



IILAB WORKING PAPER SERIES

IILAB SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN

UDC

No. 01-04

Mario Brnić

**Perspektive ulaganja obveznih mirovinskih
fondova u Republici Hrvatskoj u zelena
ulaganja**



Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet

Mario Brnić

**Perspektive ulaganja obveznih mirovinskih
fondova u Republici Hrvatskoj u zelena
ulaganja**

Mario Brnić

Stavovi izraženi u ovom radnom dokumentu su stavovi autora i ne predstavljaju nužno stav Institutional investors LAB-a niti Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Rad nije prošao službenu recenziju ili odobrenje. Rad se objavljuje kako bi se iznijeli komentari na istraživanje u tijeku prije nego što se u konačnom obliku objavi u akademskom časopisu ili negdje drugdje.

Copyright by Mario Brnić

Sva prava pridržana.

Dijelovi teksta mogu se citirati pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

SAŽETAK

S obzirom da su prinosi na obveznice na globalnoj razini iz godine u godinu sve niži, a financiranje mirovinskih planova i ulaganje mirovinskih fondova pred velikim izazovima zbog pojave koronavirusa, mirovinski fondovi i drugi institucionalni investitori traže alternativne načine ulaganja kako bi povećali prinos, ali i potaknuli investicije u neke druge, održive oblike imovine. Zeleni projekti, posebno održivi izvori energije i „čista“ tehnologija u sljedećih 20 godina zahtijevat će značajna ulaganja privatnog i državnog kapitala. U nekim razvijenim zemljama Europe i svijeta, kao što su Danska, Nizozemska i SAD, već se ulažu značajna sredstva u zelene investicije, odnosno sustave koji čuvaju okoliš. U Republici Hrvatskoj već postoje određene inicijative koje analiziraju održivost i budućnost zelenih projekata, promatrajući imovinu fonda i prinose koji bi se takvim ulaganjima mogli ostvariti.

Cilj ovoga rada je analizirati potencijal koji postoji u ulaganju u zelene inicijative te uočiti koje su perspektive takvih ulaganja u Republici Hrvatskoj. Kroz prikaz razvoja, vrsta i uloga mirovinskih fondova u svijetu i u Hrvatskoj moguće je donijeti određene zaključke o održivosti takvih ulaganja u budućnosti. Velika važnost posvetit će se promjenama regulativa koje određuju limite na ulaganja na tržištu. U tom smislu, velika je uloga države koja bi trebala poticati alternativna ulaganja donošenjem jasnih i konzistentnih zakona. Zelena ulaganja trenutno su nedovoljno konkurentna i nekomercijalizirana pa i mirovinski fondovi nemaju veliki poticaj ulagati u njih jer nemaju financijsku korist. Također, usmjerit će se pažnja i na financijske instrumente i mehanizme ulaganja te objasniti one koji su najprihvatljiviji sa stajališta rizika i prinosa.

Ključne riječi

obveznica, obvezni mirovinski fond, zelene investicije, regulativa, financijski instrumenti, mehanizmi ulaganja

1. UVOD

U radu se promatraju obvezni mirovinski fondovi u svijetu te u Republici Hrvatskoj i njihov potencijal za ulaganjem u sve popularnije zelene projekte. Zelene inicijative u posljednje vrijeme su aktualne u mnogim zemljama, a naročito na području Europske Unije. Razlog njihove popularnosti može se pronaći u sve većim željama Vlada pojedinih zemalja u pronalasku novih projekata koji bi osim visokog prinosa djelovali i na zaštitu okoliša i održivost gospodarstva. Još jedan, aktualni razlog zbog kojeg bi se Vlade mogle okrenuti ulaganju u zelene projekte je svakako pojava koronavirusa, odnosno potencijalne koronakrize gdje je potrebno na vrijeme reagirati te osmisliti novu strategiju ulaganja kako bi se na vrijeme osiguralo uredno podmirivanje svih obveza te izbjegao rizik nedostatnih financijskih sredstava. U posljednjih nekoliko godina mnoge zemlje pokrenule su razne inicijative kako bi tema zelenih ulaganja došla u prvi plan i pronašla svoje mjesto na tržištu. Unatoč sve većoj popularnosti, još uvijek je značajna velika uloga države u pružanju potpore zelenim projektima.

Cilj rada je opisati trenutno stanje ulaganja obveznih mirovinskih fondova u zelene projekte, analizirati zemlje koje u takve projekte ulažu najviše te prokomentirati u kojoj fazi takvog ulaganja se nalazi Hrvatska. Također, cilj je i izvući neke pouke od razvijenijih zemalja koje bi se mogle upotrijebiti prilikom donošenja odluka na razini Republike Hrvatske.

Mirovinski fondovi jedan su od najznačajnijih institucionalnih investitora i financijskih posrednika na suvremenim financijskim tržištima. Mirovinski fondovi zasebna su imovina u vlasništvu članova fonda, štedne su financijske institucije koje zaposlenim osobama omogućavaju štednju novčanih sredstava, ali nude i usluge socijalnog i životnog osiguranja. Sredstva koja mirovinski fondovi prikupljaju ulažu se u različitu imovinu na financijskom tržištu, a u posljednje vrijeme puno se govori u ulaganju u zelenu imovinu, odnosno zelene projekte. Zeleni projekti obuhvaćaju širok spektar: od održive poljoprivrede, gospodarenja otpadom, vodne infrastrukture i pročišćavanja otpadnih voda, solarne, geotermalne i hidroenergije, održive proizvodnje hrane itd. Također, svi infrastrukturni projekti koji su klimatski otporni ili ublažavaju emisiju stakleničkih plinova mogu se svrstati u zelene projekte. Zeleni rast se prema OECD-u može promatrati kao jedan od načina za ostvarenje gospodarskog rasta i razvoja, uz istovremeno sprječavanje degradacije okoliša i gubitka prirodnih resursa. Ima za cilj dovesti do ekološki održivog modela rasta, a da bi se tako nešto moglo postići potrebno je potaknuti konkurenciju i inovacije kako bi se stvorile neke nove mogućnosti za rast i napredak.

2. PREGLED LITERATURE I OBILJEŽJA MIROVINSKIH FONDOVA

U literaturi se prvenstveno mogu pronaći podaci o ulaganju mirovinskih fondova u zelena ulaganja u svijetu, dok se podaci za Republiku Hrvatsku većinom pronalaze u izvještajima mirovinskih fondova koja su takva ulaganja poduzela.

OECD u mnogim publikacijama spominje zelene projekte i spektar koji obuhvaćaju - od održive poljoprivrede, gospodarenja otpadom, vodne infrastrukture i pročišćavanja otpadnih voda, solarne, geotermalne i hidroenergije, održive proizvodnje hrane itd. Također, svi infrastrukturni projekti koji su klimatski otporni ili ublažavaju emisiju stakleničkih plinova mogu se svrstati u zelene projekte. Zeleni rast može se promatrati kao jedan od načina za ostvarenje gospodarskog rasta i razvoja, uz istovremeno sprječavanje degradacije okoliša i gubitka prirodnih resursa. Ima za cilj dovesti do ekološki održivog modela rasta, a da bi se tako nešto moglo postići potrebno je potaknuti konkurenciju i inovacije kako bi se stvorile neke nove mogućnosti za rast i napredak (OECD, 2011.).

Kako bi se zeleno financiranje shvatilo kao perspektivno i s potencijalom za budućnost, doneseno je nekoliko ključnih pravila kojih se potrebno pridržavati (OECD, 2016.): postavljanje jasnih i dugoročnih ciljeva u planiranju zelene infrastrukture i donošenju politika usmjerenih na klimatske promjene, pravodobno donošenje zakona koji bi uklonili subvencije na fosilna goriva i uspostavili dobro usmjerene poticaje kojim bi se potaknula ulaganja u obnovljive izvore energije, osiguranje financijskih instrumenata koji će omogućiti zadovoljavajući povrat na zelene projekte, povećanje resursa za istraživanja i razvoj usmjerena na zelenu infrastrukturu te promicanje „zelenijeg“ ponašanja potrošača, proizvođača i investitora.

Prema (Climate Bonds, 2019.), u 2019. godini najviše zelenih projekata bilo je u sektoru energije i građevinarstva, što je i očekivano s obzirom da su navedena dva sektora među najprofitabilnijima u svijetu. Iza njih su održivi oblici transporta, zatim razna ulaganja u vodenu infrastrukturu te ulaganja s ciljem što kvalitetnijeg gospodarenja otpadom, koji u današnje vrijeme predstavlja veliku opasnost za klimatske promjene.

UN (2011.) navodi da prednosti zelenih projekata mogu biti razni, a neki od njih su povećanje gospodarske aktivnosti smanjenjem pritiska na javne financije jer dolazi do smanjenja korištenja fosilnih goriva te smanjenja izdataka nastalih tradicionalnim načinima grijanja i hlađenja. Energetski učinkovita infrastruktura i programi sa sobom nose i smanjenje

zdravstvenih problema pojedinaca, od kojih se najviše mogu istaknuti respiratorni i kardiovaskularni problemi te rizik od alergija. Također, radno okruženje pojedinca zbog povećane produktivnosti izazvane ulaganjem u energetske učinkovitost može se značajno poboljšati, što u konačnici opet dovodi do boljeg ekonomskog i zdravstvenog stanja pojedinca, ali i poslodavca.

Ukoliko govorimo o potrebnim zelenim ulaganjima, prema UN-ovim (UN, 2011.) projekcijama potrebno je oko 1,6 bilijuna dolara godišnje za ostvarenje globalne energetske transformacije koja bi smanjila štetne emisije i povećala iskoristivost i učinkovitost energije u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Nadalje, prema (International Energy Agency, 2010.), potrebno je uložiti 9,3 bilijuna dolara do 2050. godine za uspješno dekarboniziranje energetske sektora, a prema OECD-u potrebno je investirati 800 milijardi dolara u petogodišnjem razdoblju kako bi se uspješno izgradila vodena infrastruktura u onim dijelovima gdje je još uvijek potrebna. To su samo neki od primjera kako održiva ulaganja mogu izgledati.

Mnoge zelene inicijative koje su već pokrenute pokazale su pozitivne promjene, no treba naglasiti da je ulaganje u takve projekte, unatoč velikim iznosima koji se ulažu, relativno još uvijek u samim začecima. Nedavni događaji poput pojave koronavirusa i potencijalna kriza koja bi mogla uslijediti zasigurno će još više probuditi svijest proizvođača i investitora za ulaganjem u održive i čiste oblike imovine, što će u konačnici imati pozitivan utjecaj i na gospodarstvo i na okoliš. Procjene nekih stručnjaka su da će zeleni infrastrukturni projekti u narednih 20 do 30 godina zahtijevati puno veća ulaganja, gdje mnogi institucionalni investitori i drugi ulagači s velikim iznosom akumulirane imovine mogu odigrati značajnu ulogu u investiranju i financiranju zelenih inicijativa.

Kada je riječ o tvrtkama i ulagačima, najznačajnija inicijativa je ESG, što predstavlja kraticu za upravljanje okolišem, društveno i korporativno upravljanje (CFA, 2020.). Investitori i tvrtke u svojim financijskim izvještajima sve češće objavljuju nefinancijske čimbenike povezane s ESG kriterijima, a brojne institucije i investitori vrednuju te čimbenike prilikom odluka o investiranju. Čimbenici povezani s okolišem odnose se na bioraznolikost, energetske učinkovitost te zagađenja zraka i vode. Društveni čimbenici podrazumijevaju ljudska prava, zaštitu podataka te promicanje raznolikosti, dok čimbenici korporativnog upravljanja u prvi plan stavljaju probleme pretjeranog lobiranja i mita i korupcije.

Jedan od bitnih razloga zbog kojeg se mirovinski fondovi ne odlučuju lako na zelena ulaganja svakako je odsutnost politika i Vlada u rješavanju tržišnih neuspjeha koji proizlaze iz takvih

ulaganja. Mirovinski fondovi neće ulagati u zelenu imovinu samo zato što je to društveno prihvatljivo, nego je potrebno podržati takva ulaganja na način da ih se učini konkurentnima i dovoljno komercijaliziranim kako bi donosili stabilne prinose uz prilagođen rizik. Donositelji zakona i regulatori su zbog toga bitni kako bi provodili konzistentnu politiku i ispravljali tržišne nedostatke koji se pojavljuju kod ovog oblika ulaganja.

Prema (Kalamova, et al., 2011.), državni poticaji mogu biti u obliku podrške za istraživanja i razvoj, poticaja za ulaganje, poreznih olakšica i politika koje za cilj imaju smanjiti troškove ulaganja u kapital i ublažiti rizik ulaganja. Navedeni poticaji i mehanizmi imaju za cilj učiniti zelena ulaganja privlačnijima potencijalnim investitorima, uključujući i mirovinske fondove. Vlade mogu upotrijebiti mehanizme javnog financiranja kako bi smanjili rizike koji su prisutni kod novih ulaganja i novih ulagača, a koje nije moguće pokriti isključivo tržišnim mehanizmima. Takvi mehanizmi uključuju jamstva za zajmove i osiguranje projekata kako bi projekti mogli postati dugoročno zanimljivi potencijalnim investitorima. Primjeri javno-privatnih partnerstava jedan su od načina na koji Vlade mogu podržati zelene projekte i samim time i investitore u projekte (OECD, 2012). S obzirom da u zelene investicije najviše ulažu veliki mirovinski fondovi, regulatori mogu izmjenama pravila i zakona potaknuti udruživanja nekoliko mirovinskih fondova u jedan kako bi i manji fondovi imali priliku ulagati u takve oblike imovine.

Vlade moraju osigurati investicijske mehanizme u trenutnoj početnoj fazi u kojoj se nalaze zelene investicije. To mogu učiniti na način da povećaju atraktivnost nekih programa, pružajući zadovoljavajući povrat koji će odgovarati preuzetom riziku. Mirovinski fondovi prvenstveno odbijaju ulagati u alternativne oblike jer rizik i povrat u ovoj fazi nisu usklađeni te je zbog toga potrebna uloga vanjskog regulatora koji bi osigurao adekvatne i dugoročne prinose. Europska Unija primjer je područja koje se aktivno zalaže i promiče obnovljive izvore energije kroz usvajanje raznih direktiva i postavljanje novih ciljeva. 2001. godine usvojena je Direktiva o promicanju obnovljivih izvora energije (European Commission, 2018.), a 2009. svih tadašnjih 27 država članica se obvezalo poštivati ciljeve utvrđene u direktivi. Takav pristup regulatora u dugom roku zasigurno je koristan s aspekta zaštite okoliša, ali i s financijskog aspekta jer će otvoriti put mnogim novim investicijama.

3. REGULATORNI OKVIR I PERSPEKTIVE ULAGANJA OBVEZNIH MIROVINSKIH FONDOVA U ZELENA ULAGANJA

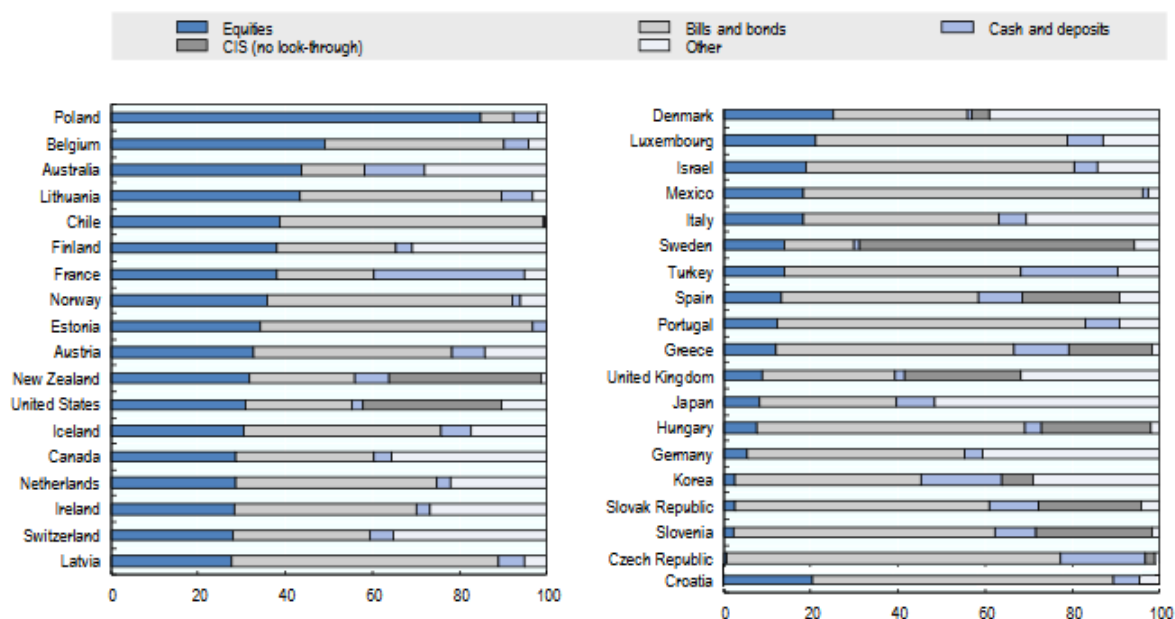
3.1. Struktura i zakonom propisana ulaganja obveznih mirovinskih fondova te povrat na ulaganja

U većini promatranih zemalja imovina mirovinskih fondova većinski se ulaže u državne obveznice i vlasničke vrijednosnice. Iz tog razloga, kretanja na tržištima obveznica i dionica presudna su za kretanje imovine mirovinskih fondova i njezin rast ili pad. Fondovi ulažu najčešće izravno ili neizravno putem investicijskih fondova na način da kupuju udjele u fondu s obzirom na rizik i prinos pojedinog fonda.

Zemlje s najvećim udjelom ulaganja u državne obveznice i vlasničke udjele u 2018. bili su Čile (99,4%), Estonija (96,7%) i Meksiko (96,3%) (*Slika 3*) (OECD, 2019). Razlozi zbog kojih zemlje dominantno ulažu u državne obveznice su razni, ali najčešći uzrok je nedostatak drugih oblika ili prilika za ulaganje. Očigledni primjer toga su zemlje poput Hrvatske ili Srbije čiji mirovinski sustavi nemaju mogućnost bolje diverzifikacije akumuliranih sredstava. Drugi razlog zbog kojeg se zemlje odlučuju na takva „sigurna“ ulaganja je osiguranje fiksnog, odnosno garantiranog dohotka. Treći razlog su zemlje kod kojih je zakonski uređeno da dio ulaganja mora biti u obveznicama.

Osim ulaganja u obveznice, imovina mirovinskih fondova ulaže se i u novac i depozite koji čine značajan udio u ukupnoj strukturi uložene imovine. Češka je primjer zemlje koja je u 2018. 19,7% mirovinskih sredstava uložila u novac i depozite, dok je taj postotak kod Francuske bio još i veći i iznosio 34,5% (OECD, 2019). Neke zemlje postavile su ograničenja ulaganjima u tradicionalne oblike imovine, kao što su nekretnine, dok su se druge usredotočile više na ulaganja u dugoročne investicijske projekte. Republika Hrvatska primjer je zemlje koja je 2014. godine omogućila obveznim mirovinskim fondovima ulaganje u alternativne investicijske fondove te infrastrukturne projekte. U nekoliko zemalja značajno je ulaganje u ostale oblike imovine, što uglavnom uključuje alternativna ulaganja. Taj postotak najviše je izražen u Danskoj (39%), Kanadi (36%), Švicarskoj (35%) i Velikoj Britaniji (32%) (OECD, 2019). Tako visok relativni udio može se zahvaliti povoljnijoj regulaciji koja dopušta ulaganja takvog tipa.

Slika 1. Struktura ulaganja mirovinskih fondova u izabranim zemljama, 2018.



Izvor: OECD, Pension Markets in Focus, 2019 (OECD, 2019)

U posljednjem desetljeću udio ulaganja u obveznice smanjio se za više od 5 postotnih bodova kod 36% članica OECD-a, a smanjenje ulaganja u jedan oblik imovine balansirano je povećanjem ulaganja u neke druge oblike. Danska je jedna od zemalja u kojoj je taj pad najočitiiji, a najveća preraspodjela uzrokovana padom ulaganja u obveznice odnosila se na ostala ulaganja, što uključuje i alternativne oblike ulaganja. Ulaganja u alternativne oblike, tj. ulaganja koja ne uključuju dionice, obveznice, udjele, gotovinu ili depozite, značajno su porasla u periodu od 2008. do 2018. godine. Alternativni oblici ulaganja zbog nedovoljne iskorištenosti nude puno, ali na umu trebati imati i povećanje rizika portfelja zbog takvog oblika ulaganja.

Razvijene zemlje dosta ulažu u regulaciju i superviziju koji prate kretanja na tržištima alternativne imovine kako ne bi došlo do nenadanih i štetnih posljedica za portfelj i imovinu fonda. Ukoliko promatramo zemlje Europske Unije koje su sudjelovale u anketi provedenoj od strane Europske Komisije (European Commission, 2016.), možemo uočiti da različite zemlje provode različite restrikcije glede ulaganja imovine obveznih mirovinskih fondova. Ukoliko odvojeno promatramo ulaganja u stranu imovinu, većina država članica zabranjuje ulaganja u treće zemlje koje su izvan područja EU, EEA i OECD. Austrija, Belgija, Nizozemska i Malta su izuzetak jer kod njih ne postoje nikakva ograničenja kod ulaganja u treće zemlje. Austrija, Bugarska i Portugal ograničavaju ulaganja u stranoj valuti na razini do 30% imovine fonda, Danska do 20% i Cipar do maksimalno 10%. Općenito, ograničenja ulaganja u strane valute u

skladu su s IORP direktivom. Kada je riječ o ulaganjima u dugoročne privatne projekte, ulaganje je moguće sve dok se provodi u skladu s razboritim načelom ulaganja. U Bugarskoj je u dugoročne privatne projekte moguće ulagati putem obveznica, u Češkoj putem obveznica ili dionica, a u Njemačkoj je ulaganje u privatne projekte omogućeno putem dužničkih ili vlasničkih instrumenata te neizravno u infrastrukturu putem otvorenih i zatvorenih fondova. Nizozemska i Danska zemlje su s puno iskustva u investiranju u privatne prekogranične projekte te se takva ulaganja provode putem dionica, privatnih fondova, javno-privatnih partnerstva, pozajmljivanjem itd. Prilikom ulaganja uvijek se traže ona s niskim rizikom i visokim povratnim maržama.

Dodatno, zakonom su točno propisani postotci ulaganja sredstava iz prvog, odnosno drugog stupa u dozvoljene oblike imovine. U Bugarskoj ili Estoniji ulaganja se razlikuju po vrsti vrijednosnih papira u koje se ulaže. Dozvoljena ulaganja sredstava iz drugog stupa mogu se podijeliti prema kriteriju zemalja koje primjenjuju stroga i manje stroga ograničenja ulaganja. Ukoliko se kao granica uzme ulaganje do 70% imovine u dionice i korporativne obveznice uvrštene na organiziranim tržištima kapitala te ulaganje do 30% u imovinu denominiranu u valuti koja nije valuta zemlje iz koje se ulaže, tada se može primijetiti da samo tri zemlje primjenjuju stroga ograničenja ulaganja, odnosno stroži limit od 70% i 30%. To su Hrvatska, Njemačka i Finska. Sve ostale zemlje članice imaju blaže odredbe i limite na ulaganje sredstava fonda u imovinu na tržištima kapitala.

3.2. Primjeri aktivnog ulaganja u zelene projekte

Pojedini mirovinski fondovi u svijetu već aktivno ulažu u zelene inicijative, najviše u imovinu povezanu s klimatskim promjenama. Mirovinski fondovi često formiraju skupine u koje se udružuju kako bi lakše došli do potrebnih financijskih sredstava te imali čvrstu poziciju prilikom pregovora s Vladama.

P80 grupa nastala je u inicijativi princa Charlesa (Global Solutions Summit, 2018.), koji je vjerovao da se najveće svjetske mirovinske fondove može potaknuti da povećaju investiranje koje bi koristilo održivom razvoju. Grupa se sastoji od vodećih mirovinskih fondova u svijetu koji zajedno upravljaju imovinom od preko 3 bilijuna dolara. Cilj grupe je stvoriti održiva investicijska sredstva koja bi istovremeno koristila za borbu protiv klimatskih promjena i promicanje održivog rasta u zemljama u razvoju. Kako bi ostvarili svoje ciljeve, članovi grupe lobiraju na svjetskim regulatornim i financijskim tržištima. Grupa redovito organizira konferencije na kojima dijeli iskustva i novo stečena znanja vezana za zelene inicijative.

Druga poznata grupa investitora su Institucionalni investitori za klimatske promjene (kratica: IIGCC) (IIGCC, 2020.) koji predstavljaju skupinu za suradnju na klimatskim promjenama i uključuju europske investitore. Trenutno grupa broji preko 240 članova s preko 33 bilijuna eura imovine. Jedan od ključnih ciljeva grupe je okupiti ulagače, od kojih su mnogi i mirovinski fondovi, kako bi svojim utjecajem ostvarili veća ulaganja u gospodarstvo s niskim udjelom ugljika. Grupa se zalaže za održivost obnovljivih izvora energije i sve ostale infrastrukturne projekte s niskim udjelom ugljika, pri čemu je cilj pružiti investitorima sigurnost u obliku dugoročnog povrata prilagođenog riziku. Također, cilj je razviti i koristiti međunarodno prihvaćene financijske instrumente koji će pomoći u smanjivanju visokih rizika s kojima se investitori susreću.

Osim grupa investitora u koje se mirovinski fondovi često udružuju kako bi ostvarili neke zajedničke ciljeve, poznati su i primjeri pojedinačnih mirovinskih fondova koji vrlo uspješno ulažu u zelene inicijative. Neki od njih su nizozemski PGGM, danski ATP te kalifornijski CalSTRS i CalPERS.

PGGM je nizozemski kooperativni mirovinski fond koji prema podacima iz 2019. upravlja s oko 238 milijardi eura mirovinskih sredstava koje redovito ulaže u projekte obnovljivih izvora energije. Fond surađuje sa svjetski poznatim bankama kao što je BNP Paribas na projektima koji za cilj imaju osigurati čistu energiju svima. Najveća investicija fonda su ulaganja u vjetroelektrane pri čemu već osiguravaju čistu energiju za preko 300 000 domaćinstava (PGGM, 2019.).

Danski ATP fond najveći je mirovinski fond u toj zemlji koji već godinama ulaže u infrastrukturu i tehnologiju obnovljivih izvora energije, kao što su solarne, vjetroelektrane i hidroelektrane te tehnologije za proizvodnju biogoriva i biomase. 2011. godine fond je prvi puta direktno uložio u projekt obnovljivih izvora energije, nakon čega je poslao otvorenu molbu europskim investitorima da se pridruže u investicijama za nove zelene programe. ATP fond u novije vrijeme puno ulaže u zelene obveznice kako bi osigurao održiva ulaganja, istovremeno imajući na umu sve opasnosti koje proizlaze iz „greenwashing-a“, zbog čega pažljivo biraju partnere s kojima surađuju. Danas, između ostalog, putem zelenih obveznica ulažu u projekte solarnih parkova u Meksiku ili vjetroparkove u Portugalu (ATP, n.d.).

CalSTRS je drugi najveći javni mirovinski fond u SAD-u koji je prvi fond koji je u svoju investicijsku politiku uključio princip ESG (Upravljanje okolišem, društveno i korporativno upravljanje) (OECD, 2011.). 2019. godine CalSTRS je objavio izvještaj u kojem se detaljno

opisuju ulagačka postignuća nakon potpisivanja sporazuma o klimatski učinkovitim politikama ulaganja (CalSTRS, 2019.). CalSTRS u svom portfelju ima više od 370 svjetskih kompanija koji zajedno akumuliraju 35 bilijuna dolara imovine. Navedenom imovinom upravlja se u skladu s odlukama Pariškog sporazuma.

Najveći javni mirovinski fond u SAD-u je CalPERS koji od 2006. aktivno ulaže u zelene programe. CalPERS garantira više od 1,5 milijardi dolara za svoj program zaštite okoliša i snažno se zalaže i angažira za transparentno izvještavanje o ekološkim rizicima, pri čemu je u konstantnim razgovorima s federalnim regulatorima i kompanijama čije instrumente imaju u svom ulagačkom portfelju. Glavna tri cilja CalPERS-a (Croce, et al., 2011) su ulaganje u ekološku tehnologiju, strategija zaštite okoliša i ulaganje u portfelj dionica onih kompanija koje isključivo koriste propisane ekološke standarde. Ulaganje u ekološku tehnologiju uključuje najnovije tehnologije recikliranja, smanjenja štetnih emisija, otpada i onečišćenja zraka, vode i zemlje. Cilj je dugoročno postizanje visokih povrata uz istovremeno financiranje čistih tehnologija.. Kako bi bile uključene u portfelj CalPERS-a, tvrtke moraju značajan dio svojih prihoda ostvariti proizvodnjom koja uključuje niske udjele ugljika i visoke udjele obnovljivih izvora kao što su vjetar, solarna energija, biogoriva i drugi oblici alternativne energije. CalPERS posljednjih godina također sve više usmjerava svoj investicijski program prema principu ESG (CalPERS, n.d.), iako ulagačke strategije koje se temelje na strategijama zaštite okoliša, društvenog i korporativnog upravljanja imaju tendenciju biti manje uspješne od ostalih strategija.

3.3. Mehanizam zelenih ulaganja mirovinskih fondova i primjeri iz svijeta

Obvezni mirovinski fondovi najčešće investiraju u zelene projekte kroz kapital, fiksni oblik dohotka ili alternativne načine ulaganja (Croce, et al., 2011). Ulaganje u kapital podrazumijeva investiranje u indekse, uzajamne fondove i ETF-ove, fiksni dohodak su zelene obveznice koje izdaju Vlade, banke ili korporacije kako bi prikupile kapital za ulaganje u održive projekte, a alternativna ulaganja su npr. ulaganja kroz nekretninske fondove koji se često organiziraju kao private equity fond. Na ulaganja kroz PE fond odlučuju se isključivo veliki mirovinski fondovi, dok se većina ostalih odlučuje na tradicionalnije oblike ulaganja koje nose stabilan, inflaciji prilagođen prinos. Takav oblik ulaganja su obveznice. Kratak pregled imovine u koju se ulaže kod zelenih investicija dostupan je u *Tablici 1*.

Tablica 1. Oblici imovine kod zelenih ulaganja

Vrsta imovine	Instrument	Objašnjenje
Vlasničko financiranje	Indeksi	Uključuje samo one dionice tvrtki koje imaju dokazano dobru praksu ulaganja u zelene projekte
	Uzajamni fondovi	
	ETF-ovi	
Fiksni dohodak	Zelene obveznice	Obveznice najčešće izdaju kvalificirane i regulatorno podupirane organizacije koje prikupljaju kapital koji se ulaže u rješavanje problema okoliša
Alternative	Nekretnine	Samo ulaganja koja se smatraju ekološki prihvatljiva
	Private equity	Ulaganje u fondove koji ulažu u održive oblike, npr. ulaganje u infrastrukturu za zaštitu okoliša

Izvor: izrada autora prema (EDHEC-Risk Institute, 2010.)

Jedan od oblika zelenog vlasničkog financiranja je ulaganje u indekse. To je primarni oblik ulaganja institucionalnih investitora (OMF-ova) jer su obično puno transparentniji od ulaganja u fondove. Ulaganje u indekse vrlo je aktivno i očekuje od ulagatelja da donosi kvalitetne investicijske odluke. S druge strane, ulaganje u zelene ETF-ove raste iz godine u godinu, a kao razlog navode se njihova transparentnost i likvidnost. Ulaganje djeluje pasivno jer se kao referentna točka uzima indeks čije se kretanje pomno prati. Ukoliko promotrimo svjetski poznate indekse kao što su FTSE, S&P ili NASDAQ, može se primijetiti kako su razvili svoje „zelene“ indekse u koje investitori mogu ulagati (Inderst, et al., 2012.). Indeksi su obično fokusirani na sektor očuvanja energije, zelenih projekata, smanjenja emisije ugljika itd. Tako su razvijeni indeksi FTSE Environmental Market, S&P Eco i NASDAQ OMX Green Economy.

Primjer S&P Global Eco indeksa i njegovo kretanje u posljednjih 10 godina vidljivo je na *Slici 8*. Indeks se sastoji of 40 velikih korporacija raspoređenih u šest različitih klastera koji predstavljaju industrije povezane s ekologijom, uključujući: proizvodnju čiste energije, zaštitu okoliša, vodoopskrbu i infrastrukturu, zaštitu šuma i gospodarenje otpadom. Također, indeks obuhvaća 12 zemalja s tržišnom kapitalizacijom od skoro 380 milijardi dolara: SAD, Švicarsku, Francusku, Veliku Britaniju, Brazil, Kanadu, Dansku, Njemačku, Hong Kong, Japan, Norvešku i Španjolsku (Schneyer, 2008.). Zanimljivo je za primijetiti da je indeks dosegno najvišu razinu upravo u kolovozu 2020. godine.

U Japanu su zeleni indeksi fokusirani na brigu o okolišu, u SAD-u na ulaganje u zajednicu i socijalne aspekte, dok na području Europe postoji interes za gotovo sve vrste društveno odgovornog ulaganja (Inderst, et al., 2012.). Neke od slabosti indeksa su njihova cikličnost i sektorska pristranost što znači da su usmjereni na društveno korisne investicije, ali samo pojedinih sektora. Brojne su razlike među zelenim indeksima na tržištu te su neki od njih usmjereni na širok spektar zelenih investicija, dok su drugi usko orijentirani samo na jedan segment.

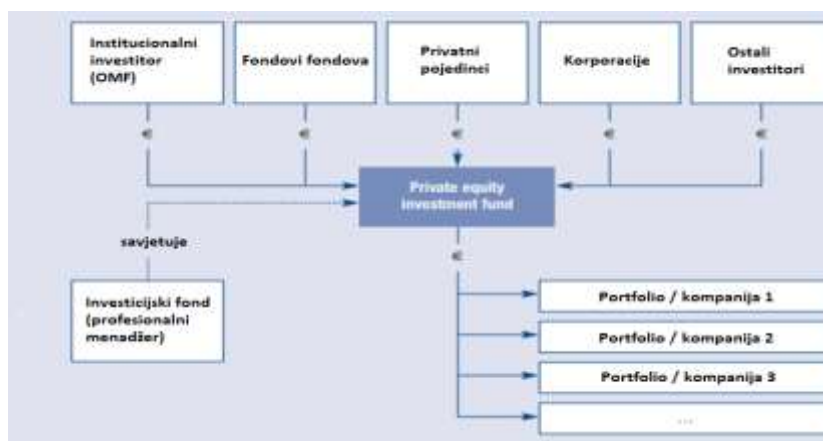
Za mnoge mirovinske fondove koji ulažu u zelene investicije zelene obveznice su najvažniji i najčešći oblik imovine u koji se ulaže. Zelene obveznice mogu se definirati kao vrijednosni papiri koji nose fiksni dohodak, a izdaju ih vlade, multinacionalne banke ili korporacije koje prikupljaju potreban kapital za ulaganje u društveno odgovorne zelene projekte. Glavne kategorije zelenih obveznica su: obveznica osigurana zelenom imovinom, korporativna obveznica koju je izdala „zelená“ kompanija, obveznica izdana od strane financijske institucije koja prikuplja kapital za ulaganje u zelene projekte te obveznica izdana od strane državnih tijela za ulaganje u održive projekte (Inderst, et al., 2012.). U ASEAN zemljama ili Savezu država Jugoistočne Azije zelene obveznice dosta su razvijenije u odnosu na zemlje Europe ili SAD-a te su se zbog toga već razvile podvrste zelenih obveznica od kojih vrijedi izdvojiti (Climate Bonds Initiative, 2019): zelenu trajnu obveznicu, zelenu konvertibilnu obveznicu gdje obveznica može biti konvertirana u dionice tvrtke u koju se ulaže te zelenu „mezzanine“ obveznicu gdje se kombinira financiranje dugom i vlasničkim kapitalom. Zelene obveznice postoje već godinama, no tek se posljednjih godina o njima više razgovara jer su aktualizirane teme o klimatskim promjenama i održivim zelenim projektima za očuvanje okoliša. Problem koji se pojavljuje kod izdavanja zelenih obveznica je nepostojanje jedinstvene regulative koja bi definirala sam pojam zelenih obveznica. Postoje mnogi kriteriji i mnoge definicije raznih financijskih institucija o tome što su zelene obveznice, a sve dok se standardi ne usuglase neće biti moguće njima globalno i transparentno trgovati. Europska Unija prva je napravila bitan korak u standardizaciji zelenih obveznica na način da je precizirala načela i uskladila praksu njihovog izdavanja. Iako su načela samo dobrovoljna, svatko tko ih se pridržava može se pozvati na usklađenost s njima i na taj način olakšati međusobno izdavanje i trgovanje (Tuškan & Mihelja Žaja, 2020.).

Svjetsko tržište zelenih obveznica vrijedilo je 259 milijardi dolara na kraju 2019. godine, što je povećanje od 60% u odnosu na godinu ranije. Projekcije su predviđale da će emisija zelenih obveznica do kraja 2020. godine premašiti 400 milijardi dolara. Taj rast vjerojatno neće biti

zabilježen zbog pojave koronavirusa i potencijalne koronakrize, no za očekivati je da je rast zelenih obveznica u idućem desetljeću neizbježan. Zakonodavstva razvijenih zemalja usmjerena su na ulaganje u zelene inicijative, a broj izdavatelja veći je i raznolikiji svakim danom. Primjer kvalitetnog praćenja izdavatelja zelenih obveznica u svijetu, sortiran prema zemljama i inicijativama u koje se ulaže je ono udruženja ICMA (International Capital Market Association, 2020.) koje od 2016. godine prati i na svojim web stranicama objavljuje takve podatke.

Izvan navedenih tradicionalnih oblika financiranja nalaze se alternativna ulaganja u zelenu imovinu putem *private equity* fondova. Takve investicije sve više dobivaju na važnosti zbog povećane potražnje investitora koji klimatske promjene integriraju u sam sustav i investicijske projekte. U građevinskom sektoru tome su pridonijeli novi zakoni o energetske učinkovitosti i održavanju zgrada, ali se i kod drugih sektora, kao što su poljoprivreda ili šumarstvo, klasifikacija pojedine imovine vodi pod zelenom imovinom. *Private equity* dobar je pokretač novih zelenih projekata, a funkcionira na način da se zbog interesa mirovinskog fonda (institucionalnog investitora) formira *private equity* fond u koji se prikupljaju sredstva raznih investitora na određeni vremenski rok. Sredstvima upravljaju profesionalni menadžeri koji provode investicijske aktivnosti na način da sredstva fonda ulažu u perspektivnu zelenu kompaniju, a nakon završetka vremenskog roka na koji je fond osnovan kompanija u koju se uložio novac iz fonda se prodaje IPO procesom ili prodajom drugom PE fondu (Corporate Finance Institute, 2020) te se vlasnicima redistribuira njihov profit (*Slika 2*). Kompanije u koje zeleni PE fond ulaže su one koje se bave klimatskim promjenama, alternativnim oblicima električne energije, novim vrstama građevina koje zadovoljavaju energetske certifikate, vodenim sustavima koji za cilj imaju skladištenje i opskrbu vodom u onim područjima u kojima nedostaje (Inderst, et al., 2012.).

Slika 2. Organizacija Private equity fonda



Izvor: (EVCA, 2020.), uz izmjene autora

Kao i kod zelenih obveznica, i u slučaju ulaganja u infrastrukturu putem PE fondova, prava definicija zelenih investicija izostaje jer ih je jako veliki broj obuhvaćen takvim ulaganjem. Velikim i snažnim investitorima koji se odluče ulagati kroz navedene oblike nije toliko bitna sama definicija ulaganja nego dobra prilika za ostvariti profit, što pokazuju i visoki povrati ostvareni ulaganjem u ovu vrstu imovine.

U svijetu se aktivno formiraju private equity fondovi koji promiču ulaganje u obnovljive izvore energije i energetske učinkovitost. Primjer takvog fonda je ono kojeg formiraju Europska investicijska banka skupa s kompanijama iz privatnog sektora te institucionalnim investitorima kao što su mirovinski fondovi. Drugi primjer je fond u kojem Azijska razvojna banka sudjeluje s grupom P8 radi mobilizacije kapitala i ulaganja u investicije s niskim udjelom ugljika na području Azije. Cilj je povećati obujam istraživačkih projekata, educirati kompanije o prednostima održive energije i održivog okoliša (Croce, et al., 2011).

4. POTENCIJAL ULAGANJA OBVEZNIH MIROVINSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ U ZELENA ULAGANJA

4.1. Struktura i zakonom propisana ulaganja obveznih mirovinskih fondova

Strategija ulaganja OMF-ova u RH ovisi o kategoriji izabranog fonda. Kategorija A predstavlja najliberalniju i najrizičniju kategoriju jer je zakonski određeno da 65% neto vrijednosti fonda smije biti izloženo dioničkom tržištu. Unatoč liberalnijem pristupu, zakonom je propisano da kategorija A OMF-a mora najmanje 30% imovine imati uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca. Kategorija B predstavlja srednju kategoriju

između A i C gdje najmanje 50% imovine fonda mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca, a najviše 40% u prenosive vlasničke vrijednosne papire. Kategorija C najmanje je rizična, tradicionalna kategorija gdje najmanje 70% imovine mora biti uloženo u prenosive dužničke vrijednosne papire i instrumente tržišta novca.

Ulaganja u prekogranične dogoročne privatne projekte u RH su moguća sve dok se provode u skladu s razboritim načelom ulaganja. Republika Hrvatska tu čini izuzetak jer prekogranična privatna ulaganja imovine fonda nisu moguća, osim u zemlje u koje je to zakonom dopušteno. Zakonom su propisana i ulaganja sredstava iz prvog i drugog stupa pa se tako u Republici Hrvatskoj dopuštena ulaganja sredstava iz prvog stupa razlikuju ovisno o tome radi li se o kategoriji fonda A, B ili C. Hrvatska također pripada skupini zemalja gdje su stroži uvjeti ulaganja imovine u dionice i korporativne obveznice na organiziranim tržištima kapitala te u valutu koja nije valuta matične zemlje.

Prema Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima (Narodne novine, 2020.), imovina mirovinskog fonda u RH može se ulagati u skladu s odredbama Zakona radi povećanja vrijednosti imovine mirovinskog fonda, uz istovremeno uvažavanje načela sigurnosti, razboritosti i opreza, te smanjenja rizika raspršenosti ulaganja. Imovina obveznog mirovinskog fonda u Republici Hrvatskoj tako se može ulagati u prenosive dužničke vrijednosne papire, instrumente tržišta novca, vlasničke vrijednosne papire te udjele UCITS fondova, ali samo one čiji je izdavatelj RH ili za koji jamči RH, država članica EU ili OECD te dionička društva i izdavatelji sa sjedištem u RH i državi članici EU ili OECD (*Tablica 2*).

Tablica 2. Imovina obveznog mirovinskog fonda u Republici Hrvatskoj

Imovina obveznog mirovinskog fonda može se sastojati isključivo od:	
prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca	čiji je izdavatelj RH, druga država članica ili država članica OECD-a te HNB ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a

prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca	za koje jamči RH, druga država članica, država članica OECD-a, HNB, ili središnja banka druge države članice, odnosno države članice OECD-a, ili je izdavatelj javno međunarodno tijelo kojemu pripadaju jedna ili više država članica, odnosno kojemu pripada jedna ili više država članica OECD-a
prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca uvrštenih na uređeno tržište	čiji je izdavatelj jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave u RH, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a
prenosivih dužničkih vrijednosnih papira i instrumenata tržišta novca uvrštenih na uređeno tržište	čiji izdavatelj ima sjedište u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a
prenosivih vlasničkih vrijednosnih papira uvrštenih na uređeno tržište	čiji je izdavatelj dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, drugoj državi članici ili državi članici OECD-a
udjela UCITS fondova koji su odobrenje za rad dobili u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici ili odgovarajućih fondova koji su odobrenje za rad dobili u državi članici OECD-a	pod uvjetom da su provođenje nadzora nad tim fondovima i razina zaštite ulagatelja istovjetni onima propisanim zakonom koji uređuje osnivanje i rad otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom

Izvor: izrada autora prema Zakonu o obveznim mirovinskim fondovima (Narodne novine, 2020.)

S obzirom na nove zakonske izmjene koje su nastupile početkom 2019., za očekivati je da će OMF-ovi i dalje unaprjeđivati svoja ulaganja te locirati ona koja imaju potencijal ostvariti velike prinose u budućnosti. Primjer takvih ulaganja bili bi infrastrukturni projekti i startup-ovi, a ako bi se u isto vrijeme potaknula i ulaganja izvan granica RH onda bi se otvorila mogućnost investiranja u razne održive i društveno odgovorne projekte koji zasigurno predstavljaju budućnost s aspekta ostvarenog prinosa i preuzetog rizika.

4.2. Mehanizam ulaganja i primjeri ulaganja obveznih mirovinskih fondova u zelene inicijative

U Republici Hrvatskoj, neovisno o kategoriji obveznog mirovinskog fonda, dominantno se ulaže u obveznice zbog regulative koja strogo propisuje načine ulaganja kako bi se zaštitila i osigurala imovina članova fonda. Zastupljeno je i ulaganje u dionice kompanija, naročito u kategoriji A OMF-a koja zakonski dozvoljava i potiče takve oblike ulaganja. Kada govorimo o mehanizmima ulaganja u zelene inicijative, možemo navesti nekoliko konkretnih primjera i nekoliko prijedloga kako se u slične projekte ulaže u razvijenijim zemljama.

Zelene obveznice funkcioniraju na principu fiksnog prihoda, a od ostalih vrsta obveznica razlikuju se jer se njihova sredstva isključivo koriste za financiranje projekata povezanih s očuvanjem okoliša i klimatskim promjenama. U Republici Hrvatskoj trenutno ne postoji niti jedna izdana zelena obveznica na Zagrebačkoj burzi, no s obzirom da je Zagrebačka burza vlasnica Ljubljanske burze koja je dio „Sustainable Stock Exchange Initiative“ inicijative, određeni pomaci mogu se očekivati i u RH. Glavni razlog zbog kojeg izdavanje zelenih obveznica nije aktualizirano i provedeno u RH svakako su visoki troškovi izdanja i općenito slabo razvijeno tržište kapitala. Kapacitet velikih ulagača kao što su OMF-ovi ograničen je regulatorno, ali i tržišno jer u trenutnoj fazi ne postoji dovoljan broj profitabilnih projekata u koje bi bilo sigurno uložiti imovinu članova fonda i na taj način riskirati velike gubitke. Nakon što se velike kompanije odluče na izdavanje zelenih financijskih instrumenata, a drugi institucionalni investitori na ulaganje u njih, otvorit će se i mogućnosti ulaganja OMF-ova u navedene instrumente. Mogućnost međunarodnog ulaganja u zelene projekte putem zelenih obveznica je otvorena, ali takva ulaganja obično su rezervirana za najveće ulagače iz razvijenijih zemalja pa se ostavlja malo prostora za Republiku Hrvatsku i domaće OMF-ove. Inicijative za izdavanjem zelenih obveznica u RH već su pokrenute od strane HEP-a, što ima smisla s obzirom na profitabilnost i veličinu kompanije te buduće planove usmjerene prema obnovljivima izvorima energije, ali za sada još uvijek nije napravljen pomak u željenom smjeru.

Ulaganje OMF-ova u dionice i udjele investicijskih fondova prisutno je u kategorijama A i B te se iz godine u godinu povećava. OMF-ovi na taj način ulažu u određena poduzeća i projekte koji se mogu smatrati zelenima, kao što su vjetroelektrane, biomasa ili održivo gospodarenje otpadom.

Private equity fondovi ili fondovi rizičnog kapitala u posljednje vrijeme se često spominju u Republici Hrvatskoj. Cilj takvih fondova je aktivno sudjelovati u vlasničkoj strukturi subjekta

u koji se ulaže nakon čega se bira jedan od načina izlaska iz vlasničke strukture uz ostvarenje zadovoljavajućeg profita. Prema (HBOR, n.d.), u Hrvatskoj postoje tri tipa fondova ili programa rizičnog kapitala: FRC2 Croatia Partners, CROGIP i Fondovi za gospodarsku suradnju (FGS). Obvezni mirovinski fondovi mogu ulagati u navedene fondove i u njihove projekte, koji ponekad uključuju i zelene, najčešće energetske učinkovite projekte. Budućnost ovakvih ulaganja tek je u začecima, a obvezni mirovinski fondovi za sada se pojavljuju samo kao ulagači u fondove, a ne kao institucionalni investitori koji formiraju fond kao u nekim razvijenijim zemljama. Ovakav način ulaganja je rizičan i zahtijeva visoka ulaganja, ali uz dobre i kvalitetne projekte može biti i jako profitabilan.

Što se tiče ulaganja u infrastrukturne projekte, OMF-ovi unatoč zakonskim izmjenama koje su stupile na snagu početkom 2019. nisu bili u mogućnosti iskoristiti navedenu mogućnost. Nijedan projekt nije uspio doći do faze gdje bi dobio odobrenje Vlade da se izdavatelj vrijednosnog papira klasificira kao namjenski izdavatelj u financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata (HANFA, 2020.).

Republika Hrvatska također se često uspoređuje i s razvijenim zemljama, naročito Njemačkom koja nam je iz povijesnih razloga na određeni način bliska. Hrvatska banka za obnovu i razvitak osnovana je po uzoru na njemačku razvojnu banku KfW koja je poznata po mnogim inicijativama i poduzetim ulaganjima. HBOR je 2013. godine potpisao Ugovor o zajmu s KfW-om u iznosu 19,5 milijuna eura kako bi se financirali projekti energetske učinkovitosti i obnovljivih izvora energije (HBOR, 2013.). Sva raspoloživa sredstva zajma iskorištena su u cijelosti te su odobrena za osam projekata energetske učinkovitosti: proizvodnju peleta, proizvodnju električne energije iz solarnih kolektora te kogeneracijskih postrojenja na bioplin i drvenu biomasu.

Ulaganje koje se može kvalificirati kao zeleno ulaganje je ono koje su poduzeli obvezni mirovinski fondovi Erste Plavi i PBZ Croatia osiguranje kupnjom dionica tvrtke Dalekovod Professio koja se bavi projektima obnovljivih izvora energije. Dalekovod d.d. je 2006. godine pokrenuo razvoj projekata obnovljivih izvora energije s naglaskom na projektima vjetroelektrana. Tada je osnovano društvo Dalekovod Professio koji djeluje kao krovno društvo mini grupe sastavljene od dva društva - EKO d.o.o. i Velika Popina d.o.o. Eko je društvo koje se bavi projektima gospodarenja otpadom, dok je Velika Popina vjetroelektrana na području Zadarske županije. OMF-ovi su tako kupnjom 50% dionica (ZSE, 2019.) investirali u društvo od kojih očekuju visoke prinose u budućnosti. Takvo ulaganje poduzeto je nakon što je

analizom utvrđeno da bi prinos članovima fonda i očekivani „cash flow“ mogli biti pozitivni, ali i radi ulaganja u obnovljive izvore energije za koje se očekuje.

Slika 3. Erste Plavi OMF kategorije B, ulaganje mirovinskog fonda, 30.06.2020.

	Izdavatelj	Naziv vrijednosnice	Valuta	Vrijednost
INVESTICIJSKI FONDOVI	Inspire Investments d.o.o.	Inspirio FGS	HRK	2.801.321,0000
	OTP Invest d.o.o.	OTP Fond za stabilnost	HRK	100.016.133,86
	OTP Invest d.o.o.	OTP indeksni fond	HRK	18.688.499,86
	Prosperus Invest d.o.o	Prosperus FGS	HRK	26.076.498,09
	Prosperus Invest d.o.o	Prosperus FGS II	HRK	760.530,19
	Quaestus Private Equity d.o.o.	Quaestus Priv. Eq. Kapital II	HRK	12.402.375,07
DIONICE	Professio Energia d.d.	PROFESSIO ENERGIA	HRK	72.944.594,9700
	Dalekovod d.d.	DALEKOVOD	HRK	274.523,02
KORPORATIVNE OBVEZNICE	Dalekovod d.d.	DALEKOVOD 2030 EUR	EUR	453.105,41
	Dalekovod d.d.	DALEKOVOD 2030 HRK	HRK	522.412,01
	Hrvatska elektroprivreda d.d.	HEP 2022 USD	USD	83.981.605,49

Izvor: (Erste Plavi, 2020.)

Slika 3 prikazuje odabrana ulaganja Erste Plavog OMF-a. OMF je značajno ulagao u dionice društva Professio Energia d.d., u iznosu od gotovo 73 milijuna kuna, a od obveznica treba istaknuti ulaganje u obveznice HEP-a u iznosu nešto manjem od 84 milijuna kuna. Može se primijetiti i kako OMF značajna sredstva ulaže u investicijske fondove, od kojih su neki već spomenuti fondovi rizičnog kapitala koji imovinu ulažu u razne projekte, uključujući i neke koji se bave zelenim ulaganjima.

Od manjih ulaganja mogu se spomenuti redovne dionice inozemnih dioničkih društava u koje četiri najveća obvezna mirovinska fonda u RH ulažu radi diverzifikacije portfelja. Takva ulaganja često su u kompanije koje se kao glavnom djelatnosti bave obnovljivim izvorima energije. Primjer takvih ulaganja je investicija Erste Plavog OMF-a kategorije A u američku tvrtku Applied Materials, koja između ostalog proizvodi solarne proizvode, ili ulaganje PBZ CO OMF-a u španjolsku elektroenergetsku tvrtku Iberdrola SA.

Veliki potencijal u RH u sektoru obnovljivih, zelenih projekata ima HEP koji do 2030. godine planira povećati udjel obnovljivih izvora energije s 35 na više od 50 posto (HEP, 2020.). Taj cilj planira postići revitalizacijom i povećanjem snage postojećih hidroelektrana te ulaganjima u vjetroelektrane, sunčane elektrane i ostale obnovljive izvore energije. OMF-ovi kupnjom obveznica HEP-a za financiranje takvih projekata praktično kupuju zelene obveznice, a treba imati na umu da je i ideja HEP-a u skorije vrijeme izdati prvu takvu obveznicu u RH.

5. ZAKLJUČAK

Unatoč raznim inicijativama koje se pokreću u Europi i svijetu na temu zelenih ulaganja i projekata, može se primijetiti da takvi projekti u većini zemalja još uvijek predstavljaju manji dio portfelja koji nije pronašao svoju tržišnu nišu. Ukoliko promatramo udio imovine koji obvezni mirovinski fondovi ulažu u zelene projekte u odnosu na udio imovine koji se ulaže u ostale projekte koji ne pripadaju toj kategoriji, jasno je da postoji još puno mjesta za napredak u segmentu ulaganja u zelene inicijative. Neke zemlje na vrijeme su donijele jasne ciljeve i počele ulagati u alternativne oblike imovine te je za očekivati da će ostvariti i najveći profit ako takav oblik ulaganja postane dominantan. Mirovinski fondovi u zemljama poput Nizozemske, SAD-a ili Danske ostvaruju ogromne profite te imaju dovoljno sredstava na raspolaganju za ulaganje u alternativne oblike imovine. Uz sve to, regulatorna ograničenja im dopuštaju da sredstva usmjere u one projekte koji bi se u nekim drugim zemljama smatrali izrazito neprofitabilnim.

Što se tiče Republike Hrvatske, ideja ulaganja u zelene projekte još je u samim začetcima. Postojeća poduzeća nemaju dovoljno motiva za takva ulaganja, a investitori nisu pronašli profitabilnost i zadovoljavajući povrat ulaganjem u takve inicijative. Također, potrebno je razviti financijsko tržište i financijske instrumente kako bi se stvorio temelj za zelena ulaganja jer trenutna tržišna kapitalizacija nije ni blizu onoj na razvijenim burzama i tržištima. Gledajući i trenutnu nepovoljnu situaciju u mirovinskom sustavu te negativne posljedice uzrokovane starenjem, odnosno velikim brojem umirovljenika, može se zaključiti kako je budućnost vrlo obeshrabrujuća. Dodatno, ogroman pad BDP-a u trećem tromjesečju te vrlo izgledna nova kriza uzrokovana koronavirusom zasigurno će ostaviti negativne posljedice na cijelu investitorsku zajednicu, a tako i na mirovinske fondove kao jedne od velikih i bitnih ulagača. Moguće je da bi veće uključivanje OMF-ova u zelene projekte danas poboljšalo tmurnu gospodarsku sliku, ublažilo pad financijskog tržišta i potaknula revitalizaciju mirovinskog sustava RH u budućnosti.

Obvezni mirovinski fondovi, kao jedni od najreguliranih tijela u Republici Hrvatskoj, izloženi su velikim ograničenjima prilikom investiranja i diverzifikacije ulaganja pri čemu većinu sredstava ulažu u tradicionalne oblike imovine. Unatoč tome, dugoročna ideja svih obveznih mirovinskih fondova u RH je ulaganje u obnovljive izvore energije jer takvi projekti imaju neiscrpane mogućnosti i potencijal za ostvariti visoke prinose. Okvir za takva ulaganja je svakako olakšan novim zakonskim izmjenama, ali potrebno je još puno vremena i potpore od

strane države i regulatora kako bi ova vrsta investiranja došla na razinu na kojoj se trenutno nalaze neke od najrazvijenijih zemalja Europe i svijeta. Najbolja prilika za Republiku Hrvatsku vjerojatno se nalazi u zajednici Europske Unije gdje se o zelenim projektima sve konkretnije govori. Za očekivati je da će Hrvatskoj inicijative pokrenute od strane EU ili drugih zemalja članica puno pomoći u prevladavanju trenutnih prepreka kako bi se na vrijeme prilagodile novom vremenu u kojem će zeleni projekti biti glavna tema cijele investitorske zajednice.

LITERATURA

ATP, n.d. Green bonds are a responsible investment in the future [Mrežno] Dostupno na: <https://www.atp.dk/en/our-tasks/investing-pension-funds/green-bonds-are-responsible-investment-future> [Pristupano 19. kolovoza 2020.]

CalPERS, n.d. Environmental, Social & Governance Integration [Mrežno] Dostupno na: <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/sustainable-investments-program/esg-integration> [Pristupano 19. kolovoza 2020.]

CalSTRS, 2019. Green Initiative Task Force [Mrežno] Dostupno na: <https://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/greeninitiativetaskforce2019.pdf> [Pristupano 19. kolovoza 2020.]

CFA, 2020. ESG Investing and Analysis [Mrežno] Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/en/research/esg-investing> [Pristupano 24. kolovoza 2020.]

Climate Bonds Initiative, 2019. ASEAN Green Financial Instruments Guide [Mrežno] Dostupno na: https://www.climatebonds.net/files/reports/asean_green_fin_istruments_cbi_012019_0.pdf [Pristupano 14. travnja 2020.]

Climate Bonds, 2019. Green Bonds Global State of the Market 2019 [Mrežno] Dostupno na: https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_sotm_2019_vol1_04c_0.pdf?file=1&type=node&id=47577&force=0 [Pristupano 26. kolovoza 2020.]

Corporate Finance Institute, 2020. What are Private Equity Funds? [Mrežno] Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/private-equity-funds/> [Pristupano 14. travnja 2020.]

Croce, D., Kaminker, C. & Stewart, F., 2011. The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives [Mrežno] Dostupno na: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/49016671.pdf> [Pristupano 14. travnja 2020.]

EDHEC-Risk Institute, 2010. Adoption of Green Investing by Institutional Investors: A European Survey [Mrežno] Dostupno na: https://www.longfinance.net/media/documents/edhec_greeninvesting_2010.pdf [Pristupano 20. kolovoza 2020.]

Erste Plavi, 2020. Erste Plavi OMF kategorije B [Mrežno] Dostupno na: <https://www.ersteplavi.hr/content/uploads/2020/07/Polugodi%C5%A1nji-izvje%C5%A1taj-1.-dio-OMF-Erste-Plavi-B-kategorije-30.06.2020.pdf> [Pristupano 26. kolovoza 2020.]

European Commission, 2016. Pension funds' investment restrictions [Mrežno] Dostupno na: <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=28754&no=5> [Pristupano 15. kolovoza 2020.]

European Commission, 2018. Renewable energy directive [Mrežno] Dostupno na: https://ec.europa.eu/energy/topics/renewable-energy/renewable-energy-directive/overview_hr [Pristupano 18. kolovoza 2020.]

EVCA, 2020. About Private Equity [Mrežno] Dostupno na: <https://investeurope.eu/about-private-equity/> [Pristupano 21. kolovoza 2020.]

Global Solutions Summit, 2018. THE P80 GROUP FOUNDATION: AN INTRODUCTION [Mrežno] Dostupno na: <http://www.globalsolutionssummit.com/p80-group-foundation.html> [Pristupano 19. kolovoza 2020.]

HBOR, 2013. Izvješće o društvenoj odgovornosti [Mrežno] Dostupno na: <https://www.hbor.hr/wp-content/uploads/2016/10/Izvjescje-o-drustvenoj-odgovornosti-2013-final-30.06.2014..pdf> [Pristupano 2. rujna 2020.]

HEP, 2020. Obnovljivi izvori energije [Mrežno] Dostupno na: <http://www.hep.hr/projekti/obnovljivi-izvori-energije/3406> [Pristupano 26. kolovoza 2020.]

IIGCC, 2020. Policy programme [Mrežno] Dostupno na: <https://www.iigcc.org/our-work/policy-programme/> [Pristupano 18. kolovoza 2020.]

Inderst, G., Kaminker, C. & Stewart, F., 2012. Defining and Measuring Green Investments: Implications for Institutional Investors' Asset Allocations [Mrežno] Dostupno na: https://www.oecd.org/finance/WP_24_Defining_and_Measuring_Green_Investments.pdf [Pristupano 20. kolovoza 2020.]

International Capital Market Association, 2020. Green, Social and Sustainability bonds database [Mrežno] Dostupno na: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-social-and-sustainability-bonds-database/#searchResultHold> [Pristupano 22. kolovoza 2020.]

Kalamova, M., C., K. & N., J., 2011. Sources of Finance, Investment Policies and Plant Entry in the Renewable Energy Sector [Mrežno] Dostupno na: https://www.oecd-ilibrary.org/environment/sources-of-finance-investment-policies-and-plant-entry-in-the-renewable-energy-sector_5kg7068011hb-en [Pristupano 18. kolovoza 2020.]

Narodne novine, 2020. Pravilnik o odobrenju osnivanja i statuta obveznog mirovinskog fonda [Mrežno] Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2020_01_2_21.html [Pristupano 4. kolovoza 2020.]

OECD, 2011. The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives [Mrežno] Dostupno na: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/49016671.pdf> [Pristupano 17. kolovoza 2020.]

OECD, 2012. G20/OECD Policy Note on Pension Fund Financing for Green Infrastructure and Initiatives [Mrežno] Dostupno na: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/S3%20G20%20OECD%20Pension%20funds%20for%20green%20infrastructure%20-%20June%202012.pdf> [Pristupano 14. travnja 2020.]

OECD, 2016. Green Investment Banks: Scaling up Private Investment in Low-carbon, Climate-resilient Infrastructure. Paris: OECD Publishing.

OECD, 2019. Pension markets in focus. [Mrežno] Dostupno na: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2019.pdf> [Pristupano 14. travnja 2020.]

PGGM, 2019. PGGM Infrastructure Fund increases interest in Walney windfarm [Mrežno] Dostupno na: <https://www.pggm.nl/en/press/pggm-infrastructure-fund-increases-interest-in-walney-windfarm/> [Pristupano 19. kolovoza 2020.]

Schneyer, F., 2008. S&P Releases Eco-Friendly Index [Mrežno] Dostupno na: <https://www.plansponsor.com/sp-releases-eco-friendly-index/> [Pristupano 23. kolovoza 2020.]

Tuškan, B. & Mihelja Žaja, M., 2020. Izdavanje i ulagački potencijali zelenih obveznica [Mrežno] Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/1059158> [Pristupano 25. kolovoza 2020.]

UN, 2011. Special Report on Renewable Energy Sources and Climate Change Mitigation [Mrežno] Dostupno na: <http://www.ipcc-wg3.de/srren-report/> [Pristupano 17. kolovoza 2020.]

World Bank Group, 2018. Low-Carbon Cities: Exploring new crediting approaches to deliver carbon and climate finance [Mrežno] Dostupno na : <https://greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/Low%20Carbon%20Cities.pdf> [Pristupano 2. rujna 2020.]