Grafički prikaz 39)

Ocjena razine rizika fondova integriranih u ESG u usporedbi s fondovima koji nisu ESG je većinski neutralna (63,6%, n=7). Po jedan ispitanik (9,1%) je ocijenio razinu rizičnosti kao niskom ili vrlo visokom, dok su dva ispitanika navedeno ocijenili s visokom ocjenom. (Grafički prikaz 40)

#### **Grafički prikaz 40.**

*Razina rizika fondova integriranih u ESG u usporedbi s fondovima koji nisu ESG (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nema rizika, 5=jako visok rizik)*

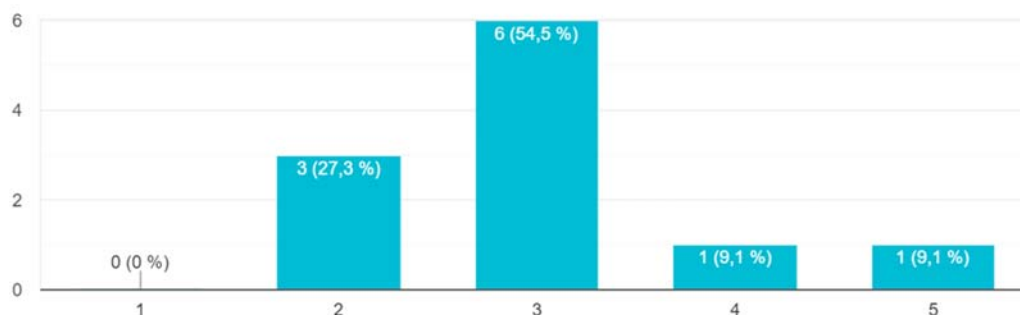


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Nadalje, većinski neutralna ocjena (54,5%, n=6) je dana kod izjave da ESG integracija doprinosi stabilnijim povratima tijekom vremena. Ostali ispitanici su podijeljeni u mišljenju: troje (27,3%) se ne slaže, dok se ostalih dvoje slaže (n=1, 9,1%) ili u potpunosti slaže (n=1, 9,1%) s navedenom izjavom. (Grafički prikaz 41)

#### **Grafički prikaz 41.**

*Struktura ispitanika prema uvjerenju da ESG integracija doprinosi stabilnijim povratima tijekom vremena (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem)*

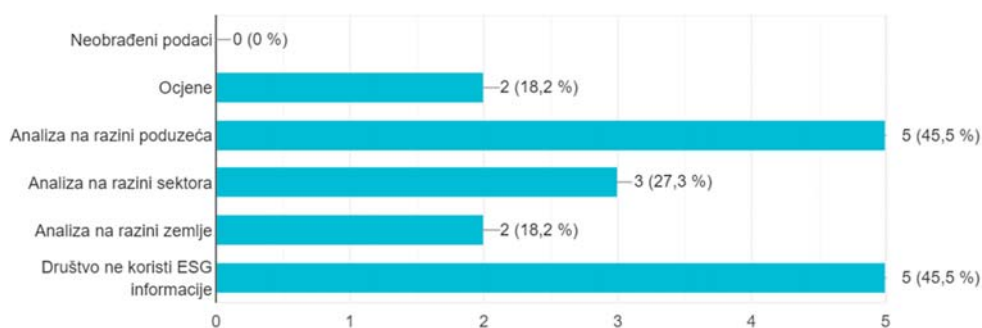


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Vrste ESG informacija koju koriste društva ispitanika sastoje se od analiza na razini poduzeća (45,5%, n=5), analiza na razini sektora (27,3%, n=3), analiza na razini zemlje (18,2%, n=2) i ESG ocjena (18,2%, n=2). Petero ispitanika (45,5%) ne koristi nikakve ESG informacije. (Grafički prikaz 42)

### Grafički prikaz 42.

*Struktura ispitanika prema vrsti ESG informacija koje koriste*

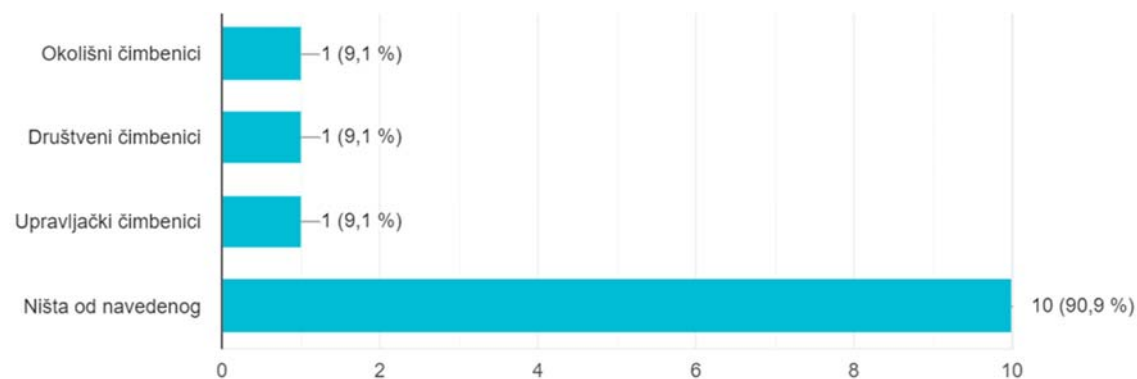


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Deset od jedanaest društava ispitanika (90,9%) nema određene detaljne upute (konkretna što-ako pravila) o tome kako se nositi s okolišnim, društvenim ili upravljačkim čimbenicima u društvu. Samo jedno društvo (9,1%) za sve navedene čimbenike ima određene detaljne upute. (Grafički prikaz 43)

### Grafički prikaz 43.

*Struktura ispitanika prema postojanju detaljnih uputa o tome kako se nositi s ESG čimbenicima*

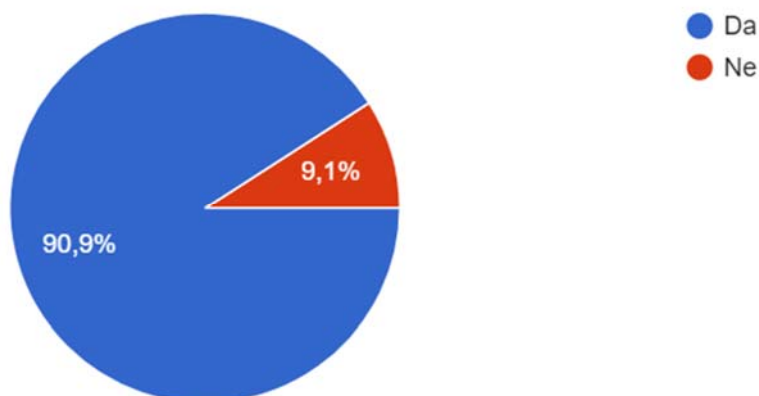


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

„Crveno označavanje“ može se opisati kao intenzivno praćenje i/ili isključivanje dionica izdavatelja koji su uključeni u ozbiljne probleme/kontraverze povezane s okolišem, društvom ili vladom. Ovakvu strategiju prilikom ulaganja primjenjuje 90,9% (n=10) ispitanika. (Grafički prikaz 44)

#### Grafički prikaz 44.

*Struktura ispitanika prema korištenju strategije „crvenog označavanja“ prilikom ulaganja fondova*

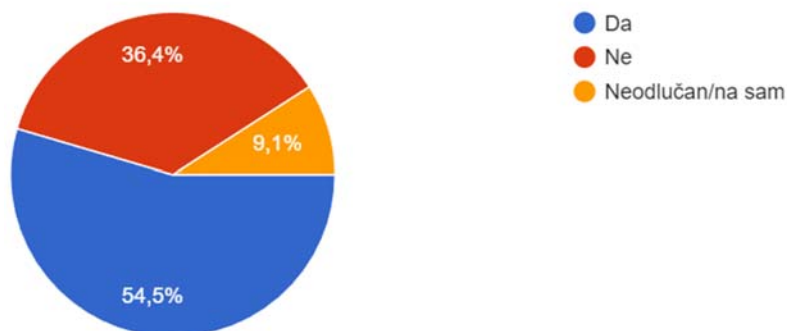


Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

Posljednje pitanje anketnog upitnika bilo je jesu li ispitanici i njihova društva u budućnosti spremni povećati izdvajanja za ESG fondove na temelju njihove financijske uspješnosti. Više od polovice, točnije šest ispitanika (54,5%) odgovorilo je kako planira povećati navedeno u budućnosti, dok je 36% (n=4) odgovorilo suprotno. Samo jedan ispitanik (9,1%) je u trenutku ispunjavanja bio neodlučan po tom pitanju. (Grafički prikaz 45)

#### Grafički prikaz 45.

*Struktura ispitanika prema spremnosti u povećanju izdvajanja za ESG fondove na temelju njihove financijske uspješnosti*



Izvor: Izrada autorice prema rezultatima anketnog istraživanja

### 4.3. Testiranje hipoteza i rasprava

#### **H<sub>1</sub>: Ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima spremni su i predani ulaganju u ESG fondove u svim okolišnim, društvenim i upravljačkim aspektima strategije**

Prva hipoteza pretpostavlja da su ključni upravitelji investicijskih fondova spremni i predani ulaganju u ESG fondove, i važnost predaju svim aspektima strategije. Percepcija investitora o društveno odgovornim ulaganjima složena je i višedimenzionalna. Istraživanja pokazuju da investitori u Europi pokazuju veću sklonost prema ulaganjima koja uzimaju u obzir društvene i ekološke aspekte (Barber, et. al. 2020; Dyck et al. 2019; Amel-Zahed i Serafeim 2018). Također, postoji značajan broj investitora koji su spremni žrtvovati dio svojih povrata za svrhe koje smatraju plemenitima, kao što su ekološka održivost ili društvena pravda (Folque et. al., 2021; Barber et.al., 2020). Međutim, postoje različiti obrasci i tendencije koje ukazuju na to da mnogi investitori uvijek ne primjenjuju svoje etičke principe kada su u pitanju konkretne investicijske odluke. Također, istraživanja ukazuju na rizik od "greenwashing-a", gdje tvrtke ili fondovi mogu reklamirati svoje ESG inicijative bez stvarne predanosti ili postignutih rezultata (Johan, 2023; Kim i Yoon, 2023; Raghunandan i Rajgopal, 2022). Osim toga, važno je naglasiti da se investitori često suočavaju s idejom da održivost može biti dugoročna strategija koja na kraju može dovesti do boljih povrata, čak i ako se trenutno suočavaju s nižim povratima. S obzirom na globalne promjene i povećanu svijest o klimatskim promjenama, mnogi analitičari predviđaju da bi ESG ulaganja mogla postati sve isplativija s vremenom, kada se promjene na tržištu i u politici bolje integriraju u poslovne modele (Whelan et.al., 2021). Kao što je istaknuto, istraživanja također nagovještavaju da europski investitori igraju ključnu ulogu u promicanju ESG politike. Sve u svemu, čini se da investitori balansiraju između financijskih očekivanja i društvenih odgovornosti, a trendovi u ESG investiranju će se vjerojatno nastaviti razvijati kako se situacija na tržištu i svijet oko nas mijenjaju. Istraživanja koja ispituju ovo područje igraju ključnu ulogu u oblikovanju budućih investicijskih strategija i razumijevanju ponašanja investitora. Prema anketnom upitniku provedenom u svrhu empirijskog istraživanja ovog diplomskog rada, ključni upravitelji i društva za upravljanje fondovima smatraju kako je klimatski rizik najveći pojedinačni čimbenik ESG-a, te je okoliš (klimatske promjene, upravljanje resursima i sl.) prioritet investicijske strategije 81,8% ispitanika. Samo 18,2% ispitanika daje prioritet društvenom aspektu ESG strategije, dok niti jedan ispitanik navedeno ne daje upravljačkom aspektu. S druge strane, većina ispitanika daje na važnosti ravnomjerno uravnoteženje sva tri aspekta ESG-a. Također, pregledom ESG strategija javno dostupnih na internetskim stranicama društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj, vidljivo je kako se model ocjenjivanja većinski temelji na okolišnim aspektima isključivanja. **Može se zaključiti kako ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima u Republici Hrvatskoj pridaju većinski fokus svoje strategije ulaganja u**

**okolišne probleme, dok su problemi društva i upravljanja još uvijek po strani.** No, prema spomenutim istraživanjima, društva za upravljanje fondovima, s fokusom na društvima koja posluju u Europskoj Uniji, predana su ulaganju u sve aspekte ESG strategije. Zbog navedenog može se očekivati, s razvojem svijesti o važnosti implementacije ESG strategije u RH, povećanje svijesti i predanosti takvog ulaganja na ovim prostorima.

**H<sub>2</sub>: Ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima pri odlukama o ulaganju u ESG fondove prednost daju analizama na razini kompanije/sektora u odnosu na primarne podatke**

Druga hipoteza pretpostavlja ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima pri odluci o ulaganju u ESG fondove prednost daju analizama na razini kompanije/sektora u odnosu na primarne podatke. Anketni ispitanici tijekom donošenja odluka o ulaganju u ESG fondove najčešće (60% ispitanika koji u svom portfelju imaju ESG fondove) koriste se analizama na razini poduzeća, dok se 40% bazira na analizama na razini sektora. Samo nekolicina (18,2%, n=2) ispitanika u svojim odlukama o ulaganju koristi primarne podatke, te se preferencija u korištenju podataka na razini tvrtke/sektora u odnosu na primarne podatke stvara zbog vremenske i troškovne učinkovitosti, dostupnosti podataka (npr. na web stranicama društva) te pouzdanosti i vjerodostojnosti podataka. S druge strane, većina ispitanika je spremna za povećanje upotrebe primarnih podataka u budućnosti. Također, može se istaknuti kako većina društava za upravljanje fondovima u RH ima svoj interni sustav ocjenjivanja kada je u pitanju ESG strategija ulaganja i mjerenje utjecaja ESG integracije na uspješnost ulaganja. Dosadašnja istraživanja pokazuju, da se s obzirom na zbunjujuće stanje ESG podataka, manja društva često oslanjaju na ESG rejting agencije dok veće kompanije razvijaju svoje interne modele ocjenjivanja (Park i Jang, 2021; Delmas i Blass, 2010; Sherwood i Pollard, 2017). Međutim, korištenje vanjskih agencija može rezultirati netransparentnošću zbog asimetrične distribucije informacija. Istraživanja sugeriraju da bi tvrtke trebale prije ulagati u vlastite interne ESG modele umjesto da se oslanjaju isključivo na agencijske ocjene (Drempetic et. al., 2019). **Može se zaključiti kako ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima u RH pri odlukama o ulaganju u ESG fondove prednost daju analizama na razini kompanije/sektora u odnosu na primarne podatke, kao što je, prema relevantnoj literaturi, praksa na globalnom tržištu.**



### **H<sub>3</sub>: Integriranje ESG standarda u investicijske strategije rezultirat će boljim financijskim performansama fondova**

Treća hipoteza pretpostavlja da bi integriranje ESG standarda u investicijske strategije rezultiralo boljim financijskim performansama. Prema dosadašnjim istraživanjima, pozitivni učinci ESG investiranja su izraženiji kod tvrtki s dugoročnijom prisutnošću na tržištu i većom medijskom pažnjom (Chen i Xie, 2022), kao i u vremena globalnih kriza (Wu et al., 2017)., kada ESG fondovi mogu ostvariti bolje povrate. Također, potrebno je napomenuti kako ESG ulaganja potiču inovacije koje mogu rezultirati značajnim financijskim koristima u dugom roku (Whelan et.al., 2020). Zbog visokih troškova implementacije ESG strategije, potiče se intervencija regulatora kako bi se podržale manje kompanije koje ne mogu financirati ESG aktivnosti zbog konkurencije na tržištu (Yung i Yoo, 2022). Potrebno je istaknuti kako su istraživanja dokazala kako su očekivani prinosi na dionice industrija zagađivača značajniji (Kuzmina et. al., 2023). Zbog još mladog tržišta „zelenih“ dionica u RH, njihovi prinosi još uvijek imaju manje prinose nego li su prinosi klasičnih fondova. Integracija ESG standarda u investicijske strategije na investicijskom tržištu RH još uvijek izaziva negativan stav kada je u pitanju financijska izvedba takvih fondova. Svi ispitanici koji u portfelju imaju ESG fondove slažu se kako je izvedba takvih fondova, u usporedbi s onima koji nisu ESG, nešto lošija, no ne i znatno lošija, u posljednje tri godine. No, s druge strane, anketni ispitanici su pozitivni kada je riječ o budućim financijskim prednostima ESG fondova i vjeruju kako ESG integracija doprinosi stabilnijim povratima s vremenom, te ističu kako je najveći problem nedostatak dugoročnog vremenskog niza podataka koji potvrđuju snažne performanse i prinose ESG fondova. **Može se zaključiti kako je u Republici Hrvatskoj tržište ESG fondova još premlado da bi se njegove financijske performanse mogle analizirati te, za sada, ESG integrirani fondovi donose nešto lošije prinose nego li fondovi koji to nisu, no prema relevantnoj literaturi očekuje se porast prinosa tijekom vremena.** No, ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima u RH jednoglasno se slažu da ESG integracija s vremenom može donijeti financijski stabilnije i otpornije tržište zbog efikasnijeg upravljanja rizikom, stabilnijih povrata, te rastuće potražnje za ESG proizvodima od strane klijenata, kao što je dokazano i kroz pregled spomenute literature.

## 5. ZAKLJUČAK

Ovaj diplomski rad putem prikupljanja podataka pomoću anketnog upitnika od strane ključnih upravitelja društava za upravljanje fondovima analizira spremnost društava za upravljanje fondovima u RH za integriranje ESG standarda u investicijske strategije. Putem empirijskog istraživanja i grafičkih prikaza rezultata, te rasprave o istraživačkim hipotezama, kao i pregleda relevantne literature, donose se zaključci. Provedeno istraživanje ističe važnost fokusa na sve aspekata ESG standarda kako bi investicijska strategija društava za upravljanje fondovima bila ravnomjerna i stabilna. Percepcija ključnih upravitelja investicijskim fondovima je ta da su okoliš i klimatske promjene najznačajniji i najrizičniji aspekt ESG strategije, što je uzrok već dobro znane i istražene politike održivosti koja se primarno fokusira na ciljevima očuvanja klime i okoliša. No, kako svijest o važnosti implementacije ESG strategije u RH bude rasla, za očekivati je da će se povećati i svijest o važnosti svih aspekata ESG-a.

Regulatorni okvir EU i ciljevi UN-a vezani uz ESG izvještavanje i strategiju dobro su poznati i, u slučajevima nekih društava za upravljanje fondovima, obvezni kod poslovanja društava. ESG ocjenjivanje i interna mjerila korištena su od društava koje su dio globalnih i europskih grupacija pa se za navedene interne rejtinge učestalo koriste podaci i analize sektora i kompanija čijim vrijednosnicama i dionicama društva upravljaju. Najveći problem kod korištenja primarnih podataka za analizu jesu troškovna i vremenska učinkovitost, no u budućnosti se može očekivati porast u prikupljanju podataka kroz ankete, intervjue i terenska istraživanja.

ESG fondovi se još uvijek mogu smatrati „mladima“ na hrvatskom tržištu te još uvijek ne pokazuju značajne financijske prinose za društva za upravljanje fondovima. Financijski prinosi će, kao i kod svjetskih ekonomija, biti vidljivi kroz vrijeme, te će omogućiti stabilnije i veće prinose zbog pozitivnog utjecaja na inovacije. Posljednjih godina napori društava za upravljanje fondovima u RH iznjedrili su više od 100 ESG fondova u koje društva polažu značajne nade za rast, te ultimativno, stabilizaciju i dobrobit tržišta kapitala RH.

Na temelju postavljenih hipoteza može se zaključiti da su ključni upravitelji društava za upravljanje fondovima u RH svjesni važnosti ESG-a, iako trenutno naglašavaju okolišne aspekte, a prednost daju analizama na razini kompanija i sektora. Očekuje se da će se, uz rastuću svijest i promjene na tržištu, situacija razvijati i dovesti do boljih financijskih performansi ESG fondova.

Uzevši u obzir uzorak istraživanja, dobivene rezultate ipak treba promatrati i s određenim oprezom. Naime, na anketni upitnik odgovorilo je 11 od 24 ciljane upravitelja društava, što čini povrat od 46 %. U tom smislu da bi se dobio reprezentativniji uvid u stanje ESG integracije, buduća istraživanja trebala bi obuhvatiti veći broj društava za upravljanje fondovima. Povećanje broja ispitanika može pomoći u boljem razumijevanju varijacija u pristupima i izazovima s kojima se suočavaju različite vrste društava.

Nadalje, buduća istraživanja mogu se i usmjeriti ka dugoročnom praćenju performansi ESG fondova kako bi se utvrdilo u kojoj mjeri ESG strategije utječu na prinos i stabilnost tržišta kapitala. Analiza na duži rok može pružiti jasniju sliku o stvarnim učincima ESG integracije na financijske rezultate. Nadalje, buduća istraživanja trebala bi detaljnije analizirati utjecaj regulatornih okvira EU i ciljeva UN-a na implementaciju ESG strategija u Hrvatskoj. Istraživanje kako regulacije i standardi utječu na odluke društava za upravljanje fondovima može pružiti uvide u potrebe za daljnjim prilagodbama politika i procedura. Pored toga uspoređivanje iskustava i praksi hrvatskih društava za upravljanje fondovima s onima u drugim europskim ili globalnim tržištima može pomoći u identifikaciji najboljih praksi i prilagodbi koje bi mogle biti korisne za tržište kapitala RH. Ove preporuke mogu pomoći u daljnjem razvoju i unapređenju istraživanja u području ESG-a, te pridonijeti boljem razumijevanju i implementaciji ESG standarda u društvima za upravljanje fondovima.

## LITERATURA

Amel-Zahed A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74 (3), 87-103.

Barber B., Morse A., & Yasuda A., (2020). Impact investing. *Journal of Financial Economics* 139: 162-185. SSRN Working paper, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2705556](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2705556)

Becker M. G., Martin F. & Walter A., (2021). The power of ESG transparency: the effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research letters*, Volume 47, Part B, June 2022, 102708, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102708>

Bergman M., Deckelbaum A., & Brad S. Karp B. (2020). The Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Introduction to ESG. Preuzeto 22. kolovoza 2024. s <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/01/introduction-to-esg/>

BlackRock Investments, Sustainable Investing. Preuzeto 30.7.2024. s <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/solutions/sustainable-investing#latest-insights>

Broccardo E., Hart O. & Zingales L. (2021). Exit vs. Voice. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 694/2020

Chen, S., Xiaoyan H., Zhang, Z. & Zhao, X. (2023). ESG Investment in China: Doing Well by Doing Good. *Pacific-Basin Finance Journal*, 77: 101907

Chen Z., & Xie G., (2022.). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors, *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>

COP28, UN Climate Change Conference (2023). Preuzeto 10.8.2024. s <https://unfccc.int/news/cop28-agreement-signals-beginning-of-the-end-of-the-fossil-fuel-era>

Delmas M. & Blass V.D. (2010). Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings. *Bus Strategy Environ*, 19(4):245–260

Direktiva o korporativnom izvještavanju o održivosti, EU, (2023/C 161/07), (2023)

Direktiva o održivoj dubinskoj analizi poduzeća, EU 2024/1760, (2024)

Drempetic S., Klein C., & Zwergel B., (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, 167 (2020), pp. 333-360

Dyck, A., K. Lins, L. Roth, & Wagner, H. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence, *Journal of Financial Economics*, 131: 693- 714.

Erste Asset Management Croatia d.o.o. (2024), Objave o informacijama o održivosti, Preuzeto 4.8.2024. s <https://www.erste-am.hr/hr/ulagatelji/odrziva-ulaganja>

Eurizon Asset Managementa Croatia d.o.o. (2024), Održivost, Preuzeto 1.8.2024. <https://www.eurizonam.hr/top-izbornik-10/odrzivost/3868>

Europska Centralna banka (2020.). Vodič o klimatskim i okolišnim rizicima, Nadzorna očekivanja povezana s upravljanjem rizicima i objavama, Preuzeto 2.8.2024. s <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks%7E58213f6564.hr.pdf>

Europska komisija (2019). Europski Zeleni Plan, Preuzeto 1.8.2024. s [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_19\\_6691](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_19_6691)

Europska komisija (2024). Europski Zeleni Plan, Preuzeto 1.8.2024. s [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)

Europsko parlament (2024). ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) RATING ACTIVITIES: COMMISSION PROPOSAL FOR A REGULATION ON THEIR TRANSPARENCY AND INTEGRITY - Q2 2023, Preuzeto 29.7.2024. s <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/carriage/esg-rating/report?sid=8201>

Europsko Vijeće (2024). Environmental, social and governance (ESG) ratings: Council and Parliament reach agreement, Preuzeto 25.7.2024. s <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>

EY (2022). Can resilience shape a shifting landscape? 2022 Global Alternative Fund Survey, Preuzeto 3.8.2024. s [https://www.ey.com/en\\_us/insights/wealth-asset-management/global-alternative-fund-survey](https://www.ey.com/en_us/insights/wealth-asset-management/global-alternative-fund-survey)

EY (2022). ESG Regulatory Reporting Asset Management Survey 2022. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) and EU taxonomy. Preuzeto 3.8.2024. s [https://www.ey.com/en\\_gl/financial-services-technical-resources/esg-regulatory-reporting-asset-management-survey-2022](https://www.ey.com/en_gl/financial-services-technical-resources/esg-regulatory-reporting-asset-management-survey-2022)

Foley B. J. (1993). Tržišta kapitala, Zagreb, Mate

Folqué, M., Escrig-Olmedo, E., & Santamaría, T. C. (2021). Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustainable Development*, 29(5), 876–890, <https://doi.org/10.1002/sd.2181>

Galema R., Plantinga A., & Scholtens B. (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment, *Journal of Banking and finance*, Vol. 32, Issue 12, Pages 2646-2654

HANFA (2021). Razvoj ESG strategije kao okosnice korporativnog upravljanja, Preuzeto 2.8.2024. s <https://www.hanfa.hr/media/gczic3ab/razvoj-esg-strategije-kao-okosnice-korporativnog-upravljanja-giku-2020.pdf>

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Investicijski fondovi, Preuzeto 1.8.2024. s <https://www.hanfa.hr/regulativa/investicijski-fondovi/>

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Društva za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima. Preuzeto 30.7.2024. s <https://hanfa.hr/registri/investicijski-fondovi/drustva-za-upravljanje-alternativnim-investicijskim-fondovima/>

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Društva za upravljanje UCITS fondovima. Preuzeto 1.8.2024. s <https://hanfa.hr/registri/investicijski-fondovi/drustva-za-upravljanje-ucits-fondovima/>

Hrvatska enciklopedija mrežno izdanje. Leksikografski zavod Miroslav Krlež, 2013. – 2024. Preuzeto 12.9.2024. s <https://www.enciklopedija.hr/clanak/fiducija>

Hrvatska gospodarska komora. Udruženje investicijskih fondova, Preuzeto 22.7.2024. s <https://www.hgk.hr/udruzenje-drustava-za-upravljanje-investicijskim-fondovima>

Hrvatska gospodarska komora, (2023). Preuzeto 22.7.2024. s <https://www.hgk.hr/dodijeljene-nagrade-top-of-the-funds-za-rezultate-u-2023-godini>

Hrvatska narodna banka. Klimatska strategija Hrvatske narodne banke, 2023., Preuzeto 1.8.2024. s <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/hnb-i-klimatske-promjene/klimatska-strategija>

International Labour Organisation's declaration on Fundamental Rights and Principles at Work, (1998). 86th International Labour Conference

Investco Ltd. (2021). ESG Investment Stewardship Report, 2022., Preuzeto 4.8.2024. s [https://www.invesco.com/content/dam/invesco/corporate/en/pdfs/reports/2021\\_ESG\\_Investment\\_Stewardship\\_Report.pdf#:~:text=Invesco%20has%20an%20investment-led%20ESG%20approach.%20Our%20Global?msocid=3c648dc91105686d37fa993f10716967](https://www.invesco.com/content/dam/invesco/corporate/en/pdfs/reports/2021_ESG_Investment_Stewardship_Report.pdf#:~:text=Invesco%20has%20an%20investment-led%20ESG%20approach.%20Our%20Global?msocid=3c648dc91105686d37fa993f10716967)

Johan S. (2023). ESG Mandates and Managerial Efficiency (ESG: Myths and Realities), Fraser Institute, Preuzeto 1.8.2024. s <https://www.fraserinstitute.org/studies/esg-mandates-and-managerial-efficiency>

Yung, Y. L., & Yoo, H. S., (2023). Environmental, social, and governance activities and firm performance: Global evidence and the moderating effect of market competition. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 2830–2839, <https://doi.org/10.1002/csr.2518>

KD Investments. KD Victoria. Prospekt i statut, Preuzeto 1.8.2024. s <https://e-trade.fima.com/documents/fondovi/KD%20victoria.pdf>

Kim, S., & A. Yoon, (2023). Analyzing active fund managers' commitment to ESG: Evidence from the United Nations principles for responsible investment. *Management Science*, 69 (2): 723-1322

Kuzmina J, Atstaja D, Purvins M, Baakashvili G, & Chkareuli V. (2023). In Search of Sustainability and Financial Returns: The Case of ESG Energy Funds. *Sustainability*. 2023; 15(3):2716, <https://doi.org/10.3390/su15032716>

Liu, M., Tongji, G, Weiyang Ping, & Liangqing Luo. (2023). Sustainability and Stability: Will ESG Investment Reduce the Return and Volatility Spillover Effects across the Chinese Financial Market? *Energy Economics* 121: 106674

McKinsey and Company (2017). From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal, Preuzeto 3.8.2024. s <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/from-why-to-why-not-sustainable-investing-as-the-new-normal>

Mishkin, F.S. & Eakins, S.G., (2005). *Financijska tržišta i institucije*. Zagreb, Mate

Morgan Stanley (2024.). 2023 ESG Report, Preuzeto 22.7.2024. s [https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Morgan\\_Stanley\\_2023\\_ESG\\_Report.pdf](https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Morgan_Stanley_2023_ESG_Report.pdf)

Nilsson, J. (2008). Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior. *Journal of Business Ethics*, 83: 307–25

Och M. (2020). Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?. Jan Ronse Institute for Company & Financial Law Working Paper No. 2020/05 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3738255>

Odobaša R. & Marošević K. (2023). EXPECTED CONTRIBUTIONS OF THE EUROPEAN CORPORATE SUSTAINABILITY REPORTING DIRECTIVE (CSRD) TO THE SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF THE EUROPEAN UNION, EU and comparative law issues and challenges series, Review Article UDK 338.2:502.131.1(4-67EU)

- Paccès A. M., (2021). Will the EU Taxonomy Regulation Foster a Sustainable Corporate Governance?. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 611/2021, Amsterdam Law School Research Paper No. 2021-32, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2021-09, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3940375>
- 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*. 2021; 9(3):48, <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>
- Przychodzen, J., Gómez-Bezares F., Przychodzen, W. & Larreina, M. (2016). ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives, *Sustainability Journal*, 8(10), 1078
- PWC (2021). The economic realities of ESG. Preuzeto 1.7.2024. s <https://www.pwc.com/gx/en/issues/reinventing-the-future/take-on-tomorrow/download/sbpwc-2021-10-28-Economic-realities-ESG.pdf>
- PWC (2023). Global Investors Survey 2023. Preuzeto 4.7.2024. s <https://www.pwc.com/gx/en/issues/c-suite-insights/global-investor-survey.html>
- Raghunandan, A., & S. Rajgopal, (2022). Do ESG funds make stakeholder-friendly investments? *Review of Accounting Studies* 27: 822-863
- Regulativa o ESG rejtingu, Council of the EU, 2023/0177, (2023.)
- Regulativa o izvještavanju o održivom financiranju (SFDR), EU 2019/2088, (2019.)
- Renneboog L., Ter Horst J., & Zhang C., (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking and finance*, Vol. 32, Issue 9, Pages 1723-1742
- Russel Investments, (2023). 2023 ANNUAL MANAGER ESG SURVEY, CLIMATE RISK DOMINATES, Preuzeto s 1.8.2024. s <https://russellinvestments.com/us/about-us/newsroom/2023/russell-investments-2023-esg-manager-survey>
- Sherwood M. W., & Pollard J., (2017). The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8: 26–44.
- Spaans L., Derwall J., Huij J., & Koedijk K., (2024). Sustainable Finance Disclosure Regulation: Voluntary Signaling or Mandatory Disclosure? <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4722820>
- Šlosar I., Sokolar I., & Hinšt D., (2024). Ideološki rizici kao druga strana ESG-a, CEA, Preuzeto 1.8.2024. s [https://www.cea-policy.hr/ideoloski-rizici-esg/#\\_ftn72](https://www.cea-policy.hr/ideoloski-rizici-esg/#_ftn72)



United Nations Environment – Finance Initiative, (2004). Who cares wins : connecting financial markets to a changing world, Preuzeto 10.8.2024. s [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)

Ujedinjeni narodi, (2023). Pariški Sporazum, United Nations Climate Conference. Preuzeto 1.7.2024. s <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

Uredba EU o Taksonomiji, Europska komisija, EU 2020/852, (2020.)

van Duuren, E., Plantinga, A. & Scholtens, B., (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics* 138, 525–533

Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance. *Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from, 1, 2015-2020.* [https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021-2.pdf](https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM_ESG-Paper_2021-2.pdf)

Wu J., Lodorfos G., Dean A., & Gioulmpaxiotis G., (2017). The Market Performance of Socially Responsible Investment during Periods of the Economic Cycle—Illustrated Using the Case of FTSE. *Managerial and Decision Economics*, 38(2), 238–251, <https://doi.org/10.1002/mde.2772>

Zakon o alternativnim investicijskim fondovima, NN 21/18 (2018), 126/19 (2019) i 110/21 (2021)

Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, NN 76/2022, (2022.)

Zakon o kreditnim institucijama, (2013.), čl. 103., NN 146/20, Sabor Republike Hrvatske, 3328,

Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2019/2088 o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga i Uredbe (EU) 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088, NN 70/2021, (2021.)

Zakon o tržištu kapitala, NN br. 65/18, 17/20, 83/21, (2021.)

## POPIS SLIKA, TABLICA I GRAFOVA

|   |    |
|---|----|
| <b>Tablica 1.</b> Društva registrirana za upravljanje UCITS fondovima u Republici Hrvatskoj u 2024. godini prema HANFA-i.....   | 16 |
| <b>Tablica 2.</b> Društva registrirana za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj u 2024. godini prema HANFA-i.....  | 17 |
| <b>Slika 1.</b> Struktura ulagatelja prema implementiranim ESG politikama, u %.....   | 19 |
| <b>Slika 2.</b> Motivacija državnih fondova za usvajanjem ESG politike, u %.....  | 20 |
| <b>Slika 3.</b> Erste Asset Management ESG alat za pomoć pri odabiru proizvoda.....   | 21 |
| <b>Grafički prikaz 1.</b> Struktura uzorka prema veličini društva (broju zaposlenih).....   | 26 |
| <b>Grafički prikaz 2.</b> Struktura uzorka prema poziciji ispitanika u društvu.....   | 26 |
| <b>Grafički prikaz 3.</b> Struktura uzorka prema godinama iskustva u upravljanju investicijskim fondovima..   | 27 |
| <b>Grafički prikaz 4.</b> Struktura prema oformljenom timu za ESG integraciju u društvu.....  | 27 |
| <b>Grafički prikaz 5.</b> Podjela ESG resursa prema organizacijskim jedinicama u društvu ispitanika.....  | 28 |
| <b>Grafički prikaz 6.</b> Struktura prema trenutnom ulaganju društva u ESG fondove.....   | 28 |
| <b>Grafički prikaz 7.</b> Struktura prema motivaciji društva da ulaže u ESG fondove.....  | 29 |
| <b>Grafički prikaz 8.</b> Struktura prema izazovima s kojima se društva suočavaju kod integracije ESG standarda.....  | 30 |
| <b>Grafički prikaz 9.</b> Struktura prema svjesnosti prednosti integracije ESG standarda (prikazano Likertovom ljestvicom) (1=nije svjesno, 5=u potpunosti je svjesno).....                             | 30 |
| <b>Grafički prikaz 10.</b> Struktura prema predanosti povećanju udjela ulaganja usklađenih s ESG-om u sljedećih 5 godina, prikazano Likertovom ljestvicom (1=nije predano, 5=u potpunosti je predano).. | 31 |
| <b>Grafički prikaz 11.</b> Struktura trenutne integracije ESG standarda u investicijskim strategijama društava, te vremenski period integracije.....  | 31 |
| <b>Grafički prikaz 12.</b> Struktura prema integraciji politike održivosti u društvu.....   | 32 |
| <b>Grafički prikaz 13.</b> Struktura prema vremenskom okviru integracije politike održivosti u društvu.....   | 33 |
| <b>Grafički prikaz 14.</b> Struktura prema metrikama ili ključnim pokazateljima uspješnosti koje društvo koristi za procjenu ESG izvedbe.....   | 33 |

|  |    |
|--|----|
| <b>Grafički prikaz 15.</b> <i>Struktura prema spremnosti ulaganja u ESG fondove (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nije spremno, 5=u potpunosti spremno).....</i>   | 34 |
| <b>Grafički prikaz 16.</b> <i>Struktura prema dostupnosti ESG ili izvještaja o održivosti u godišnjem financijskom izvještaju.....</i>   | 34 |
| <b>Grafički prikaz 17.</b> <i>Podrška treće strane u izradi ESG izvještaja ili izvještaja o održivosti u godišnjem financijskom izvještaju (iskazano u %).....</i>   | 35 |
| <b>Grafički prikaz 18.</b> <i>Resursi koje društva ispitanika koriste kako bi ostala informirana o ESG standardima.....</i>  | 35 |
| <b>Grafički prikaz 19.</b> <i>Podaci na koja se društva ispitanika primarno oslanjaju kada donose odluke o ulaganju u ESG fondove.....</i>   | 36 |
| <b>Grafički prikaz 20.</b> <i>Korištenje analize na razini tvrtke/sektora u svojim ESG investicijskim odlukama (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nikada, 5=uvijek).....</i>  | 36 |
| <b>Grafički prikaz 21.</b> <i>Korištenje primarnih podataka u odlukama o ulaganju u ESG (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nikada, 5=uvijek).....</i>   | 37 |
| <b>Grafički prikaz 22.</b> <i>Glavni razlozi zbog kojih ispitanici preferiraju analize na razini tvrtke/sektora u odnosu na primarne podatke.....</i>  | 37 |
| <b>Grafički prikaz 23.</b> <i>Analize na razini poduzeća/sektora pružaju dovoljno informacija za donošenje učinkovitih odluka o ESG ulaganju (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem).....</i> | 38 |
| <b>Grafički prikaz 24.</b> <i>Primarni podaci ključni su za stjecanje sveobuhvatnog razumijevanja ESG čimbenika u investicijskim odlukama (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem) .....</i>   | 38 |
| <b>Grafički prikaz 25.</b> <i>Struktura prema spremnosti za povećanje upotrebe primarnih podataka u svojim ESG investicijskim odlukama u budućnosti.....</i>   | 39 |
| <b>Grafički prikaz 26.</b> <i>Pružanje klijentima izvještavanje specifično za ESG, uključujući specifične ESG mjere, za postojeće ponude.....</i>  | 40 |
| <b>Grafički prikaz 27.</b> <i>Vrste ESG proizvoda kojima društva ispitanika u ovom trenutku upravljaju ili u koje ulažu.....</i>   | 40 |

|  |    |
|--|----|
| <b>Grafički prikaz 28.</b> <i>ESG proizvod za koji ispitanici vide najveći interes i/ili rast imovine u posljednjih 12 mjeseci.....</i>  | 41 |
| <b>Grafički prikaz 29.</b> <i>Najveći pojedinačni izazovi uključivanja informacija povezanih s ESG-om u donošenje investicijskih odluka.....</i>   | 41 |
| <b>Grafički prikaz 30.</b> <i>Struktura prema aktivnostima angažmana društva ispitanika.....</i>   | 42 |
| <b>Grafički prikaz 31.</b> <i>Struktura prema provođenju aktivnosti angažmana.....</i>   | 42 |
| <b>Grafički prikaz 32.</b> <i>Struktura prema tematici aktivnosti angažmana u ESG pitanja društava ispitanika.....</i>   | 43 |
| <b>Grafički prikaz 33.</b> <i>Struktura prema aspektima ESG-a kojem društva ispitanika daju prioritet u svojoj investicijskoj strategiji.....</i>  | 44 |
| <b>Grafički prikaz 34.</b> <i>Važnost ravnomjernog uravnoteženja svih ESG aspekta (ekološki, društveni i upravljački) u investicijskoj strategiji (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=uopće nije važno, 5=u potpunosti je važno.....</i>         | 44 |
| <b>Grafički prikaz 35.</b> <i>Uloga ESG čimbenika u procesu ulaganja društava ispitanika.....</i>  | 45 |
| <b>Grafički prikaz 36.</b> <i>Struktura prema tome kako integracija ESG-a utječe na uspješnost fonda društava ispitanika.....</i>  | 45 |
| <b>Grafički prikaz 37.</b> <i>Integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova društava ispitanika (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem).....</i> | 46 |
| <b>Grafički prikaz 38.</b> <i>Struktura ispitanika prema temeljnom uvjerenju da integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova.....</i>  | 46 |
| <b>Grafički prikaz 39.</b> <i>Struktura prema mišljenju postoje li dugoročne financijske koristi od ESG integracije.....</i>   | 47 |
| <b>Grafički prikaz 40.</b> <i>Razina rizika fondova integriranih u ESG u usporedbi s fondovima koji nisu ESG (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=nema rizika, 5=jako visok rizik).....</i>   | 48 |
| <b>Grafički prikaz 41.</b> <i>Struktura ispitanika prema uvjerenju da ESG integracija doprinosi stabilnijim povratima tijekom vremena (prikazano Likertovom ljestvicom: 1=u potpunosti se ne slažem, 5=u potpunosti se slažem).....</i>          | 48 |
| <b>Grafički prikaz 42.</b> <i>Struktura ispitanika prema vrsti ESG informacija koje koriste.....</i>   | 49 |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Grafički prikaz 43.</b> <i>Struktura ispitanika prema postojanju detaljnih uputa o tome kako se nositi s ESG čimbenicima.....</i>                          | <i>49</i> |
| <b>Grafički prikaz 44.</b> <i>Struktura ispitanika prema korištenju strategije „crvenog označavanja“ prilikom ulaganja fondova.....</i>                       | <i>50</i> |
| <b>Grafički prikaz 45.</b> <i>Struktura ispitanika prema spremnosti u povećanju izdvajanja za ESG fondove na temelju njihove financijske uspješnosti.....</i> | <i>50</i> |

## **SAŽETAK**

Svijest o utjecaju na okoliš i društvo sve je važnija u današnjem poslovnom okruženju, a strategije upravljanja koje uključuju ESG (Ekološke, Socijalne i Upravljačke) standarde postaju ključne za dugoročni uspjeh. Svrha i cilj ovog rada je teorijski i empirijski istražiti i identificirati stavove ključnih upravitelja društava za upravljanje fondovima u RH o integriranju ESG standarda u njihove investicijske strategije kako bi se definirala njihova spremnost i predanost ulaganju u ESG fondove, kao i informiranost o utjecaju takvog ulaganja za društvo za upravljanje fondovima i općenito tržište kapitala u RH. Ovaj rad doprinosi razumijevanju trenutne spremnosti i izazova u integraciji ESG standarda u investicijske strategije, te pruža uvid u buduće trendove i potencijalne promjene na hrvatskom tržištu fondova. Ključni nalazi ovog rada ističu kako su društva za upravljanje fondovima u RH spremna i predana integraciji ESG standarda u svoje investicijske strategije te prednost daju okolišnim aspektima strategije. Troškovna i vremenska učinkovitost najveći su izazov u korištenju primarnih podataka, te većina društava koristi analize na razini tržišta/kompanije pri odlukama o ulaganju u ESG fondove. ESG fondovi su još uvijek relativno novi na hrvatskom tržištu i trenutno ne pokazuju značajne financijske prinose, no u budućnosti se očekuje rast njihovih financijskih performansi zbog pozitivnog utjecaja na inovacije i stabilnost tržišta.

Ključne riječi: ESG standardi, društva za upravljanje fondovima, investicijska strategija

## **SUMMARY**

Awareness of the impact on the environment and society is increasingly important in today's business environment, and management strategies that include ESG (Environmental, Social and Governance) standards are becoming key to long-term success. The purpose and goal of this paper is to theoretically and empirically investigate and identify the attitude of key managers of asset management companies in the Republic of Croatia on the integration of ESG standards into their investment strategies in order to define their willingness and commitment to invest in ESG funds, as well as their awareness of the impact of such investment for asset management company and general capital market in the Republic of Croatia. This paper contributes to the understanding of the current readiness and challenges in the integration of ESG standards into investment strategies, and provides insight into future trends and potential changes in the Croatian fund market. The key findings of this paper point out that fund management companies in the Republic of Croatia are ready and committed to integrating ESG standards into their investment strategies and give priority to environmental aspects. Cost and time efficiency are the biggest challenges in using primary data, and most companies use market/company level analysis when making investment decisions in ESG funds. ESG funds are still relatively new on the Croatian market and currently do not show significant financial returns, but their financial performance is expected to grow in the future due to the positive impact on innovation and market stability.

Key words: ESG standards, asset management companies, investment strategy

## PRILOG 1: ANKETNI UPITNIK

# STAVOVI O INTEGRIRANJU ESG STANDARDA U INVESTICIJSKE STRATEGIJE DRUŠTVA

**B** *I* U ↻ ✕

Poštovani,

moje ime je Dora Kezić i studentica sam pete godine diplomskog studija smjer Ekonomska politika i financijska tržišta na Ekonomskom fakultetu Splitu. U svom diplomskom radu fokusiram se na ESG standarde i njihovu integraciju u Društvima za upravljanje fondovima. Budući da ste osoba zaposlena u Društvu, ovim putem Vas molim da izdvojite svojih 10 minuta i popunite anketni upitnik u nastavku. Odgovori su u potpunosti anonimni i bit će tretirani u skladu sa Europskim kodeksom ponašanja za istraživački integritet. Odgovori će biti prezentirani u agregiranom obliku i u istraživačke svrhe. Vaša sudjelovanje je u potpunosti dobrovoljno. Ukoliko imate ikakvih pitanja ili nedoumica, slobodno me kontaktirajte na mail dkezic00@live.efst.hr.

Hvala Vam na Vašem vremenu i trudu.

Vaš odgovor je od neprocjenjivog značaja za izradu mog diplomskog rada.

Naziv Društva: \*

Tekst kratkog odgovora

Veličina Društva prema broju zaposlenih: \*

**B** *I* U ↻ ✕

- Mikro (manje od 10 zaposlenih)
- Malo (od 10 do 50 zaposlenih)
- Srednje (od 50 do 250 zaposlenih)
- Veliko (više od 250 zaposlenih)



Vaša pozicija u Društvu: \*

- Niži menadžment
- Srednji menadžment
- Viši menadžment

Godine iskustva u upravljanju fondovima: \*

- Manje od 1 godine
- od 1 do 3 godine
- od 4 do 7 godina
- od 8 do 10 godina
- Više od 10 godina

Ima li Vaše Društvo poseban tim ili osoblje za ESG integraciju? \*

- Da
- Ne
- Naše Društvo je u procesu formiranja tima za ESG integraciju

Kojem organizacijskom dijelu uglavnom pripadaju specijalizirani ESG resursi? (Molimo označite sve što se primjenjuje) \*

- Tim za upravljanje imovinom
- Tim za analizu
- Tim za praćenje usklađenosti
- Tim za upravljanje rizicima
- Tim za internu reviziju
- Tim za podršku poslovanju i računovodstvo
- Tim za sprječavanje pranja novca
- Tim za prodaju i marketing
- Tim za korporativne i pravne poslove
- Specijalizirani ESG tim
- Nije primjenjivo
- Ostalo...

Koji kadar (specijaliste) zapošljavate kao ESG stručnjake u Vašem Društvu: \*

- Ekonomisti
- Pravnici
- Sociolozi
- Stručnjaci za okoliš (agronomi, industrijski inženjeri i sl.)
- Ostalo...

Ulaže li Vaše Društvo trenutno u ESG fondove? \*

Da

Ne

Ako je odgovor na prethodno pitanje „Da“, koji je postotak vašeg portfelja dodijeljen ESG fondovima?

Manje od 10%

10-25%

26-50%

51-75%

više od 75%

Što motivira vašu tvrtku da integrira ESG standarde? (Molimo odaberite sve primjenjivo) \*

Regulatorni zahtjevi

Etička razmatranja

Potražnja investitora

Upravljanje rizikom

Dugoročni financijski učinak

Ostalo...

Koji su glavni izazovi s kojima se Vaše Društvo suočava kod integracije ESG standarda? \*  
(Molimo odaberite sve primjenjivo)

- Nedostatak stručnosti
- Visoki troškovi implementacije
- Ograničena dostupnost podataka
- Regulatorna nesigurnost
- Nedostatak potražnje investitora
- Ostalo...

Kako Vaše Društvo rješava te izazove? \*

Tekst dugog odgovora

Koliko je Vaše Društvo svjesno prednosti integracije ESG standarda? \*

Nije svjesno      1      2      3      4      5      U potpunosti svjesno

Koliko je Vaše Društvo predano povećanju udjela ulaganja usklađenih s ESG-om u sljedećih 5 godina? \*

Nije predano      1      2      3      4      5      Potpuno predano

Integrira li Vaše Društvo trenutno ESG standarde u svoje investicijske strategije? \*

- Da
- Ne
- U procesu je integracije

Ukoliko je na prethodno pitanje odgovor „Da“, koliko dugo Vaše Društvo ulaže napore u integraciju ESG standarda?

- Manje od 1 godine
- Od 1 do 3 godine
- Više od 3 godine

Kako Vaše Društvo mjeri utjecaj ESG integracije na uspješnost ulaganja? \*

Tekst dugog odgovora

Ima li Vaše Društvo politiku o održivosti ili politiku o zaštiti okoliša koja jasno definira ciljeve i aktivnosti koje umanjuju ili u potpunosti uklanjaju ekološki otisak (eng. Ecological footprint) Društva? \*

- Da
- Ne

Ukoliko je na prethodno pitanje odgovor „Da“, molimo Vas da navedete tko je potpisnik navedene politike?

- Uprava Društva
- Osoba u Društvu zadužena za upravljanje rizikom okoliša
- Ostalo...

Ima li Vaše Društvo vremenski okvir za potpunu integraciju ESG standarda u sve investicijske strategije? Ukoliko je odgovor "Da", molimo navedite vremenski okvir u sekciji "Ostalo". \*

- Ne
- Ostalo...

Molimo navedite pojedinosti o svim dodatnim ESG relevantnim standardima i certifikatima i/ili članstvima koje posjedujete: \*

- Application of the IFC Environmental
- Health and Safety Guidelines
- International Labour Standards
- G4 Sustainability Reporting Guidelines
- Members of the Carbon Disclosure Project
- Ne posjedujemo dodatne ESG certifikate

Koje metrike ili ključne pokazatelje uspješnosti Vaše Društvo koristi za procjenu ESG izvedbe? \*  
(Odaberite sve primjenjivo)

- Ugljični otisak
- Mjerila društvenog utjecaja
- Rezultati upravljanja
- ESG ocjene trećih strana
- Društvo ne koristi metrike ili ključne pokazatelje uspješnosti za procjenu ESG izvedbe
- Ostalo...

U kojoj se mjeri slažete sa sljedećom izjavom: "Naše je Društvo spremno ulagati u ESG fondove u svim ekološkim, društvenim i upravljačkim aspektima." \*

- 1      2      3      4      5
- Uopće se ne slažem                                    U potpunosti se slažem

Objavljuje li Vaše Društvo javno dostupni ESG izvještaj ili izvještaj o održivosti u godišnjem finansijskom izvještaju? \*

- Da
- Ne

Jeste li u prethodnoj godini imali podršku treće strane u izradi ESG izvještaja ili izvještaja o održivosti u godišnjem finansijskom izvještaju? Ukoliko je Vaš odgovor "Da", ljubazno Vas molimo da navedete naziv treće strane u sekciji "Ostalo". \*

- Ne
- Ostalo...

Koje resurse Vaše Društvo koristi kako bi ostalo informirano o ESG standardima? (Odaberite sve primjenjivo) \*

- Industrijska izvješća
- Obuke i radionice
- Konzultanti
- Interno istraživanje
- Društvo se ne informira o ESG standardima
- Ostalo...

Na koje se podatke primarno oslanjate kada donosite odluke o ulaganju u ESG fondove? \*

- Analize na razini poduzeća
- Analize na razini sektora
- Primarni podaci (npr. izravne ankete, intervjui, terenski podaci)
- Društvo ne ulaže u ESG fondove
- Ostalo...

Koliko često koristite analize na razini tvrtke/sektora u svojim ESG investicijskim odlukama? \*

- |       |                       |                       |                       |                       |                       |        |
|-------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------|
|       | 1                     | 2                     | 3                     | 4                     | 5                     |        |
| Nikad | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Uvijek |



Koliko često koristite primarne podatke (npr. izravne ankete, intervjue, terenske podatke) u svojim odlukama o ulaganju u ESG? \*

Nikad      1      2      3      4      5      Uvijek

Koji su glavni razlozi zbog kojih bi preferirali analize na razini tvrtke/sektora u odnosu na primarne podatke? (Odaberite sve primjenjivo) \*

- Vremenska učinkovitost
- Troškovna učinkovitost
- Pouzdanost i vjerodostojnost
- Dostupnost
- Standardizacija i usporedivost
- Preferiram korištenje primarnih podataka
- Ostalo...

U kojoj se mjeri slažete sa sljedećom izjavom: "Analize na razini poduzeća/sektora pružaju dovoljno informacija za donošenje učinkovitih odluka o ESG ulaganju." \*

Uopće se ne slažem      1      2      3      4      5      U potpunosti se slažem

U kojoj se mjeri slažete sa sljedećom izjavom: "Primarni podaci ključni su za stjecanje sveobuhvatnog razumijevanja ESG čimbenika u investicijskim odlukama." \*

Uopće se ne slažem      1      2      3      4      5      U potpunosti se slažem

Jeste li spremni za povećanje upotrebe primarnih podataka u svojim ESG investicijskim odlukama u budućnosti? \*

Da

Ne

Kada ESG inputi ili problemi najčešće utječu na investicijske odluke Vašeg Društva? \*

- Kada je materijalnost posebnog problema ESG-a visoka uz mogućnost smanjenja sigurnosnog rizika
- Kada je materijalnost posebnog problema ESG-a visoka sa sposobnošću poticanja pozitivnih povrata na ...
- Kada se pitanje upravljanja smatra materijalno značajnim
- Kada se pitanje klimatskog rizika smatra materijalno značajnim
- Kada se pitanje društvenog rizika smatra materijalno značajnim
- ESG čimbenici ne pokreću investicijske odluke

Pružate li klijentima izvještavanje specifično za ESG, uključujući specifične ESG mjere, za postojeće ponude? \*

Da, za ESG specifične strategije i one koje to nisu

Da, ali samo za strategije s ESG oznakom

Ne

Koje ESG mjerne podatke prijavljujete u izvještaju za klijente? \*

- Emisije ugljika
- ESG rezultati (izvedeni izvana)
- ESG rezultati (interno izvedeni)
- Statistiku raznolikosti
- Mjerni podaci o utjecaju s poravnanjem ciljeva održivog razvoja
- Metrika klimatske tranzicije (npr. emisije ugljika)
- Regulatorni mjerni podaci EU-a (npr. glavni štetni učinci ili EU taksonomija)
- Mjerni podaci o utjecaju izvan poravnanja ciljeva održivog razvoja
- U izvještaju za klijente ne prijavljujemo ESG mjerne podatke
- Ostalo...

Kojim vrstama ESG proizvoda u ovom trenutku upravljate ili u koje ulažete? \*

- ESG-integrirani fond
- Negativni/isključujući ESG proizvodi temeljeni na screening procesu tvrtke u koju se ulaže
- Proizvodi temeljeni na ESG utjecaju
- Održivi ili tematski proizvodi
- Najbolji u klasi/pozitivni proizvodi temeljeni na screening procesu tvrtke u koju se ulaže
- Proizvodi na neto nuli (net-zero aligned)
- Ne upravljamo ESG proizvodima

Za koju vrstu ESG proizvoda vidite najveći interes i/ili rast imovine u posljednjih 12 mjeseci? \*

- ESG-integrirani fond
  - Negativni/isključujući ESG proizvodi temeljeni na screening procesu tvrtke u koju se ulaže
  - Proizvodi temeljeni na ESG utjecaju
  - Održivi ili tematski proizvodi
  - Najbolji u klasi/pozitivni proizvodi temeljeni na screening procesu tvrtke u koju se ulaže
  - Proizvodi na neto nuli (net-zero aligned)
  - Ne upravljamo ESG proizvodima
- 

Što je najveći izazov za integraciju ESG informacija u Vašem Društvu? \*

- Različiti interesi klijenata
- Smanjenje tržišta u koji se može uložiti
- Negativan utjecaj na performanse Društva
- Nejasan ESG utjecaj
- Nejasan utjecaj vrednovanja ESG informacija
- Nemamo problema s integracijom ESG strategije
- Ostalo...

Po vašem mišljenju, koji je najveći pojedinačni izazov uključivanja informacija povezanih s ESG-om u donošenje investicijskih odluka? \*

- Klimatski rizik
- Socijalna pitanja općenito
- Problemi zaštite okoliša općenito
- Raznolikost i uključenost
- Nije primjenjivo
- Ostalo...

Koji je najveći pojedinačni problem ESG-a prema povratnim informacijama vaših klijenata? \*

- Aktivno praćenje metrike klimatskih rizika s matricom rizika i podešavanjem položaja ESG-a u matrici
- Angažman
- Isključenje
- Ostalo...

Što je od sljedećeg točno u vezi s aktivnostima angažmana Vašeg Društva? \*

- Redoviti sastanci s upravom na kojoj se uvijek raspravlja o ESG pitanjima
- Redoviti sastanci s upravom na kojima se povremeno raspravlja o ESG pitanjima
- Redoviti sastanci s upravom na kojima se rijetko raspravlja o ESG pitanjima
- Društvo ni na koji način ne raspravlja o ESG pitanjima

Ako je primjenjivo, tko općenito provodi takve aktivnosti angažmana?

- Viši analitičari/PM-ovi kao dio redovitih sastanaka s upravom
- Posvećeni tim za ESG/angažman/aktivno vlasništvo
- Investicijski stručnjaci koji nisu više u ulozi podrške višim investicijskim stručnjacima
- Vanjski suradnici

Što se tiče vaših aktivnosti angažiranja na ESG pitanjima, na koju se temu Vaše Društvo najviše usredotočuje? \*

- Pitanja vezana uz upravljanje ili odbor
- Klimatski rizik ili druge ekološke teme
- ESG objave
- Raznolikost, pravednost i uključenost
- Upravljanje ljudskim kapitalom
- Ne bavimo se ESG pitanjima

Kojim aspektima ESG-a Vaše Društvo trenutno daje prioritet u svojoj investicijskoj strategiji? \*

- Okoliš (npr. klimatske promjene, upravljanje resursima)
- Društveni (npr. radna praksa, utjecaj na zajednicu)
- Upravljanje (npr. raznolikost odbora, korporativna etika)

Koliko je važno za vašu tvrtku ravnomjerno uravnotežiti sva tri ESG aspekta (ekološki, društveni i upravljački) u svojoj investicijskoj strategiji? \*

Uopće nije važno      1      2      3      4      5      Vrlo važno

ESG čimbenici odnose se na okolišne (npr. procjena emisija ugljika, potrošnja vode i energije i upravljanje otpadom), društvene (npr. zadovoljstvo zaposlenika, raznolikost i ljudska prava) i čimbenike korporativnog upravljanja (uprava, neovisnost odbora, naknade). Igraju li ESG čimbenici ulogu u vašem procesu ulaganja? Odaberite odgovor koji najbolje opisuje vaš pristup.

- Da, to je implicitno uključeno u analizu ulaganja
- Da, to mi je u pozadini kad analiziram potencijalno ulaganje
- Da, ESG informacije se eksplicitno obrađuju na kvantitativni način
- Da, koristim ESG informacije na drugi način (spomenuti posebne ESG politike i/ili postupke)
- Da, koristim i kvantitativne i kvalitativne ESG informacije
- Da, koristim kvalitativne ESG informacije pri analizi potencijalnog ulaganja
- Ne

Po vašem mišljenju, kako integracija ESG-a utječe na uspješnost fonda? \*

- Negativno
- Neutralno
- Pozitivno
- Smanjenje rizika
- Dugoročni pozitivan učinak na performanse

U kojoj se mjeri slažete sa sljedećom izjavom: "Integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova." \*

- 1      2      3      4      5
- Uopće se ne slažem                        U potpunosti se slažem

Koji je vaš primarni temelj za uvjerenje da "Integriranje ESG standarda u investicijske strategije poboljšava financijsku izvedbu fondova"? (Odaberite sve primjenjivo) \*

- Povijesni podaci o izvedbi
- Akademska istraživanja
- Industrijska izvješća
- Interna analiza
- Nisam ovoga uvjerenja
- Ostalo...



Koji bi dodatni podaci ili dokazi ojačali vaše uvjerenje o financijskim prednostima integracije ESG-a? \*

Tekst dugog odgovora

Kakva je financijska izvedba vaših fondova integriranih u ESG u usporedbi s vašim fondovima koji nisu ESG u posljednje 3 godine? \*

- Znatno bolje
- Nešto bolje
- Otprilike isto
- Nešto lošije
- Znatno lošije
- Nije primjenjivo (Nema sredstava koja nisu ESG za usporedbu)

Koju financijsku metriku koristite za procjenu uspješnosti svojih fondova integriranih u ESG? (Odaberite sve primjenjivo) \*

- Sharpe-ov omjer
- Alfa
- Beta
- Ostalo...

Jeste li primijetili dugoročne financijske koristi od ESG integracije? Ukoliko je odgovor na pitanje "Da", molimo navedite primjere u sekciji "Ostalo". \*

- Ne
- Nema dovoljno podataka za određivanje
- Ostalo...

Kako vidite razinu rizika fondova integriranih u ESG u usporedbi s fondovima koji nisu ESG? \*

- |                   |                       |                       |                       |                       |                       |                  |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------|
|                   | 1                     | 2                     | 3                     | 4                     | 5                     |                  |
| Mnogo manji rizik | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Mnogo veći rizik |

Vjerujete li da ESG integracija doprinosi stabilnijim povratima tijekom vremena? \*

- |                    |                       |                       |                       |                       |                       |                        |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|
|                    | 1                     | 2                     | 3                     | 4                     | 5                     |                        |
| Uopće se ne slažem | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | U potpunosti se slažem |

Koju vrstu ESG informacija koristite? (moguće je više odgovora) \*

- Neobrađeni podaci
- Ocjene
- Analiza na razini poduzeća
- Analiza na razini sektora
- Analiza na razini zemlje
- Društvo ne koristi ESG informacije
- Ostalo...

Naše Društvo ima detaljne upute (konkretna što-ako pravila) o tome kako se nositi s navedenim (moguće je više odgovora): \*

- Okolišni čimbenici
- Društveni čimbenici
- Upravljački čimbenici
- Ništa od navedenog

"Crveno označavanje" može se opisati kao intenzivno praćenje i/ili isključivanje dionica izdavatelja koji su uključeni u ozbiljne probleme/kontraverze povezane s okolišem, društvom ili vladom. Primjenjujete li prilikom ulaganja fondova ovu strategiju? \*

- Da
- Ne

Planirate li u budućnosti povećati izdvajanja za ESG fondove na temelju njihove financijske uspješnosti? \*

- Da
- Ne
- Neodlučan/na sam