



IILAB WORKING PAPER SERIES

IILAB WPS

IILAB SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN

UDC

---

No. 02-04

Ivana Lalić

**Potencijal zelenih financija kao dominantnih  
ulaganja budućnosti**



Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet

Ivana Lalić

# Potencijal zelenih financija kao dominantnih ulaganja budućnosti

Ivana Lalić

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 Ivana Lalić**

Sva prava pridržana.

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

## SAŽETAK

*U zadnjih nekoliko godina zelene financije nisu samo vizija, već postaju globalnom potrebom. Rapidno trošenje neobnovljivih izvora energije dovodi do ekološkog i ekonomskog kolapsa, pri čemu se financijsko tržište javlja kao glavni akter u prelasku na održivije varijante koje u dugom roku mogu osigurati povoljan ishod za planet. U fokusu među sudionicima financijskih tržišta nalaze se institucionalni investitori čija su sredstva idealna za mobilizaciju prema zelenim ulaganjima, također njihov veliki kapacitet ulaganja i dugoročna strategija ulaganja je izrazito pogodna za ostvarenje brojnih zelenih pothvata. Ciljeve zelenog financiranja je moguće ostvariti jedino uz poticajno okruženje koje vlada unutar država, organizacija i drugih zajednica, odgovarajući regulatorni okvir kao i razvijanje planova za dugoročni održivi razvoj. Regulatorni okvir je jedna od najvećih barijera ovakvim ulaganjima jer se nalazi još u ranim fazama, dok se paralelno razvijaju zelena tržišta zbog rastuće potrebe za promjenom sadašnjeg stanja. Institucionalni investitori nalaze se pod pritiskom društva za implementaciju ESG kriterija koji se mogu sukobiti s njihovom fiducijarnom djelatnošću. U usporedbi s razvijenim zemljama koje postavljaju zdrave razvojne okvire, zelene financije su u Hrvatskoj još nepoznate kao pojam, a još su manje razvijene u praksi. S druge strane, društvo nije primorano iščekivati regulatorne promjene kako bi započeli zelenu tranziciju svojim individualnim pothvatima. Jedan od primjera aktivnog djelovanja prema ostvarenju te tranzicije čini Zelena energetska zadruha (ZEZ) koja započinje svoje sveobuhvatno nacionalno djelovanje čime građanima približava mogućnost vlastite opskrbe obnovljivim izvorima energije.*

### Ključne riječi

*zelene financije; institucionalni investitori; obnovljivi izvori energije*

## 1.UVOD

Svrha diplomskog rada je predstavljanje zelenih financija u kontekstu inovativnih ulaganja budućnosti. Trenutačna razina korištenja i ulaganja u fosilna goriva i dalje znatno premašuje energiju generiranu obnovljivim izvorima. Tranzicija na zelenu energiju uz odbacivanje fosilnih goriva je nužna za očuvanje oskudnih resursa za budućnost uslijed razarajućih posljedica klimatskih promjena, ali i važnije - implementaciju novih energija za osiguranje održivog života budućim naraštajima. Naglasak rada se nalazi na potencijalima obnovljivih izvora energije, odnosno važnosti financijskog tržišta u ulozi mobilizacije sredstava u njihov razvoj i prihvaćenost kao najvažnijih medija opskrbe energijom. Mobilizacija sredstava pritom nije ograničena na javni sektor, već uključuje i privatni sektor. Tranzicija na zelenu energiju je izvediva isključivo uz pomoć svrhovite alokacije kapitala od strane investitora, pri čemu se prvenstveno ističu institucionalni investitori. Upravo oni raspolažu s velikim iznosima sredstava koja su sa svojom dugoročnošću idealna za financijsku potporu zelenih rješenja. Klimatske promjene su neizbježne, a svjetska financijska tržišta reagirat će sukladno mogućnosti prilagodbe tržišnih sudionika. Neefikasna i nepravodobna zelena tranzicija može ostaviti značajne posljedice na financijsku sferu. Kao jedan od najvažnijih instrumenata zelene tranzicije ističu zelene obveznice i zeleni krediti s velikim potencijalom ostvarenja zelenih ciljeva. Navedeno ukazuje na rast zelenih tržišta usprkos činjenici nepostojanja standardiziranih okvira za takve instrumente, odnosno oni se zbog nedovoljno razvijene regulacije nalaze u početnim fazama. Regulacija i nadležne institucije za daljnji razvoj ovih ulaganja moraju osigurati poticajno okruženje.

## 2. PREGLED LITERATURE I KARAKTERISTIKE ZELENIH FINANCIJA

U cjelovitom diplomskom radu korišteni su izvori podataka od javno objavljenih godišnjih i ESG izvješća te izvješća o održivosti od strane Ørsted grupe koji su bili namijenjeni izradi transparentnog prikaza poslovnog modela utemeljenog na održivosti. Također, bitan izvor je videozapis Okruglog stola: Zajedno za zeleni oporavak održanog 2020. godine i intervju proveden s djelatnicom Zelene energetske zadruge (ZEZ). Teorijski dio rada baziran je na znanstvenim člancima, od kojih se posebno izdvaja knjiga, odnosno svojevrsna zbirka članka o zelenim financijama “Handbook of Green finance”, izvještaji ESG rejting agencija, publikacije i zakoni od strane UN-a, Europske komisije i ostalih institucija nadležnih za postavljanje regulatornih okvira ili inicijativa za zelena ulaganja.

Održive financije koriste se kao krovni pojam za zelene, društvene, ekonomske i slične aspekte djelovanja koji kao krajnji cilj podrazumijevaju održivost sa svrhom globalnog boljitka. S ciljem stvaranja jasnije slike o zelenim financijama, bitno je naglasiti da se radi o relativno novom trendu za većinu zemalja unazad svega nekoliko godina. Zelene financije u užem smislu podrazumijevaju financiranje tranzicije s fosilnih goriva na obnovljive izvore energije. Usprkos brojnim inicijativama osvještavanja o razarajućim posljedicama klimatskih promjena, od kojih je najpoznatiji UN-ov Pariški sporazum usvojen 2015. godine, korištenje fosilnih goriva je i dalje perzistentno. Prema godišnjem energetske izvještaju British Petrola (BP, 2019.) tumačenjem omjera rezervi i proizvodnje goriva na globalnoj razini dolazi se do spoznaje da je trenutna zaliha goriva dovoljna za 50 godina pri trenutnoj razini proizvodnje.

Usvajanjem Pariškog sporazuma 2015. godine na UN-ovoj konferenciji o klimatskim promjenama (COP 21) započinje novo poglavlje u borbi protiv globalnog zatopljenja. Cilj Pariškog sporazuma je održavanje globalnog porasta temperature znatno ispod 2 Celzijeva stupnja iznad predindustrijske razine i poduzimanje dodatnih radnji usmjerenih na kontrolu zadržavanja temperature još do 1,5 Celzijevih stupnjeva. (UN, 2015.) Predstavnicima svih članica, njih ukupno 196, na konferenciji je jednoglasno usvojili ovaj sporazum koji ih obvezuje na poduzimanje zajedničkih radnji s ciljem smanjenja emisije stakleničkih plinova, iako do 2020. godine još sedam zemalja sporazum nije uopće ratificiralo. Uspješnoj ratifikaciji sporazuma u ovom slučaju prethodi uplaćivanje doprinosa, tzv. NDC (Nationally Determined Contributions)

kako bi se osigurala ravnopravnost primjene odredaba sporazuma među zemljama. Prilikom utvrđivanja doprinosa, u obzir se uzima odnos relativnog udjela zemalja članica u emisiji stakleničkih plinova i željenih napora s ciljem njihova smanjenja. (UN, 2015.)

Najvažnije inicijative i dokumentacija objavljena nakon usvajanja Pariškog sporazuma dane su u na Slici 1. Za cjelovitu realizaciju ciljeva utvrđenih Pariškim sporazumom javlja se Strategija održivog razvoja za 2030. godinu koja sadrži 17 globalnih ciljeva održivog razvoja. U svrhu provođenja Strategije, 2018. godine objavljen je Akcijski plan za održivo financiranje kao temeljni dokument za pokretanje financijskih tržišta u svrhu zelene tranzicije. Iste godine su objavljene smjernice za izdavanje zelenih obveznica i zelenih te održivih kredita kao najvažnijih financijskih instrumenata koji će istu tranziciju olakšati. Krajem 2019. godine donesen je Europski zeleni plan, kao i Plan ulaganja za zelenu Europu te Mehanizam za pravednu tranziciju za potporu njegove provedbe. U ožujku 2020. godine objavljeno je posljednje izvješće za taksonomiju kao najbitnije smjernice za definiranje i određivanje zelenih ulaganja.

Slika 1. Pregled najvažnijih dokumenata zelenih financija u okviru Europske Unije



Izvor: Izrada autora

Globalna spoznaja značajnih posljedica klimatskih promjena rezultirala je prilagođavanjem ponašanja pojedinaca u sferi ulaganja, iako fosilna goriva i dalje dominiraju po pitanju investiranja u energetske sektor. Svjetske monetarne politike na meti su kritika zbog činjenice da su nakon financijske krize 2008. godine prioriteti bili usmjereni u opskrbu financijskog sustava likvidnošću i održavanje niskih kamatnih stopa na niskim razinama, pri čemu su zelena ulaganja u početku zanemarena. Od tada se je prepoznat problem nemogućnosti financiranja zelenih inicijativa isključivo iz sredstava nacionalnih vlada, već je potrebno potaknuti alokaciju kapitala privatnog sektora u održive svrhe. (Sachs et al., 2019.)

U tu svrhu razvijeni su ESG kriteriji (Environmental, Social and Corporate Governance) koji predstavljaju faktore održivosti koje investitor treba uzeti u obzir prilikom donošenja odluke o ulaganju u poduzeća. Iz naziva pojma ESG moguće je vidjeti da se potencijal investiranja u kompaniju ogleda u načinu njenog odnosa prema okolišu, društvu i korporativan odnos s osobama koje djeluju u poduzeću ili s njim imaju zasnovan odnos. U hrvatskoj literaturi, ESG kriteriji se spominju kao nefinancijski pokazatelji uspješnosti koji se odnose na okoliš, društvo i zajednicu te korporativno upravljanje. (Omazić et al., 2020.) Na temelju navedenog, hrvatski prijevod ESG kriterija glasio bi “kriteriji okoliša, društva i zajednice te korporativnog upravljanja”. U daljnjem tekstu korišten je naziv “ESG kriterija” zbog postojeće uvriježenosti u jeziku. Ekološki aspekt ovih kriterija u obzir uzima način na koji kompanija troši i upravlja svojim resursima te posluje li ili ulaže li napore u pogledu implementacije ekološki prihvatljivih praksi. Društvena komponenta ocjene primjenjuje se na odnos prema ljudima u svim fazama lanca nabave i proizvodnje, od etičnog odnosa prema zaposlenicima pa sve do vrijednosti pružane krajnjim potrošačima. U fokusu korporativnog aspekta nalazi se upravljačka struktura, plaća i uvjeti zaposlenika na različitim razinama kao i unutarnje kontrole kako bi se osigurala uspješnost poslovanja. Osim internog principa, bitno je održavati stabilan odnos s dioničarima i uvažavati njihova prava, kao i posjedovanje dobre reputacije u javnosti.

“Dva glavna cilja zelenih financija su internalizacija ekoloških eksternalija i smanjenje percepcije rizika. Promicanje zelenih financija u velikim i ekonomski održivim razmjerima osigurava prioritiziranje zelenih ulaganja nad onim uobičajenim koji potiču neodržive obrasce rasta. Zelene financije promiču transparentnost i dugoročni aspekt toka sredstava u ekološke svrhe što uključuje sve kriterije održivog razvoja utvrđene UN-ovim ciljevima održivog razvoja (SDG).” (Green Finance Platform, 2020.)

## **2.1. Uloga institucionalnih investitora**

Zeleno financijsko tržište nije moguće razviti isključivo postavljanjem ciljeva, strategija i sličnih dokumenata, nego je potrebno poticati sudionike postojećih financijskih tržišta u njihovom “zelenjenju”.

U zelenoj tranziciji financijskih tržišta institucionalni investitori imaju značajnu ulogu. Važno je naglasiti kako banke u ovom slučaju imaju različito značenje u odnosu na nebankovne

financijske institucije kao što su mirovinski fondovi, osiguratelji i investicijski fondovi. Konvencionalne banke ne mogu efikasno financirati zelenu tranziciju zbog nedostatka mogućnosti i želje za posuđivanjem jer su energetske projekti percipirani rizičnima. Nadalje, zbog ročne neusklađenosti, odnosno zbog činjenice da su depoziti kao primarni i srednjoročni izvori banaka neusklađeni su zelenim ulaganjima koji su dugoročne prirode, takva ulaganja se čine neisplativim. Iz tog razloga je vidljiv veliki potencijal u sferi nebankovnih institucionalnih investitora čiji su izvori dugoročni i sukladni zelenim ulaganjima. (Sachs et al., 2019.)

U stimuliranju institucionalnih investitora potrebno je obuhvatiti aspekt dezinvestiranja u kontekstu potrebe za kvantifikacijom rizika i obuhvaćanjem ESG kriterija. Kao najznačajnija i krovna institucija za potporu institucionalnim investitorima u klimatskoj tranziciji ističe se IIGCC (The Institutional Investors Group on Climate Change). Grupacija potiče institucionalne investitore na paralelni proces dezinvestiranja i ulaganja u obnovljive izvore energije što je obuhvaćeno 2019. godine u inicijativi usklađenosti s Pariškim sporazumom (Paris Aligned Investment Initiative) uz pomoć koje investitori mogu uskladiti svoje portfelje s ciljevima pariškog sporazuma. Danas IIGCC broji 60 članova čija ukupna vrijednost imovine iznosi gotovo 16 trilijuna američkih dolara. (IIGCC, 2019.)

Fenomen neiskoristivosti imovine označava pad vrijednosti imovine u portfelju uslijed nemogućnosti prilagodbe ESG faktorima (OECD, 2015.) Institucionalni investitori implementiraju ESG faktore u svoje investicijske odluke za potrebe upravljanja portfeljem. Ovaj pristup evaluacije kompanija je u novije vrijeme popularan s porastom značaja održivog financiranja. Investitori će zbog dvojakog pozitivnog učinka birati one kompanije koje su prešle na održivo poslovanje. S druge strane, kompanije čije je poslovanje bazirano na fosilnim gorivima ili su konstantno eksponirani od strane medija zbog svojih neekoloških praksi često bivaju izbačene iz nečijeg postojećeg portfelja i zamijenjene onima iz prethodne kategorije. S jedne strane radi se o adekvatnim smjernicama za investitore, dok kompanije koje teže ovakvom poslovanju uživaju bolju reputaciju.

Ukoliko se ESG rizicima ne upravlja adekvatno s aspekta institucionalnih investitora, portfelj je izložen opasnošću. Glavni razlog njihovoj dosadašnjoj averziji proizlazi iz nepoznavanja uvjeta i neizvjesnosti koja nije usklađena s primarnim ciljem maksimiziranja ulaganja svojih klijenata. Potreba za upravljanjem portfeljem najviše dolazi do izražaja zbog postojanja pojma

neupotrebljive imovine (eng. *stranded assets*) kojima su istodobno uloženi institucionalni investitori, ali i brojne kompanije u branšama intenzivnog korištenja fosilnih goriva. To je neizbježno u uvjetima klimatske tranzicije, što znači da do devalvacije vrijednosti imovine može doći zbog regulacije koja će primorati kompanije na promjene ili zbog započinjanja trenda naglog dezinvestiranja koji može narušiti vrijednost kompanija koje baziraju svoje poslovanje na fosilnim gorivima. Takve kompanije mogu utjecati i na ostale, povezane suradnike poput onih koji se nalaze u avioindustriji. Primjerice, zbog obezvrjeđivanja vrijednosti nafte, može doći do promjene u vrijednosti kerozina u skladištima aviokompanija, što posljedično dovodi do narušavanja avioindustrije. Zato se aviokompanije koriste hedgingom kao strategijom upravljanja rizikom. Osim domino efekta koji zahvaća povezane industrije, negativne posljedice se mogu odraziti i na dioničare koji mogu ostvariti značajne gubitke. Iz navedenog je moguće izvući dvije pouke prilikom dezinvestiranja - ono mora biti pravovremeno i nenaglo; inicijative za klimatsku tranziciju već su u zaostatku, dok istovremeno ne smije biti naglih poteza koji mogu prouzročiti cjenovne šokove i izazvati financijsku krizu.

Prema istraživanju provedenog 2015. godine, za postizanje cilja Pariškog sporazuma prema kojem je nužno smanjiti trenutnu razinu globalne temperature za 2 Celzijeva stupnja do 2050., trećina zaliha nafte, polovina zalihe plina i preko 80% trenutnih zaliha ugljena trebalo bi ostati neiskorišteno u periodu između 2010. do 2050. godine. Razumljivo je da neiskorištavanje tih resursa kroz čitav period 2050. godine nije izvedivo za proizvođače nafte zbog enormnih gubitaka. (McGlade, C., Ekins, P., 2015.)

Dezinvestiranje je pristup upravljanja rizikom i postoje četiri principa njegovog provođenja: potpuno dezinvestiranje, djelomično dezinvestiranje, dezinvestiranje na temelju analize lanca vrijednosti te identificiranje i isključivanje kompanija s najgorim performansama. Djelomično dezinvestiranje predlaže sagledavanje triju pristupa kod donošenja odluke - klasifikacija indeksa na burzi, generiranje prihoda proizvođača fosilnih goriva i utvrđivanje vjerojatnosti bezvrijednosti imovine. Analiza lanca vrijednosti daje uvid u činjenicu tko je najviše zaslužan za emisiju stakleničkih plinova unutar lanca vrijednosti, odnosno je li to sam proizvođač fosilnih goriva ili krajnji korisnik njihovog proizvoda. Sukladno tome se donosi odluka o dezinvestiranju. Potpuno dezinvestiranje podrazumijeva potpuno eliminiranje rizika povezanih s fosilnim gorivima iz portfelja, dok djelomičan pristup potiče da se iz portfelja isključe one kompanije s najvećim rizikom. (HSBC, 2015.)

## 2.2. Zelene obveznice

### 2.2.2. Svrha zelenih obveznica

Zelene obveznice (eng. Green bonds) su svi oblici dužničkih instrumenata koji služe za financiranje ili refinanciranje, djelomično ili u potpunosti, novih ili postojećih zelenih projekata. (ICMA, 2018.)

Prva zelena obveznica izdana je od strane Europske investicijske banke (EIB) 2007. godine, ali je izdana pod kategorijom klimatske obveznice (eng. *climate bonds*), što je označava pojam koji se vrlo često koristi kao sinonim za zelene obveznice. Prvu službenu zelenu obveznicu izdala je Svjetska banka u studenom 2008. s ciljem financiranja projekata usmjerenih na suzbijanje negativnih posljedica uzrokovanih klimatskim promjenama. To je bio povijesni događaj, s obzirom na to da se radi o prvoj namjenskoj izdanoj obveznici. Sam čin bio je potaknut od strane švedskih mirovinskih fondova koji su htjeli usmjeriti uštedena sredstva za dobrobit čovječanstva, a sami su bili potaknuti nalazima istraživanja UN-ovog Panela o klimatskim promjenama. Svjetska banka se javila kao glavni akter u spajanju investitora, mirovinskih fondova u ovom slučaju, sa znanstvenicima koji su istima mogli dati potvrdu o profitabilnosti određenog projekta.

To je postavilo temelje za daljnje izdavanje zelenih obveznica kao i sam razvoj tržišta zelenih obveznica te različitih financijskih instrumenata sa svrhom. Zbog činjenice da su većim dijelom usmjerene na financiranje inicijativa za pronalazak rješenja u uvjetima globalnog zatopljenja, zelene obveznice obuhvaćaju financiranje širokog spektra usko povezanih ekoloških projekata poput obnovljivih izvora energije, zaštite zelenih i vodenih površina, ali i za samu dostupnost određenih resursa stanovništvu. Kao instrument svrhovitog financiranja, pomoću njih je lako ostvariti ciljeve Agende održivog razvoja za 2030. godinu.

Zelene i obične obveznice su prema svojim karakteristikama gotovo jednake. Ako izdavatelj istovremeno izdaje redovne i zelene obveznice, one imaju istu razinu rizika. Prema empirijskim nalazima, njihova međusobna premija nema značajnih odstupanja. Međutim, postoji nekoliko ključnih razlika. Na sekundarnom tržištu, oznaka “zelenog” će biti od velikog značaja pri selekciji obveznica pri trgovanju. Kako se radi o nestandardiziranim instrumentima s manjom

frekvencijom trgovanja, postoji mnogo čimbenika koji mogu produbiti razlike po pitanju cijene, prinosa i opće pozicije na tržištu. (Hyun S., Donghyun, P., Tian, S., 2019.)

Zelena ulaganja su percipirana rizičnijima zbog nerazvijene prakse i regulacije. Kreditne rejting agencije zbog toga imaju poteškoće u dodjeljivanju odgovarajućeg rejtinga zelenim instrumentima, što može uzrokovati njihov podcijenjeni investicijski rejting zbog čega su zapostavljeni od strane investitora. Zeleni projekti su volatilniji zbog čega rejting može dodatno pasti. (Purkayastha, D, 2019.)

Kao jedna od najvažnijih prednosti zelenih obveznica ističe se transparentnost tržišta zelenih obveznica. S jedne strane, pokretači projekata jasno i detaljno izlažu informacije o projektu s ciljem osiguranja stabilnih izvora financiranja koje možda ne bi mogli ostvariti tradicionalnim zaduživanjem, a investitori osim ostvarivanja prinosa doprinose pozitivnom ekološkom učinku.

S druge strane, problem etičnosti javlja se u tzv. *greenwashing* efektu što je ujedno glavni nedostatak zelenih obveznica. Greenwashing je pojam koji se prvotno koristio za dobra ili usluge koje su se javnosti lažno predstavljale kao ekološki prihvatljive alternative, a zapravo je bila riječ o obmani, npr. iskrivljavanje istinitog sastava proizvoda. Zabilježeni su slučajevi izdavanja obveznica za ekološki prihvatljive projekte čija bi sredstva bila usmjerena na poslovanje sa štetnim posljedicama na okoliš.

### 3. REGULATORNI OKVIR ODRŽIVOG FINANCIRANJA

#### 3.1. Akcijski plan Europske unije o financiranju održivog rasta

Nastavno na Pariški sporazum, Europska komisija 2016. godine osniva HLEG (High Level Expert Group), grupu stručnjaka za održive financije radi postavljanja temelja za regulatorni okvir održivog financiranja. Grupa je postojala do početka 2018. godine, do isteka svog mandata kada su objavili svoj posljednji izvještaj i time ispunili svrhu svojeg kratkoročnog postojanja - donošenje ključnih preporuka s ciljem integriranja održivog financiranja u financijsku politiku Europske unije i osvještavanje institucionalnih i malih investitora o važnosti dugoročnih održivih ulaganja s krajnjim ciljem alokacije kapitala u održive svrhe. HLEG je tada najavio objavu akcijskog plana koji će objediniti sve preporuke.

Akcijski plan Europske unije o financiranju održivog rasta donesen je 8. ožujka 2018. godine.

“Ovaj akcijski plan za održivo financiranje dio je širih nastojanja za povezivanje financija s posebnim potrebama europskog i globalnog gospodarstva u korist planeta i društva. Konkretno, ciljevi su Akcijskog plana sljedeći: preusmjeravanje tokova kapitala prema održivim ulaganjima u cilju ostvarivanja održivog i uključivog rasta; upravljanje financijskim rizicima koji proizlaze iz klimatskih promjena, iscrpljivanja resursa, uništavanja okoliša i socijalnih pitanja; te poticanje transparentnosti i dugoročnosti u financijskim i gospodarskim aktivnostima.” (Europska komisija, 2018.)

U dokumentu Akcijskog plana o financiranju održivog rasta predloženo je ukupno osam mjera usmjerenih na kvalitativno oblikovanje okvira za implementaciju zelenih financija u institucionalnoj i tržišnoj praksi. Predloženih osam mjera glasi:

1. Uspostava europskog sustava klasifikacije održivih aktivnosti,
2. Utvrđivanje standarda i oznaka za zelene financijske proizvode,
3. Poticanje ulaganja u održive projekte,
4. Uključivanje održivosti u financijsko savjetovanje,
5. Izrada referentnih mjerila održivosti,
6. Bolje uključivanje održivosti u rejtinge i istraživanja tržišta,
7. Pojašnjenje obveza institucijskih ulagatelja i upravitelja imovinom te
8. Uključivanje održivosti u bonitetne zahtjeve.” (Europska komisija, 2018.)

U studenom 2018. godine Europska komisija u sklopu dokumenta “Čist planet za sve” izlaže svoj dugoročni cilj ugljične neutralnosti do 2050. godine. Akcijski plan o financiranju održivog rasta katalizator je za postizanje ciljeva te dugoročne strategije. U prosincu 2019. godine, predstavljen je novi program pod nazivom Europski zeleni plan čiji je cilj 2030. godine postići 50% cilja predviđenog za ugljičnu neutralizaciju 2050. godine.

Europska komisija je 24. svibnja 2018. uputila zahtjev i ubrzo dodijelila mandat tehničkim stručnjacima za održive financije (TEG) za realizaciju Akcijskog plana kroz uspostavljanje tehničkog izvješća o taksonomiji, EU standard za zelene obveznice, Benchmark za niskougljične strategije investiranja i Privremeno izvješće tehničke stručne skupine o europskim klimatskim mjerilima.

Podsjetimo se, i dalje ne postoji unificiran okvir za zelene financijske instrumente te njihovu kvantifikaciju čije bi uvođenje omogućilo znatan doprinos njihovom sigurnom trgovanju, kao i povećanju obujma trgovanja. Rješavanje tog problema očekuje se pomoću preciznih definicija i povjerenja koje će na adekvatan način uspostaviti taksonomija.

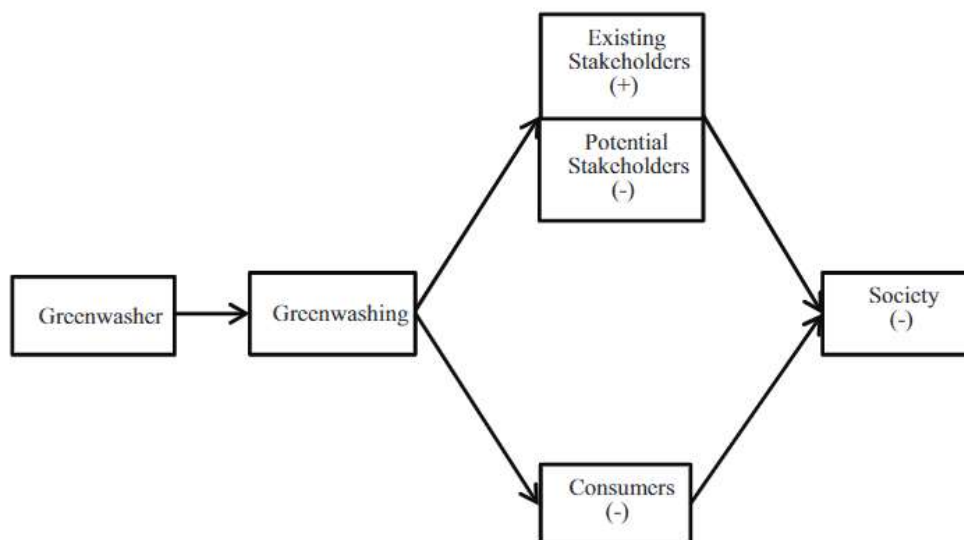
### **3.1.1. Taksonomija**

Uloga taksonomije je ujednačavanje okvira za klasifikaciju održivih ulaganja na razini čitave Europske unije. Osim što se može promatrati kao zajednički jezik svih sudionika koji trguju zelenim financijskim instrumentima, taksonomija je element sigurnosti koji omogućuje njihovu provedbu. Sigurnost je ključna u ranom stadiju razvoja ovih tržišnih segmenata, ali česta pojava neetičnih praksi za podizanje vlastitog ugleda rezultira nesigurnošću i skeptičnošću investitora. Nerijetko se radi o pritisku javnosti koja očekuje uspostavu održive prakse od pojedinog poduzeća, stoga se ono mora u kratkom roku prilagoditi s ciljem zadržavanja svojih klijenata i nastaviti održavanje dobrog ugleda u javnosti.

Slika 2. prikazuje posljedice *greenwashinga* kao negativnog utjecaja na klijente, ali i na trenutne te potencijalne dioničare. Trenutni dioničari profitiraju kroz porast vrijednosti kompanije, dok će potencijalni dioničari biti primorani odustati od ulaganja zbog spoznaje o istinskoj namjeri kompanije. Nakon inicijalnih posljedica narušene reputacije i povjerenja prema kompaniji, u dugom roku moguće je pogoršanje kroz inertnost investitora prema

realizaciji svojih održivih ulagačkih odluka. Na kraju, najveće posljedice snosi društvo u cjelini. (Yang et al., 2020.)

Slika 2. Mehanizam negativnog djelovanja greenwashing prakse na društvo u cjelini



Izvor: Yang et al. (2020.) Journal of Business Economics and Management Volume 21 Issue 5: 1486–1507 (Preuzeto: 30.11.2020.)

Tehničko izvješće o taksonomiji navodi ciljeve zaštite okoliša: “Uredba identificira šest ciljeva zaštite okoliša za potrebe Taksonomije (članak 5.): Ublažavanje klimatskih promjena, prilagođavanje klimatskim promjenama, održiva uporaba i zaštita vodenih i morskih resursa, prijelaz na kružno gospodarstvo, prevenciju otpada i recikliranje, sprečavanje i suzbijanje onečišćenja te zaštita zdravih ekosustava” TEG također definira uvjete koje određena aktivnost mora zadovoljiti da bi bila ekološki održiva gospodarska aktivnost; mora znatno doprinijeti jednom ili više ciljeva zaštite okoliša, ne smije činiti značajnu štetu ostalim ekološkim ciljevima, mora se pridržavati minimalnih socijalnih mjera zaštite i biti u skladu s tehničkim kriterijima provjere. (TEG, 2019.)

Klasifikacija koju pruža taksonomija predstavlja svojevrsan vodič za investitore i olakšava im izbor ulaganja u određene kompanije ili projekte. Uz glavni cilj dekarbonizacije, moguće je investirati u individualne aktivnosti, ali se određeni dijelovi nacionalnih sustava mogu javiti kao barijera. Ciljano investiranje u održive gospodarske aktivnosti koje su sinkronizirane s tranzicijom čitavog sustava dovodi do njihove sinergije i najboljih rezultata. Dakle, moguće je

ulaganje u aktivnosti koje nisu u skladu s tranzicijom sustava, ali takvo kontraciklično djelovanje je nezahvalno od strane sustava zbog neproduktivnog okruženja.

Regulatorni okvir taksonomije donesen je 22. lipnja 2020. godine od strane Europske komisije i definira transparentno prikazivanje održivosti određenih aktivnosti, tranziciju na kružna gospodarstva što odgovara krajnjem cilju dugoročnosti koherentnom vremenskom okviru za postizanje krajnjeg cilja. Regulatornim okvirom osniva se i definira djelovanje Platforme za održivo financiranje kao savjetodavne potpore Europskoj komisiji.

### **3.1.2. Standard Europske unije za zelene obveznice**

Privremeno izvješće EU standarda za zelene obveznice (EU-GBS - European Union Green Bond Standard) objavljeno je 6. ožujka 2019. godine. Uloga privremenih izvješća, kao i u slučaju Taksonomije, je dobivanje povratne informacije od javnosti ciljem formiranja finalnih prijedloga. TEG (2019.) je donio ukupno deset preporuka upućenih Europskoj komisiji za ovu namjenu, od kojih se prve tri odnose na izradu standarda, dok se preostalih sedam odnosi na implementaciju istih u sklopu i pod nadzorom različitih entiteta. Prve tri preporuke su najvažnije jer služe općem oblikovanju standarda, dok ostale ispunjuju svrhu potpore. Važno je naglasiti da se standardi za zelene obveznice baziraju na dobrovoljnoj osnovi. Karakterom dobrovoljnosti ovih standarda želi se postići učinak prirodne težnje izdavača standardima kojima u određenoj mjeri postižu certificiranost uz istodobnu dobru reputaciju na tržištu. Prva preporuka obuhvaća uvođenje standarda za zelene obveznice koji je na dobrovoljnoj osnovi kako ne bi došlo do poremećaja u postojećim tržišnim uvjetima, ali uz dovoljnu važnost da potakne izdavače na zelenu klasifikaciju. Druga preporuka uključuje: “usklađivanje zelenih projekata s EU taksonomijom, Okvir zelenih obveznica, izvještavanje i provjeru od strane ovlaštenih verifikatora.” (TEG, 2019.) Treća preporuka se izravno nadovezuje na prethodnu, a njezina svrha je uspostavljanje procedure registracije verifikatora od strane ESMA-e u svojstvu nadzora. Sumirano, ostalih sedam preporuka daje uvid o korištenju i promicanju standarda iz perspektive financijskih i ostalih nadležnih institucija u svrhu brže implementacije na tržištu uz adekvatnu klasifikaciju financijskih proizvoda.

### **3.1.3. Europska klimatska mjerila i mjerila okoliša, društva i zajednice te korporativnog upravljanja**

TEG u svom posljednjem izvješću za europska klimatska i mjerila okoliša, društva i zajednice te korporativnog upravljanja (ESG mjerila) (2019.) postavlja standardizirani okvir za usporedivost održivih ulaganja na razini EU uz predstavljanje dviju ključnih mjera. Prva mjera daje uvod u implementaciju dviju vrsta klimatskih mjerila, EU CTB i EU PAB, dok druga mjera podrazumijeva integraciju ESG mjerila u ulagačku praksu. Europska klimatska mjerila za klimatsku tranziciju (EU CTB) i Europska klimatska mjerila usklađena s Pariškim sporazumom (EU PAB) se obje baziraju se na ciljevima Pariškog sporazuma, ali postoji ključna razlika. Naime, EU CTB su idealni za mirovinske fondove i osiguravajuća društva jer podrazumijevaju šire mogućnosti diverzifikacije s ciljem zaštite imovine u portfelju od rizika ulaganja povezanih s tranzicijom zbog klimatskih promjena. Time se realizira zaštitna funkcija koju favoriziraju ovi konzervativniji institucionalni investitori. EU PAB je više konzistentan s dugoročnim ciljevima Pariškog sporazuma, stoga će ova mjerila više odgovarati agresivnijim strategijama investitora koji žele brže realizirati ciljeve sporazuma. Takav pristup popraćen manjim mogućnostima za diverzifikaciju ulaganja, ali sukladno tome obuhvaćen je strožom regulacijom koja izuzima određene aktivnosti poput fosilnih goriva. Tako je za EU CTB predviđeno doseganje cilja dekarbonizacije od 30%, dok je za EU PAB predviđeno 50%.

“Europska klimatska mjerila i ODU mjerila utvrđuju metodologiju i minimalne tehničke zahtjeve za indekse koji će omogućiti ulagačima da se orijentiraju prema izboru investitora koji žele usvojiti strategiju ulaganja koja je svjesna negativnog utjecaja na klimu te se bave rizikom zelenog pranja, a što se odnosi na forsiranje ili zlouporabu zelenog imidža poduzeća radi sebične i najčešće kratkoročne koristi. U izvješću se također navode zahtjevi da davatelji objave referentne vrijednosti u odnosu na čimbenike vezane uz okoliš, društvo i upravljanje (ODU) te njihovo usklađivanje s Pariškim sporazumom.” (Omazić et al., 2020.)

Postoje brojne inicijative za integriranjem ESG kriterija u kapitalne zahtjeve banaka i institucionalnih investitora za sveobuhvatno upravljanje rizicima, ali u ovom trenutku ne postoje konkretne regulatorne smjernice. Većina prijedloga za njihovim implementiranjem se za sada nalazi u fazi razvoja i konzultacija.

### 3.2. Direktiva 2014/65/EU

Direktiva 2014/65/EU o tržištima financijskih instrumenata (u daljnjem tekstu: MiFID II) donesena je 2014. godine kao nastavak na MiFID direktivu koja je uređivala investicijske aktivnosti na financijskom tržištu Europske unije. Stupila je na snagu početkom 2018. godine, dok je ideja za promjenom nastala puno ranije kao reakcija na financijsku krizu i potrebom snažnijeg zakonodavstva za prevenciju tržišnih šokova. Iz tog razloga MiFID II zahtijeva snažniju transparentnost financijskih instrumenata, pogotovo derivata kojima se trguje na uređenom tržištu, a istodobno uključuje snažnije zaštitne mehanizme u pod okriljem ESMA-e radi eliminiranja sistemskog rizika. Kao jedan od najvažnijih područja sigurnosti ističe se zaštita investitora. Iako cjelokupan aspekt zaštite može djelovati strogo, njime se zapravo se potiče tržišno natjecanje u sigurnim uvjetima. Zaštita investitora i trgovanje novim, zelenim instrumentima se nalaze u središtu MiFID-a II za potrebe ovog rada.

Sredinom 2020. objavljeni su nacrti regulacije od strane Europske komisije unutar kojih su na odgovarajuć način integrirani izneseni prijedlozi koji definiraju potrebe investitora, rizike održivosti i situacije sukoba interesa koje investicijske kompanije trebaju predvidjeti. EFAMA (Europski fond i udruga za upravljanje imovinom) (2020.) objavljuje svoj odgovor na nacrt regulacije održivosti za MiFID II. Iznosi svoje stajalište na temelju kojeg se izvodi zaključak da podržavaju inicijativu i iznesene prijedloge o izmjeni direktive što je dugo iščekivano s obzirom na nove uvjete na tržištu. Ipak, ističe se nekoliko kritika upućenih Europskoj komisiji uz ponuđen prostor za poboljšanje članka određene regulacije. Najviše se ističe neusklađenost MiFID-a II s postojećim definicijama održivih financijskih proizvoda dane u 8. i 9. članku Uredbe održivosti (SFDR). Proizvodi iz 8. članka SFDR-a su samo orijentirani na ESG strategiju, dok proizvodi iz 9. članka postižu održive ciljeve. Po pitanju održivih ulaganja, jedino bi se trebalo investirati u proizvode opisane u 9. članku koji stvaraju istinski doprinos. Kao rješenje se nudi prvenstveno postavljanje pravila kroz SFDR, umjesto dodatnog opterećenja putem MiFID-a II: “Ona vrsta proizvoda koja se može smatrati održivom mora biti dosljedna u svim relevantnim dijelovima zakona EU. Moramo izbjeći situaciju u kojoj se klijentu koji izražava preferencije za održivošću nudi proizvod iz članka 8., dok se isti proizvod može prodati kao promicanje okolišnih ili socijalnih karakteristika prema SFDR-u.” (EFAMA, 2020.)

### **3.3. Direktiva o alternativnim investicijskim fondovima i Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom**

Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (u daljnjem tekstu: UCITS direktiva) ima nekoliko izdanja, pri čemu je najnovija UCITS V direktiva izdana 2016. godine. “Glavni ciljevi direktive jesu ponuditi ulagateljima širi izbor proizvoda po nižim cijenama putem učinkovitijeg tržišta UCITS-ova u EU-u, bolje obaviještenosti ulagatelja, učinkovitijeg nadzora sredstava i postići da investicijski sektor EU-a ostane konkurentan prilagođavajući pravila stanju na tržištu.” (Europska komisija, 2009.)

UCITS direktiva pruža harmonizirani način poslovanja fondova na razini čitave EU bez barijera mobilnosti djelovanja u različitim članicama EU, a većim dijelom obuhvaća manje investitore. S druge strane, Direktiva o upravljanju alternativnim investicijskim fondovima (u daljnjem tekstu: AIFMD) obuhvaća sve one fondove koji nisu UCITS (*private equity* i *hedge* fondovi te fondovi za nekretnine), a funkcioniraju na istom principu mobilnosti poput UCITS direktive. AIFMD je najzaslužnija za uvođenje sveobuhvatnog izvještavanja nacionalnoj razini, što obuhvaća informacije o portfelju, kolateral i korištenje poluge. Ova direktiva u novije vrijeme ide korak dalje s mogućnošću integriranja fondova trećih zemalja unutar okvira AIF-ova u EU. Obje direktive međusobnim djelovanjem čine regulatorni okvir za upravljanje investicijskim fondovima za EU. (ESMA, Fund Management)

## **4. Potencijal privatnih ulaganja na primjeru Zelene energetske zadruge**

Zelena energetska zadruga (u daljnjem tekstu: ZEZ) započinje svoje djelovanje 2013. godine kada je osnovana u sklopu projekta “Razvoj energetskih zadruga u Hrvatskoj“ provedenog od strane Programa Ujedinjenih Naroda za Razvoj (UNDP). Danas predstavlja glavnu energetska zadruga na području Republike Hrvatske u ulozi krovne institucije ostalim energetskim zadrugama na nacionalnoj razini kao temeljne potpore njihovog poslovanja. ZEZ je članica Europske federacije energetskih zadruga (REScoop.eu) i Terra Hub-a. Uloga zadruge je promicanje važnosti implementiranja obnovljivih izvora energije integriranjem različitih entiteta, prije svega lokalne zajednice kojoj pruža pametna i održiva rješenja koja su troškovno dostupna svima. (Zelena energetska zadruga)

Intervju s djelatnicom ZEZ-a omogućio je uvid u praksu njihovog poslovanja. Cilj intervju bio je ustanoviti način na koji zadruga potiče privatna ulaganja od strane specifičnog segmenta

lokalne zajednice kao benchmark za ostale energetske organizacije i kompanije te dokazati da institucionalni investitori nisu jedini pokretači globalnih zelenih financijskih tržišta. U fokusu rada zadruge nalazi se koncept približavanja građana obnovljivim izvorima energije u kontekstu vlastite samoodrživosti. Važno je naglasiti kako je ZEZ usmjeren na implementaciju solarne energije i usavršavanje potpornih inovativnih rješenja.

ZEZ je do sada proveo dvije inicijative, a još jedna je u tijeku. Prve dvije inicijative bile su usmjerene na područje grada Križevaca, a konkretno su se odnosile na Razvojni centar i tehnološki park te gradsku knjižnicu u sklopu pilot projekta “Križevački sunčani krovovi”. Sredstva za financiranje projekata omogućena su kroz projekte EU za razvoj energetskih zajednica kroz model tzv. akceleratora u suradnji s građanima. Spomenuti model u kombinaciji s učinkovitom suradnjom s gradskom upravom omogućio je sufinanciranje projekta s otprilike 40% od strane grada, dok ostatak troškova snose građani. S aspekta lokalnog doprinosa, projekti se financiraju na principu mikrozajmova koji se realizira kroz grupno financiranje, tj. crowdfunding. Početkom 2019. godine za potrebe pilot projekta, hrvatska regulacija po pitanju takve vrste ulaganja nije bila zadovoljavajuća, što je riješeno sklapanjem dugoročnog zajma sa Zelenom energetskom zadrugom. Pravna osnova zajmova sklopljenih na taj način dana je Zakonom o obveznim odnosima, a uspostavljanje platforme ZEZinvest omogućilo je prikupljanje sredstva od strane građana i njihovu alokaciju su u svrhu izgradnje solarne elektrane na objektima obuhvaćenih pilot inicijativom u Križevcima. Sljedeći korak projekta bio je potpisivanje zakupnog ugovora za solarnu opremu, odnosno modificiranog ESCO ugovora na period od 10 godina s naručiteljem radova koji je u gradskom vlasništvu. Na temelju ESCO ugovora, ZEZ na osnovi prikupljenih sredstava zakupljuje solarnu elektranu i postaje njezinim privremenim vlasnikom, a istekom roka vlasništvo prelazi na korisnika. Do tada, korisnik se obvezuje plaćati godišnju naknadu razmjernu zbroju procjene ostvarenih ušteda električne energije. Građani ulagači ostvaruju povrat uvećan za kamatu dobivenom tehnokonomskom analizom projekta, dok se fiksni anuitetski iznosi isplaćuju na godišnjoj razini iz sredstava prikupljenih zakupninom. Model ulaganja vizualno je objašnjen na Slici 3.

Slika 3. Model ulaganja Zelene energetske zadruge



Izvor: Zelena energetska zadruga (Preuzeto: 8.11.2020.)

Iznos zajma kretao se od minimalnih 1.000 kuna do maksimalnih 10.000 kuna. U inicijativi je ukupno sudjelovalo 53 osoba. Zajam je dan na razdoblje od 10 godina s godišnjom kamatom od 4,5%. Prosječan zajam iznosio je otprilike 4.000 kn.

Treća i aktualna inicijativa “Na sunčanoj strani” nije ograničena na određeno geografsko područje, već obuhvaća nacionalnu razinu, a ZEZ se javlja kao svojevrsni posrednik između građana i pružatelja energije kao i u prethodnim inicijativama. Putem interaktivne web stranice [www.nasuncanojstrani.hr](http://www.nasuncanojstrani.hr) građani mogu podnijeti zahtjev za solarnom elektranom na svojim stambenim objektima. Na web stranici inicijative se također nalazi kalkulator na temelju kojeg se može izračunati procijenjeni trošak električne energije nakon izgradnje solarnih panela. Za kalkulaciju potrebne su dvije informacije: regija, odnosno nalazi li se korisnik u Primorskoj ili Kontinentalnoj Hrvatskoj i trenutni mjesečni iznos računa električne energije (Tablica 1.).

Tablica 1. Primjer izračuna ulaganja u solarnu elektranu u sklopu inicijative “Na sunčanoj strani”

Regija	Iznos mjesečnog računa	Početna ulaganja	Godišnja ušteda	Jednostavni period povrata
Kontinentalna Hrvatska	500,00 kn	36.000,00 kn	4.800 kn	7,5 godina
Primorska Hrvatska	500,00 kn	32.300,00 kn	4.760 kn	6,8 godina

Izvor: Izrada autora na temelju kalkulatora [nasuncanojstrani.hr](http://nasuncanojstrani.hr)

Kao moguće rizike povezane s ulaganjem ZEZ ističe činjenicu kako uložena sredstva nisu osigurana unutar DAB-ovog Sustava za osiguranje depozita sukladno Zakonu o osiguranju depozita kojim zadruga ne podliježe. Na zadrugu se također ne odnosi Zakon o platnom

prometu jer ne predstavlja predmet crowdfunding platforme. Nadalje, kao i u slučaju uobičajenih ulaganja, uložena sredstva mogu biti podložna poslovnim i regulatornim rizicima kojima je izložena sama Zeleno energetska zadruga. S aspekta tržišnog natjecanja, ukoliko se pojedini korisnik želi priključiti na vlastitu sunčanu elektranu, obavezno je pribaviti odobrenje HEP-a kao vodećeg proizvođača električne energije u Hrvatskoj. Tako pristup tržištu nije ograničen ostalim ponuđačima, niti za ZEZ kao posrednika koji omogućuje lakšu tranziciju za svoje klijente, dok istodobno HEP raspolaže evidencijom za potrebe nadzora tržišta električne energije.

Koncept financiranja zanimljivo je promatrati u kontekstu uspostave kreditne unije kao mogućeg modela financiranja budućih projekata. ZEZ već zadovoljava kriterije poslovanja kreditnih unija prema operativnim principima Svjetskog vijeća kreditnih unija, i to prema strukturi organizacije poslovanja koja se bazira na uzajamnosti, usluživanju svojih članova uz primarni cilj ostvarivanja društvenog blagostanja i cjelokupnu društvenu odgovornost. (WOCCU, 2017.) Isto tako, ZEZ u budućnosti razmatra veću orijentaciju prema uspostavi tržišnih modela financiranja na domaćem i stranom tržištu. Glavni argumenti za razmatranje prijedloga kreditne unije predstavljaju trajna mogućnost prikupljanja, odnosno posuđivanja sredstava i njihove cirkulacije unutar jedne institucije. Već postoje energetske kreditne unije, a jedna od njih je Clean Energy Credit Union. Prema njihovoj službenoj stranici, kreditna unija uspostavljena je s ciljem rješavanja visokih troškova uvođenja inovativnih energetskih rješenja s ciljem povećanja dostupnosti većem broju ljudi. U svrhu dostupnosti postoji i opcija minimalnog uloga koji iznosi samo 5 funti. Kreditna unija nudi članstvo kroz otvaranje različitih oblika računa ili kupnju čisto energetskih certifikata o depozitu. Svojim korisnicima nudi širok spektar kreditnih i štednih instrumenata, pri čemu se ističu namjenski krediti koji mogu biti kao i u slučaju ZEZ-a iskorišteni u svrhu izgradnje vlastite solarne elektrane, individualno ili za potrebe određene zajednice. Radi se o vrlo uspješnom poslovnom modelu Clean Energy Credit Union koja je bazirana u Chicagu. FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) nije nadležno tijelo za zaštitu depozita američkih kreditnih unija, već je to uloga Nacionalne uprave kreditnih unija (NCUA) koja osigurava uloge do 250,000 američkih dolara po članu. Sredstva su osigurana na temelju Fonda za osiguranje udjela kreditnih unija (NCUA, 2020.) U prethodnim odlomcima, kao jedan od rizika ulaganja u projekte, ZEZ također ističe nepokrivenost svojih sredstava u Sustavu. Općenito, važno je naglasiti kako i dalje ne postoji odgovarajuća regulacija za kreditne unije u Hrvatskoj po pitanju njihove uključenosti u Sustav

osiguranja depozita, dok je to omogućeno u drugim razvijenim zemljama. Kao daljnja ograničenja kreditnih unija, ističe se slabog razvoja zadrugarstva i njihove diskriminacije zbog uvriježenog mišljenja koji se vezao uz komunistički režim. (Krišto, J., Omerzo, I., Zec, I., 2020.) Pošto su kreditne unije jedne od najrazvijenijih uzajamnih financijskih institucija i postoji aktivno zalaganje Hrvatskog udruženja kreditnih unija za odgovarajućom regulacijom, puno je izvjesnije očekivati da će njihovo poslovanje biti standardizirano prije onog svih ostalih zadruga. Navedeno može potaknuti ostale oblike zadruga, poput ZEZ-a za adaptiranje ovog poslovnog modela, a to je snažan pokretač ulaganja što je dokazano u poglavlju koji se odnosi na taksonomiju kao element regulacije za poticanje zelenog razvoja financijskih tržišta.

Svojim trenutnim modelom poslovanja ZEZ se javlja kao začetnik mobilizacije privatnih zelenih ulaganja u Republici Hrvatskoj koji će zahvaljujući trećoj inicijativi pokrenuti niz promjena na nacionalnoj razini. Na taj način javnost ne mora čekati na poduzimanje potrebnih radnji tek po dolasku inicijativa koje se sa zakonodavnog aspekta nalaze u početnim fazama, već vlastitim doprinosom mogu inicirati znatne promjene. Prethodno iskustvo provedenih projekata ukazuje na veliki potencijal individualnih inicijativa kao pokretača promjena, pri čemu prijelaz na održive energetske mogućnosti za korisnike i zajednicu ostavlja trajnu prednost kako s troškovnog, tako i s okolišnog aspekta.

## 5. ZAKLJUČAK

Zelena ulaganja nužna su u novonastalim uvjetima klimatskih promjena koje su neizbježne za društvo u cjelini. Istječu vrijeme i resursi za mogućnost korištenja fosilnih goriva, ali se obnovljivi izvori energije predstavljaju kao djelotvorna alternativa. Financijska tržišta su temelj provedbe zelene tranzicije. Institucionalni investitori doista raspolažu s velikim potencijalom kao pokretača tržišta, ali se susreću s brojnim ograničenjima, primarno od strane propisa i nedovoljno definiranih kriterija zelenih instrumenata. Već sada je moguće djelovati iz perspektive investitora kombiniranjem strategije dezinvestiranja kao svojevrsne negativne selekcije i ulaganje u obnovljive izvore energije ako pozitivan aspekt odabira odgovarajućih ulaganja. Postoji rastuća potreba za integriranjem ESG kriterija kod formiranja strategije ulaganja jer se postavlja pitanje etičnosti prema aspektu fiducijarne djelatnosti institucionalnih investitora koja djeluje u korist svojih korisnika, odnosno ulagatelja čije se preferencije ne moraju nužno odražavati održivost. Adekvatna regulatorna klima mora pružiti rješenja na sive zone poput ove, a istovremeno se ne smije zanemariti činjenica da s pravnog aspekta postoji veliki potencijal za pokretanjem zelenih ulaganja zbog velike postojeće pojačane aktivnosti zelenih tržišta.

Studija slučaja na primjeru kompanije Ørsted potvrđuje mogućnost provedbe zelene tranzicije u cijelosti, čak i u njihovom slučaju kao kompanije fosilnih goriva. To otvara mogućnosti za ostale entitete koji nisu u tom sektoru, kao perspektiva za težinu tranzicije iz ovakvih fosilno osjetljivih sektora. Zeleno tržište Republike Hrvatske je nedovoljno razvijeno, a dok je adekvatna regulacija na čekanju, moguće je djelovati kao građanin s preferencijama za održivosti. Inicijative Zelene energetske zadruge zaslužne su za aktivno poticanje individualnih zelenih ulaganja u smislu instalacije kapaciteta obnovljivih izvora energije namijenjenih samostalnoj proizvodnji potrebne energije.

## LITERATURA

1. British Petrol (2020) Annual Report and Form 20-F 2019
2. UN (2015) The Paris Agreement. Paris: UN
3. Sachs et al. (2019) Importance of Green Finance for Achieving Sustainable Development and Energy Security. Handbook of Green Finance: Energy Security and Sustainable Development. Asian Development Bank Institute Handbook of Green Finance, Sustainable Development. Springer
4. Mislav Ante Omazić et al. (2020) Analiza stanja nefinancijskog izvještavanja u Hrvatskoj 2017. i 2018. Socijalna ekologija : časopis za ekološku misao i sociologijska istraživanja okoline, Vol. 29 No. 2. Zagreb: Hrvatsko sociološko društvo, Zavod za sociologiju Filozofskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu
5. Green Finance Platform (2020) Explore Green Finance [online]. Dostupno na: <https://greenfinanceplatform.org/page/explore-green-finance> [20. rujna 2020.]
6. The Institutional Investors Group on Climate Change (2019) 2019 Year in Review. London: IIGCC
7. Baron, R., Fischer, D. (2015) Divestment and Stranded Assets in the Low-Carbon Transition. Paris: OECD
8. McGlade, C., Ekins, P. (2015) The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2 °C. Nature 517, str. 187–190.
9. HSBC (2015) Stranded assets: What's next? How investors can manage increasing fossil fuel risks. London: HSBC Bank plc
10. International Capital Markets Association (2018) The Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. Paris: ICMA
11. Hyun S., Donghyun, P., Tian, S. (2019) Differences Between Green Bonds Versus Conventional Bonds. Handbook of Green Finance: Energy Security and Sustainable Development. Asian Development Bank Institute Handbook of Green Finance, Sustainable Development. Springer
12. Purkayastha, D. (2019) Managing Credit Risk and Improving Access to Finance in Green Energy Projects. Handbook of Green Finance: Energy Security and Sustainable Development. Asian Development Bank Institute Handbook of Green Finance, Sustainable Development. Springer
13. Europska komisija (2018) Komunikacija Europske komisije Europskom parlamentu, Europskom vijeću, Vijeću, Europskoj središnjoj banci, Europskom gospodarskom i

- socijalnom odboru i odboru regija: Akcijski plan za financiranje održivog rasta. Bruxelles: Europska komisija
14. Yang et al. (2020) Greenwashing behaviours: Causes, Taxonomy and Consequences Based on a Systematic Literature Overview. *Journal of Business Economics and Management* Volume 21 Issue 5: str. 1486–1507
  15. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019) Taxonomy Technical Report. Bruxelles: Europska komisija
  16. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019) Report on Green Bond Standard. Bruxelles: Europska komisija
  17. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019) TEG final report on climate benchmarks and ESG disclosures
  18. European Fund and Asset Management Association (2020) EFAMA's response to the Commission's drafts amendments integrating sustainability considerations into MIFID II. Bruxelles: EFAMA
  19. European Fund and Asset Management Association (2020) EFAMA's response to the Commission's drafts amendments integrating sustainability considerations into UCITS and AIFMD. Bruxelles: EFAMA
  20. Europska komisija (2009) Direktiva 2009/65/EZ – pravila u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS). [online]. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:mi0037&from=HR> [29. listopada 2020.]
  21. European Securities and Markets Authority. Fund Management [online]. Dostupno na: <https://www.esma.europa.eu/regulation/fund-management> [29. listopada 2020.]
  22. Službena mrežna stranica Zelene energetske zadruge [online]. Dostupno na: <https://www.zez.coop/> [8. studenog 2020.]
  23. Službena mrežna stranica inicijative "Hoću sunčanu elektranu" Zeleno energetske zadruge [online]. Dostupno na: <https://www.nasuncanojstrani.hr/hocu-suncanu-elektranu/> [8. studenog 2020.]
  24. The World Council of Credit Unions (2017) International Operating Principles
  25. NCUA (2020) Deposits Are Safe in Federally Insured Credit Unions [online]. Dostupno na: <https://www.ncua.gov/newsroom/press-release/2020/deposits-are-safe-federally-insured-credit-unions> [7. prosinca 2020.]

26. Krišto, J., Omerzo, I. and Zec, I. (2020) Credit unions in Croatia: challenges ahead and far forward. *Int. J. Diplomacy and Economy*, Vol. 6, No. 2, pp.139–155.