

AKTUELNO STANJE I PERSPEKTIVE RAZVOJA GLOBALNOG I NACIONALNOG TRŽIŠTA ZELENIH OBVEZNICA***

Sažetak: *Shodno krovnom konceptu održivog razvoja, zelena ekonomija i zelene finansije kao proizvodi harmonizovanog razvoja ekonomije, društva i principa zaštite životne sredine u 21. veku predstavljaju pokretačku snagu ekonomskog prosperiteta kako razvijenih, tako i zemalja u razvoju. Kroz osnaženo globalno tržište kapitala usmereno ka održivosti ističe se posvećenost društva brizi o šest ključnih ekoloških sistema: energiji, transportu, vodi, kontroli otpada i zagađenja, građevinarstvu i industriji, poljoprivredi i šumarstvu, a zelene obveznice kao poslednja „moda“ održivog, zelenog finansiranja izdvajaju se kao idealan instrument za ispunjenje većine željenih ekonomsko-ekoloških ciljeva. Upotrebom ovih vrednosnih papira obezbeđuje se ekonomska efikasnost koja je, pak, ustrojena na način da u potpunosti odgovara ekološkim, a samim tim i principima održivosti. U skladu sa time, cilj istraživanja je ocena trenutnog stepena razvijenosti globalnog i nacionalnog tržišta zelenih obveznica, i analiza uslova za „tržišnu eksploataciju“ ovih finansijskih instrumenata u budućnosti. Aktuelnost istraživanja potkrepljuje činjenica da se principi održivosti ubrzano počinju implementirati u sve sfere finansija, te da na svetskim finansijskim tržištima popularnost zelenih hartija od vrednosti, prvenstveno zelenih obveznica, tokom poslednjih nekoliko godina vrtoglavo raste. Deskriptivni i komparativni metod, induktivno-deduktivni metod, kao i analiza sadržaja literature referentnih autora u relevantnoj oblasti korišćeni su za potrebe izrade rada. Rezultat istraživanja je potvrđen stav da se globalno tržište zelenih obveznica eksponencijalno razvija, da će takav trend biti nastavljen i u budućnosti, te da postoje kapaciteti, a samim tim i opravdano očekivanje da će Republika Srbija u bliskoj budućnosti pristupiti oformljavanju stabilnog tržišta pomenutih zelenih hartija od vrednosti.*

Ključne reči: *zelene finansije, zelene hartije od vrednosti, zelene obveznice, tržište zelenih hartija od vrednosti.*

*** MSc, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Republika Srbija; nevena.jolovic@ien.bg.ac.rs

* MSc, Fakultet tehničkih nauka, Univerzitet u Novom Sadu, Novi Sad, Republika Srbija; ivanajolovic@uns.ac.rs

Realizacija istraživanja podržana je sredstvima Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije, shodno Programu naučnoistraživačkog rada 2019-2023. Instituta ekonomskih nauka u Beogradu, te Programu naučnoistraživačkog rada 2019-2025. Fakulteta tehničkih nauka Univerziteta u Novom Sadu.

1. Uvod

Osvrt na problematiku savremenih globalnih tržišnih trendova jasno ukazuje da obrasci „održivog“ ekonomskog ponašanja preuzimaju primat nad tradicionalnim, i u tom kontekstu transformišu ekonomske i finansijske politike kako razvijenih, tako i zemalja u razvoju. Proces tranzicije globalnog tržišta u kontekstu održivosti započet je sredinom prve decenije novog milenijuma, čime je nastupila nova era ekonomskog rasta zasnovana na interakciji između održivih tržišnih ulaganja i inovacija. Zelene obveznice kao poslednja „moda“ održivog, zelenog finansiranja izdvojile su se kao idealan instrument za ispunjenje ekonomskih ciljeva, uz istovremeno rešavanje izazova ekološke prirode. Ovaj oblik zelenih vrednosnih papira može mobilisati resurse sa nacionalnih i međunarodnog tržišta kapitala kroz projekte čija se namena ogleda u generisanju ekoloških koristi, a zarad osnaživanja obnovljivih izvora energije i kontrolisanja klimatskih promena, odnosno brige o šest ključnih ekoloških sistema (energija, transport, voda, kontrola otpada i zagađenja, građevinarstvo i industrija, poljoprivreda i šumarstvo).

Zelene obveznice su izuzetno pogodno sredstvo finansiranja infrastrukturnih održivih projekata iz razloga što predstavljaju izvor potencijalno jeftinog kapitala (uz opciju dugoročnog dospeća). Ove obveznice uklopljive su u dugoročne obaveze investitora, omogućavaju im preko potrebnu diverzifikaciju i atraktivnije prinose (posebno na tržištima sa ograničenom ponudom instrumenata slične vrste i visokom koncentracijom investicija u državne hartije od vrednosti). Osim toga, prinosi na zelene obveznice su, u poređenju sa kapitalnim prinosima, relativno stabilni i predvidivi, što je važna odlika za investitore koji brinu o imovini korisnika.¹ Uz sve to, direktan pristup tržištu kapitala, niži troškovi, inovativni način finansiranja zelenih projekata i transparentnost kroz koju se investitorima obezbeđuje dokaz da će se njihova sredstva koristiti u predviđene, „zelene“ svrhe, dodatne su pogodnosti koje doprinose eksponencijalnom rastu interesovanja investitora za zelenim vrednosnim papirima ove vrste, i koje posledično utiču na razvitak tržišta zelenih obveznica. Shodno tome, predmet istraživanja je ispitivanje aktuelnog stanja i perspektiva budućeg razvoja tržišta zelenih obveznica. Analiza će se bazirati na sveobuhvatnom sagledavanju globalnog tržišta pomenutih vrednosnih papira, ali i oceni kapaciteta finansijskog tržišta Republike Srbije u ovom domenu, shodno činjenici da, iako moguća, emisija zelenih obveznica na istom još uvek nije izvršena.

Polazište istraživanja su tržišta zelenih obveznica, te ekonomski, institucionalni i regulatorni okviri koji determinišu njihovo funkcionisanje na globalnom i

¹ Climate Bonds Initiative., UNEP Inquiry. (2015): *Scaling Up Green Bond Markets for Sustainable Development: An Executive Briefing for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds*, Climate Bonds Initiative, London, <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Guide-2015-final-web.pdf> (03.09.2020).

nacionalnom nivou. Značaj istraživanja ogleda se u činjenici da će rezultati istog doprineti prevazilaženju uočenog istraživačkog gepa u nacionalnoj literaturi u domenu problematike zelenih hartija od vrednosti, te pomoći domaćoj stručnoj javnosti da shodno globalnim tendencijama i primerima dobrih praksi pristupi proceni trenutne finansijske i tehničke izvodljivosti emisije najpopularnijih zelenih vrednosnih papira - obveznica, u nacionalnim okvirima. Aktuelnost istraživanja potkrepljuje činjenica da se principi održivosti ubrzano počinju implementirati u sve sfere finansija, te da na svetskim finansijskim tržištima popularnost zelenih hartija od vrednosti, prvenstveno zelenih obveznica, tokom poslednjih nekoliko godina vrtoglavo raste. Cilj istraživanja je ocena trenutnog stepena razvijenosti globalnog i nacionalnog tržišta zelenih obveznica, i analiza uslova za „tržišnu eksploataciju“ ovih finansijskih instrumenata u budućnosti. Polazna istraživačka hipoteza se temelji na pretpostavci da se, s jedne strane, globalno tržište zelenih obveznica eksponencijalno razvija i da će taj trend biti nastavljen u budućnosti, i da, s druge strane, postoje kapaciteti, a samim tim i opravdano očekivanje da će Republika Srbija u bliskoj budućnosti pristupiti oformljavanju stabilnog tržišta pomenutih zelenih hartija od vrednosti. U radu su zarad dostizanja sistematičnosti i pouzdanosti naučnog istraživanja korišćene sledeće metode: analiza sadržaja dostupne inostrane i nacionalne literature, tj. dela referentnih autora u relevantnoj oblasti; deskriptivni metod; komparativni metod; i induktivno-deduktivni metod.

2. Teorijsko određenje pojma zelenih obveznica

Zelene obveznice, prema Kaminkeru (Kaminker) i Stjuartu (Stewart), predstavljaju hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom, koje finansiraju proekološke investicije sredstvima prikupljenim izdavanjem.² Poput ostalih „regularnih“ obveznica, i zelene obveznice služe za prikupljanje kapitala investitora putem dužničkog kapitalnog tržišta – njihov izdavalac prikuplja fiksni iznos kapitala tokom određenog vremenskog perioda (dospeće), vraća kapital (glavnicu) kada obveznica dospe i plaća dogovoreni iznos kamate (kupon), vodeći pritom računa da je tokom celokupnog procesa generisao dovoljne novčane tokove nepohodne za blagovremenu otplatu kamata i kapitala.^{3, 4} Ipak, Međunarodna asocijacija tržišta kapitala (engl. International Capital Market Association – ICMA) ističe da se zelene obveznice razlikuju od „regularnih“ obveznica po oznaci koja ozna-

² Laskowska, A. (2018): „Conditions for the Development of the Green Bond Market Development“, *Finanse: Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1(11), 53-67.

³ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015): *Green Bonds – Mobilising the Debt Capital Markets for a Low-Carbon Transition: Policy Perspectives*, OECD Publishing, Paris, <https://www.oecd.org/environment/cc/Green%20bonds%20PP%20%5Bf3%5D%20%5Blr%5D.pdf> (16.10.2020).

⁴ United Nations Development Programme (UNDP). (2016): „Green Bonds“, <http://www.undp.org/content/dam/sdfinance/doc/green-bonds> (02.11.2020).

čava obavezu korišćenja prikupljenih sredstava isključivo za finansiranje ili refinansiranje „zelenih“ projekata, imovine ili poslovnih aktivnosti⁵; te obavezi detaljnog izveštavanja o upotrebi prihoda i održivoj prirodi projekata.⁶ Shodno tome, ne iznenađuje što opšteprihvaćena definicija zelenih obveznica ukazuje da je reč o tradicionalnim (konvencionalnim) obveznicama čiji su prihodi od emisije namenjeni projektima koji generišu pozitivne ekološke koristi i/ili pomažu zajednici da se prilagodi efektima klimatskih promena.⁷ Gore pomenuta oznaka zelene obveznice može se primeniti na bilo koji format duga, uključujući: privatne plasmane, sekjuritizacije, pokriveno obveznice, „sukuk“ obveznice, kao i zelene zajmove koji su u skladu sa Principima zelenih obveznica (engl. Green Bond Principles – GBP) ili Principima zelenih zajmova (engl. Green Loan Principles – GLP).⁸ S tim u vezi, neretko je zastupljeno i određenje zelenih obveznica kao instrumenata dugačiji se prihodi isključivo upotrebljavaju za delimično ili potpuno (re)finansiranje novih i/ili postojećih zelenih projekata koji ispunjavaju uslove i usklađeni su sa osnovnim komponentama Principa zelenih obveznica (GBP). Ovi Principi predstavljaju dobrovoljne smernice procesa koje promovišu: transparentnost, obelodanjivanje informacija, i integritet u razvoju tržišta zelenih obveznica kroz pojašnjavanje pristupa za izdavanje pomenutih zelenih vrednosnih papira.⁹ Četiri osnovna Principa zelenih obveznica (GBP) odnose se na: (1) korišćenje sredstava; (2) izbor i evaluaciju projekata; (3) upravljanje fondovima; i (4) izveštavanje.¹⁰ Pomenuti Principi namenjeni su širokoj upotrebi – izdavaocima pružaju smernice o ključnim komponentama neophodnim za kreiranje verodostojnih zelenih obveznica; promovišu dostupnost informacija potrebnih za procenu uticaja zelenih obveznica na životnu sredinu; i shodno očekivanim promenama vrše tržišna preusmeravanja, olakšavajući pritom transakcije.¹¹

Zelene obveznice mogu biti štampane od strane različitih izdavalaca, kao što su: vlade i entiteti koji bivaju podržani od strane istih, finansijske institucije i nefinansijske organizacije.¹² S druge strane, kako autor Brzozovska (Brzozowska) navodi, kupci zelenih obveznica mogu biti pojedinci i kompanije, ali i institucio-

⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015).

⁶ Deschryver, P., de Mariz, F. (2020): „What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?“, *Journal of Risk and Financial Management*, 13(61), 1-26.

⁷ Sovilj, R. (2020): „Tržište zelenih hartija od vrednosti – stanje i perspektive“, *Pravo i privreda*, 58(2), 137-153.

⁸ Almeida, M. (2020): *Global Green Bond State of the Market 2019*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_sotm_2019_voll_04d.pdf?file=1&type=node&id=47577&force=0 (08.09.2020).

⁹ International Capital Market Association (ICMA). (2018): *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, ICMA, Paris.

¹⁰ Deschryver, P., de Mariz, F. (2020).

¹¹ International Capital Market Association (ICMA). (2018).

¹² Almeida, M. (2020).

nalni investitori (osiguravajuća društva, penzioni fondovi, hedž fondovi, državni fondovi i menadžeri imovine).¹³ U praksi ulogu glavnih kupaca pomenutih obveznica najčešće preuzimaju pripadnici poslednje navedene kategorije.

3. Istorijski osvrt na nastanak tržišta zelenih obveznica

Termin „zeleni obveznica“ prvi put je upotrebljen 1949. godine u industriji za preradu čistog oblika bentonita nazvanog „Federal Green Bond“. Godine 2007. finansijski sektor prisvaja ovaj termin i do danas ga koristi pri opisivanju hartije od vrednosti sa fiksnim dohotkom čiji su prihodi od emisije usmereni ka ekološki prihvatljivim projektima i aktivnostima.¹⁴ Multilateralna razvojna institucija – Evropska investiciona banka (engl. European Investment Bank – EIB) kao emitent prvih dužničkih hartija ove vrste (vrednost emisije iznosila je čak milijardu američkih dolara (USD)) oživela je i na snažne temelje postavila tržište zelenih obveznica, onakvo kakvo je moguće prepoznati i danas, 14 godina kasnije.^{15, 16} Ove obveznice predstavljale su prve obveznice sa zelenom oznakom, a njihov prvobitni naziv glasilo je „obveznice za svest o klimi“ (engl. Climate Awareness Bond – CAB).¹⁷ Godinu dana kasnije (2008), Svetska banka (engl. World Bank – WB) izvršila je njihovu drugu emisiju kao emisiju obveznica za finansiranje projekata ublažavanja klimatskih promena i projekata očuvanja životne sredine. Od tada, komercijalne banke, opštine i neke od najvećih svetskih kompanija postepeno počinju da slede ovakve aktivnosti, odnosno vrše individualna izdavanja zelenih vrednosnih papira ove vrste. Wharthon; Generalni sekretarijat Ujedinjenih nacija (engl. United Nations Secretariat); i Nemački institut za razvoj (nem. Deutsches Institut für Entwicklungspolitik) u svojim publikacijama navode da su tokom finansijske krize 2008. godine zelene obveznice bile koncept ograničenog interesa za investitore, budući da su investitori tradicionalisti ekološke projekte percipirali kao rizične i neprofitabilne. Iznenadjujuće, od 2009. godine dolazi do eksponencijalnog rasta izdavanja zelenih obveznica, što se pripisuje povećanoj svesti pomenutih investitora o prednostima zelenih investicija i potencijalnim uticajima klimatskih promena na finansijsku imovinu.¹⁸ U skladu sa time su, kako autori Elers (Ehlers) i

¹³ Laskowska, A. (2018).

¹⁴ Sovilj, R. (2020).

¹⁵ Banga, J. (2018): „The Green Bond Market: A Potential Source of Climate Finance for Developing Countries“, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(1), 1-16.

¹⁶ Mihálovits, Z., Tapaszi, A. (2018): „Green Bond, the Financial Instrument that Supports Sustainable Development: Opportunities and Barriers“, *Public Finance Quarterly*, 63(3), 303-318.

¹⁷ Tang, D. Y., Zhang, Y. (2018): „Do Shareholders Benefit from Green Bonds?“, *Journal of Corporate Finance*, 61(1), 1-18.

¹⁸ Banga, J. (2018).

Paker (Packer) ističu, sve do 2013. godine na tržištu zelenih obveznica dominirali nadnacionalni, sub-državni i agencijski akteri poput: Afričke razvojne banke (engl. African Development Bank), Svetske banke (WB) i Međunarodne finansijske korporacije (engl. International Finance Corporation).¹⁹ Kao rezultat povećane likvidnosti u sektoru, u razvijenim zemljama tokom 2013. godine velike multinacionalne kompanije, poput: Apple-a, Engie-a i Toyota-e, emituju zelene obveznice. U datom periodu, veliku većinu emisija zelenih obveznica sprovele su banke s ciljem prikupljanja kapitala koji je bio usmeren na finansiranje zelenih projekata.^{20, 21}

Daljem razvoju tržišta zelenih obveznica doprinelo je uvođenje Međunarodne asocijacije tržišta kapitala (ICMA) tokom januara 2014. godine i usvajanje Principa zelenih obveznica (GBP). Godinu dana kasnije (2015) došlo je do harmonizacije Okvirne konvencije Ujedinjenih nacija o klimatskim promenama (engl. United Nations Framework Convention on Climate Change – UNFCCC) sa Pariškim klimatskim sporazumom (engl. Paris Climate Accord) koji je državama članicama nametnuo obavezu da osiguraju da su i javni i privatni finansijski tokovi orijentisani ka „niskim emisijama gasova sa efektom staklene bašte“, i ka „klimatski otpornom razvoju“. Od tog trenutka, godišnje izdavanje zelenih obveznica beleži izuzetan rastući trend – kineski izdavaoci ulaze na tržište, a kreiraju se i državne (suverene) i opštinske (municipalne) zelene obveznice.^{22, 23} Kako Stojanović navodi, tokom pomenute, 2015. godine, broj država koje su emitovale zelene obveznice porastao je na 37, dok se kao lider na tržištu zelenih obveznica izdvojila Francuska. Zelene obveznice koje su emitovale Francuska, Sjedinjene Američke Države (SAD) i Kina u tom trenutku činile su čak 56% globalnog tržišta zelenih obveznica.²⁴ U 2016. godini ukupna godišnja vrednost izdatih obveznica premašila je 80 milijardi, a tokom 2017. godine i duplo viši iznos od 150 milijardi USD.²⁵

U 2019. godini, globalno zeleno tržište je u odnosu početak poslednje decenije zabeležilo 250% rast – godišnja vrednost izdatih zelenih obveznica je sa 0,9 milijardi u 2009. godini porasla na 258,9 milijardi USD u 2019. godini^{26, 27}; dok je godišnja vrednost izdatih zelenih obveznica u 2020. godini zabeležila rekordan rast (948 milijardi USD) i nadmašila čak i kumulativnu vrednost emisije

¹⁹ Ross, A. (2018): *Green Bonds: Securities Regulation Towards a Low-Carbon Economy*, Thesis, Victoria University of Wellington, Faculty of Law, Wellington.

²⁰ Ibid.

²¹ Sovilj, R. (2020).

²² Ross, A. (2018).

²³ Sovilj, R. (2020).

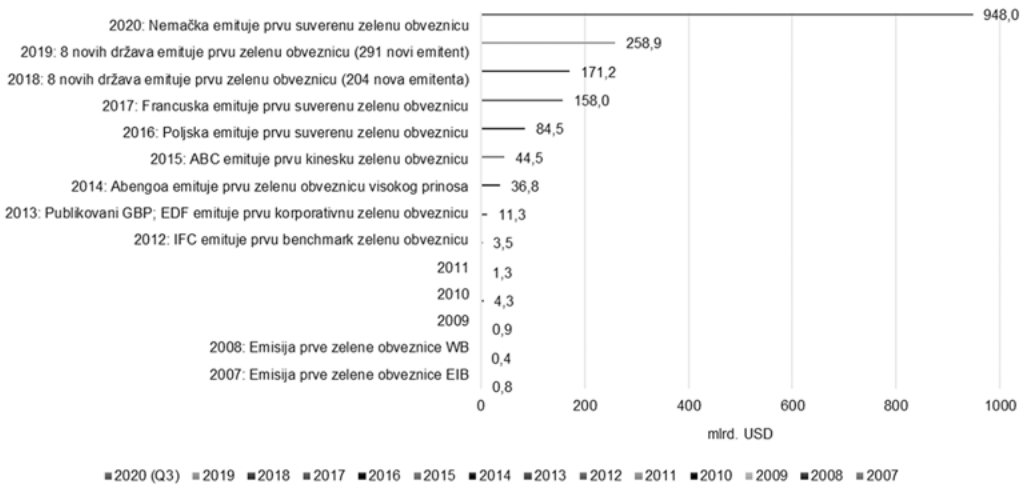
²⁴ Ibid.

²⁵ Mihálovits, Z., Tapaszti, A. (2018).

²⁶ Almeida, M. (2020).

²⁷ Filkova, M. et al. (2019): *Green Bonds: The State of the Market 2018*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gbm_final_032019_web.pdf (07.10.2020).

zelenih obveznica u celokupnom 13-godišnjem periodu.²⁸ Ipak, kako Frenklin (Franklin); i Mudi (Moody's) navode, veličina i obim tržišta zelenih obveznica i dalje su zanemarljivi u poređenju sa globalnim tržištem fiksnih prihoda, a razvoj pomenutog tržišta zelenih vrednosnih papira primetan je samo u nekim razvijanim zemljama i zemljama u razvoju.²⁹ Istorijski okvir rasta analiziranog globalnog tržišta zelenih obveznica ilustruje hronologija grafičkog prikazapredstavljenog u nastavku (Grafikon 1).



Izvor: Autori, prema podacima: Chiesa, M. (2017): „The Green Bond Market: A New Green Trend“, www.quadrantefuturo.it/settori/the-green-bond-market-a-new-green-trend.html (27.09.2020); Ilić, B., Đukić, G., Balaban, M. (2019): „Upravljanje zelenim finansijama na međunarodnom nivou“, 205-220, u: Agić, Z. (ur.): *Zbornik radova „Računovodstvo i revizija u teoriji i praksi“*, Besjeda, Banja Luka; Filkova, M. et al. (2019); Almeida, M. (2020); Climate Bonds Initiative. (2020b).

Grafikon 1: „Boom“ zelenih obveznica na globalnom finansijskom tržištu

Grafički prikaz 1 nedvosmisleno ilustruje procvat koji su zelene obveznice, kao relativno nov finansijski instrument, doživele za svega nešto više od jedne decenije. Trendovi ukazuju da je tržište sve do 2012. godine beležilo zanemarljive rezultate, a intenzivnije počelo da se razvija tek nakon 2013. godine. Preciznije, 2014. godine vrednost izdatih zelenih obveznica porasla je na 36,8 milijardi USD, što je vrednost emisije tri puta viša od one prethodnoj godini (11,3 milijarde USD). Emisija iz 2016. godine (84,5 milijardi USD) bila je gotovo dvostruko viša u odnosu na onu iz 2015. godine kada je vrednost izvršene emisije bila 44,5 milijardi USD. Takav trend nastavljen je i tokom 2017. godineu kojoj je

²⁸ Climate Bonds Initiative. (2020b): „Green Bond Market Summary Q3 2020“, https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_q3_2020_report_01c.pdf?file=1&type=node&id=54810&force=0 (08.12.2020).

²⁹ Banga, J. (2018).

emisija pomenutih hartija od vrednosti opet duplirana (sa 84,5 milijardi na 158 milijardi USD). Prema poslednjim dostupnim podacima iz 2020. godine (treći kvartal), emisija zelenih obveznica dosegla je vrednost od 948 milijardi USD, što je i svojevrsan rekord u dosadašnjim istorijskim varijacijama pomenutih vrednosti. U skladu sa time, moguće je ustanoviti da tržište zelenih obveznicama jasnu tendenciju daljeg dugoročnog rasta.

Brzina kojom se tržišta zelenih obveznica razvijaju i sazrevaju uslovljena je brojnim varijablama, uključujući regulatorne faktore i politike (na primer, politike koje stvaraju potražnju za zelenim projektima), kao i tržišne uslove (na primer, kretanje kamatnih stopa i kreditni ciklus). Pomenute varijable razlikuju se u zavisnosti od jurisdikcije u kojoj su zelene obveznice izdate, te je moguće zaključiti da ih uslovljavaju: podnacionalna, nacionalna i regionalna tržišta koja poseduju bazu investitora koji potražuju zelene obveznice u globalnim okvirima. Prema podacima Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (engl. Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), zelene obveznice su tokom 2015. godine bile emitovane u 23 jurisdikcije, uključujući 20 u kojima je njihova emisija izvršena i za domaće i za strane investitore (Australija, Austrija, Kanada, Kina, Hong Kong (Kina), Evropska unija, Francuska, Nemačka, Indija, Italija, Japan, Meksiko, Holandija, Norveška, Peru, Južna Afrika, Španija, Švedska, Velika Britanija i SAD), i 3 u kojima su izdate samo za strane investitore (Brazil, Tajpej (Kina), Švajcarska); odnosno u 23 valute i na 14 tržišta Grupe 20 industrijski razvijenih zemalja (engl. Group of Twenty – G20).³⁰ Već tokom 2019. godine ukupan broj zemalja sa emitovanim zelenim obveznicama porastao je na 62³¹, odnosno na 91 u 2020. godini (uključeno je još 29 zemalja).³²

Zelene obveznice zabeležile su prodor na berzanska tržišta, a kako Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) navodi, većina zelenih obveznica koje su do danas izdate listirane su na berzama (uključujući, između ostalih, berze u: Londonu, Luksemburgu, Meksiku, Oslu i Stokholmu).³³ Dodatno, kako se tržište zelenih obveznica širilo, a „apetit“ investitora povećavao, tako je i potreba za uporedivim podacima o učinku, odnosno potreba za stvaranjem benchmark ili referentnih tačaka za učinak, rasla. Iz tog razloga, ali i činjenice da tržišni indeksi, široko definisano, predstavljaju metričke, neretko statističke podatke koji prate učinak određene grupe hartija od vrednosti ili investicionih sredstava, tokom 2014. godine niz banaka, rejting agencija i pružaoca usluga pristupilo je kreiranju indeksa zelenih obveznica. Uloga indeksa ove vrste ogleda se u smanjenju informacionih barijera sa kojima se suočavaju investitori, i to najpre kroz pružanje jasnih podataka o relacijama „rizik-povraćaj“. Zbog ovih povoljnosti, pred mnoge institucionalne investitore sve češće se postavlja zahtev da

³⁰ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015).

³¹ Almeida, M. (2020).

³² Climate Bonds Initiative. (2020b).

³³ Ross, A. (2018).

ulažu isključivo u benchmark uporedive vrednosne papire, te je moguće zaključiti da posjedovanje zelenih obveznica uključenih u benchmark indeks postaje značajan atribut na tržištu ovih zelenih hartija od vrednosti. Od novembra 2015. godine, investitorima su na raspolaganju četiri „porodice“ indeksa zelenih obveznica, svaka sa različitim metodologijama za izračunavanje i pragovima podobnosti za zelene obveznice, uključujući: valutu, veličinu, rejting i vanfinansijske karakteristike (poput mišljenja drugih strana). Reč je o sledeća četiri indeksa: (1) Bank of America Merrill Lynch Green Bond Index; (2) Barclays MSCI Green Bond Index; (3) S&P Green Bond Index and Green Project Bond Index; i (4) Solactive Green Bond Index.³⁴

S današnje vremenske distance moguće je zaključiti da su, istorijski posmatrano, zelene obveznice u izuzetno kratkom vremenskom periodu (14 godina) pretrpele brojne promene, te ulogu autsajdera koju su dobile nastankom, 2007. godine, relativno brzo zamenile ulogom favorita na globalnom finansijskom tržištu. Analiza Globalne komisije za ekonomiju i klimu (engl. Global Commission on the Economy and Climate) iznedrila je procenu da će do 2030. godine globalna potražnja za uspostavljanjem nove infrastrukture povezane sa klimatskim promenama iznositi približno 90 hiljada milijardi USD, od čega bi deo mogao biti finansiran upravo iz zelenih obveznica. Ovakav razvoj situacije mogao bi suštinski preurediti globalno tržište obveznica.³⁵

3.1. Aktuelno stanje i perspektive razvoja tržišta zelenih obveznica na globalnom nivou

Kako Ros (Ross) ističe, uprkos ekspanzivnom rastu tržišta zelenih hartija od vrednosti tokom prethodnih godina, jedinstvena pravila kojima se reguliše njihova emisija i promet na međunarodnom tržištu kapitala i dalje nisu usvojena. Regulatorni okviri u većini razvijenih zemalja (uključujući države Evropske unije i SAD) ne prave distinkciju između zelenih i tradicionalnih obveznica. Kao rezultat toga, zahtevi koji se odnose na: upis hartija od vrednosti, objavljivanje ponude, prospekata i uključivanja na tržište, su jedinstveni i važe za sve vrste dužničkih hartija od vrednosti. Drugim rečima, ovo implicitno ukazuje da se pravila koja se odnose na tradicionalne obveznice primenjuju i na njihove zelene ekvivalente. U nedostatku regulatornog okvira, berze i agencije za kreditni rejting su u proteklom periodu imale presudnu ulogu u regulisanju trgovine zelenim hartijama od vrednosti i obezbeđivanju nesmetanog funkcionisanja međunarodnog tržišta kapitala. Međutim, propisi koje su usvajale navedene institucije nisu bili pravno obavezujući, te su emitenti iste mogli, ali i nisu morali, dobrovoljno prihvatati prilikom emisije zelenih obveznica.³⁶ Pomenuta neregulisanost,

³⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015).

³⁵ Mihálovits, Z., Tapaszti, A. (2018).

³⁶ Sovilj, R. (2020).

ali i ekspanzija finansijskog „zelenog pranja“ (engl. Green-Washing) i prevare investitora na tržištu zelenih hartija od vrednosti koje su sve učestalije, uticale su na rast zabrinutost međunarodne javnosti, odnosno institucija i pojedinaca zainteresovanih za poslovanje na globalnom zelenom tržištu.

Shodno očitim regulatornim nedostacima na globalnom nivou, nekoliko zemalja (Velika Britanija, Kina, Meksiko i Maroko) je u saradnji sa regionalnim organizacijama (Evropska unija, Asocijacija nacija Jugoistočne Evrope (engl. Association of Southeast Asian Nations – ASEAN)) usvojilo smernice za zelene obveznice i formiralo radne grupe (Stručni odbor za zelene finansije, Mreže vođene od strane Centralne banke za ozelenjavanje finansijskog sistema, itd). Dodatno, pokrenute su i izvesne inicijative – Radna grupa za finansijska obelodanjivanja vezana za klimu (engl. Taskforce for Climate-related Financial Disclosures – TCFD); mapa puta Ujedinjenih nacija i Svetske banke za održivi finansijski sistem; a oformljena je i ekspertska grupa na visokom nivou za održive finansije.³⁷

Jedine zemlje koje su do sada usvojile posebne zvanične propise kojima se u potpunosti reguliše emisija zelenih obveznica i njihovo uključivanje na sekundarno tržište jesu Kina i Indija³⁸; a kako Paker i Elers u svom istraživanju navode, inicijative u ovoj sferi polako se javljaju i u Evropi. Naime, tehnička ekspertska grupa Evropske unije (engl. Technical Expert Group – TEG) za održive finansije objavila je tzv. Standard EU za zelene obveznice (engl. EU Green Bond Standard – EU-GBS), koji za početak ovu vrstu zelenih hartija od vrednosti precizno definiše, i to kao „bilo koju vrstu obveznica sa liste nenavedenih kotacija ili bilo koji drugi instrument duga na tržištu kapitala izdat od strane evropskog ili međunarodnog izdavaoca“ koji ispunjava tri uslova: (1) okvir zelenih obveznica koji podrazumeva da izdavalac mora izričito potvrditi usklađenost sa Standardom EU za zelene obveznice (EU-GBS); (2) prihod od obveznica koji mora biti usmeravan ka finansiranju i refinansiranju zelenih projekata; i (3) usklađenost sa Standardom EU za zelene obveznice (EU-GBS) koja može biti verifikovana samo od strane akreditovanog spoljnog nezavisnog recenzenta. Iako ovaj Standard označava značajan regulatorni pomak, budući da restriktivnije posmatra zelene obveznice, trenutni dijalog između Kine i Evropske unije o postizanju usklađenog zelenog sistema predstavlja nesumnjivo najvažniji korak koji će voditi formiranju globalne standardizovane šeme zelenog sertifikovanja, a koja će prevazići baze nacionalnih investitora.³⁹

Neodložnost aktivizma na ovom polju posebno dolazi do izražaja kada se u obzir uzmu podaci o aktuelnom stanju i analizira perspektiva razvoja globalnog tržišta zelenih obveznica. Naime, tokom 2019. godine u zeleno finansiranje, odnosno u izdavanje zelenih obveznica, uključilo se čak 8 novih zemalja i 291 novi izdavalac (u nove zemlje spadaju: Barbados, Ekvador, Grčka, Kenija, Panama, Rusija,

³⁷ Deschryver, P., de Mariz, F. (2020).

³⁸ Sovilj, R. (2020).

³⁹ Deschryver, P., de Mariz, F. (2020).

Saudijska Arabija i Ukrajina – sa kombinovanom emisijom od 3,1 milijarde USD). Njihov kvantifikovani doprinos iznosio je 88 milijardi USD, iliti 34% vrednosti globalnog tržišta u 2019. godini. Pritom, 37% debitantskog obima sredstava izdavalaca pripisano je nefinansijskim organizacijama, a 25% finansijskim. „Titula“ najvećeg novog izdavaoca pripala je holandskoj Državnoj agenciji za trezor (engl. Dutch State Treasury Agency – DSTA), koja je izdala prvu holandsku zelenu suverenu obveznicu, odnosno obezbedila transakciju sa odobrenjem za klimatske obveznice u vrednosti od 6,7 milijardi USD. Interesantan je i podatak da je 40 od 291-og debitantskog izdavaoca (koji sumarno beleže 17 milijardi USD ulaganja) tokom 2019. godine izašlo na tržište više puta, tj. 40 njih se na tržištu pojavilo više od jednom. Najodvažnija u ovoj grupi bila je država Čile sa dva obveznička „posla“ u ukupnom iznosu od 2,4 milijarde USD (jedno izdavanje bilo je u dolarima, a drugo u evrima).⁴⁰ U kontekstu navedenih podataka, tabelarnim prikazom koji sledi (Tabela 1) predstavljeni su trendovi na sveukupnom globalnom tržištu zelenih obveznica, uz poseban osvrt na stanje istog u 2018. i 2019. godini.

Tabela 1. Sveukupno globalno tržište zelenih obveznica, s osvrtom na stanje u 2018. i 2019. godini

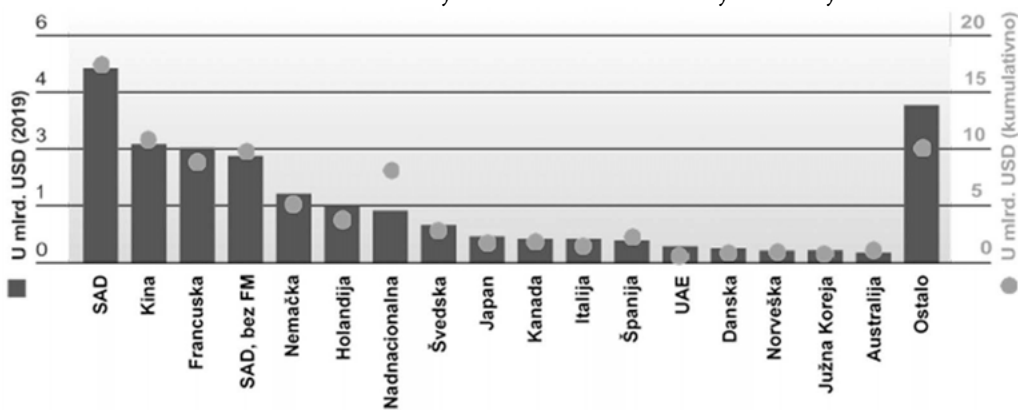
SVEUKUPNO GLOBALNO TRŽIŠTE ZELENIH OBVEZNICA (period od 2007. do 2019. godine)	
Kumulativno izdavanje zelenih obveznica: 776,3 mlrd. USD	
Ponuda obveznica: 5.931	
Izdavalaca: 927	
Vodeći izdavalac: SAD sa 171,5 mlrd. USD, a slede ih Kina sa 107,3 mlrd. USD i Francuska sa 86,7 mlrd. USD	
Sertifikovane klimatske obveznice: Dostignuta vrednost od 100 mlrd. USD	
Globalno tržište zelenih obveznica u 2018. godini	Globalno tržište zelenih obveznica u 2019. godini
<ul style="list-style-type: none"> • Izdavanje u vrednosti od 171,2 mlrd. USD • 1.591 ponude • Ukupno 347 izdavalaca • 204 nova izdavaoca 	<ul style="list-style-type: none"> • Izdavanje u vrednosti od 258,9 mlrd. USD • 1.802 ponude • Ukupno 506 izdavalaca • 291 novi izdavaoc

Izvor: Autori, prema podacima Almeida, M. (2020); Filkova, M. *et al.* (2019).

Grafički prikaz predstavljen u nastavku (Grafikon 2) dodatno potvrđuje dominantnost (istaknuto u Tabeli 1) SAD-a, Kine i Francuske-zemalja koje su tokom 2019. godine ponele epitet najbolje rangiranih zemalja po pitanju vrednosti izdavanja zelenih obveznica (kumulativno posmatrano, njihove emisije činile su čak 44% globalnog izdavanja ovih vrednosnih papira). Američki izdavaoci su ukupnom iznosu iz 2019. godine doprineli sa 51,3 milijarde USD, dok su njihove kineske, i posebno francuske kolege (koje su udvostručile vrednost izdatih ze-

⁴⁰ Almeida, M. (2020).

nih obveznica i zabeležile najveći rast u svetu – 2018. godine francuske emisije vredele su samo 14,1 milijardu USD) na tržište donele 31,3 milijarde i 30,1 milijardu USD, respektivno. Evropske zemlje zabeležile su najveće skokove u pogledu vrednosti izdavanja zelenih obveznica. Naime, emisija pomenutih zelenih vrednosnih papira je u Nemačkoj porasla za 144% (na 18,7 milijardi USD), dok je u Holandiji taj rast iznosio 105% i imao vrednost od 15,1 milijardu USD. Dodatno, Švedska i Kanada zadržale su svoju poziciju među prvih 10 zemalja na listi najuspešnijih u ovom pogledu, i to kao više rangirane, dok je Španija zabeležila pad, i to na 10. mesto. Japan i Italija predstavili su se kao noviji učesnici, ali i pozicionirali kao 7. i 9. na listi shodno značajnim vrednostima svojih emisija.⁴¹



Izvor: Autori, prema Almeida, M. (2020).

Grafikon 2: Vrednosti izdavanja zelenih obveznica po zemljama u 2019. godini (2019. vs. kumulativno dosadašnje izdavanje)

Godina 2019. bila je prva nakon 2016. godine u kojoj su svi globalni regioni povećali volumen izdavanja zelenih obveznica. Evropa je prednjačila sa najvećim zabeleženim porastom, odnosno sa dodatnih 50 milijardi USD izdate vrednosti u odnosu na 2018. godinu (što je činilo 57% globalne ekspanzije). Sva evropska izdavanja, osim zajmova i hartija od vrednosti podržanih aktivom, dostigla su najviši nivo do tada, a posebno su se istakle nefinansijske organizacije, entiteti koje podržava vlada i razvojne banke (povećanje izdavanja od 2; 2,5 i 5 puta, respektivno). Vodeća pozicija Evrope koja u kumulativnom iznosu izdavanja zelenih obveznica ima preko 100 milijardi USD više vrednosti u odnosu na vrednost emisija Severne Amerike, i Azije i Pacifika (koje su na drugom i trećem mestu), ovim je dodatno potvrđena. S druge strane, kada se u obzir uzme broj izdavalaca zelenih obveznica, Azijsko-Pacifički region nosi titulu regionalnog lidera budući da je tokom 2019.

⁴¹ Climate Bonds Initiative. (2020a): *2019 Green Bond Market Summary*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/files/reports/2019_annual_highlights-final.pdf (03.09.2020).

godine tržištu ponudio dodatnih 126 izdavalaca (polovina od ukupnog broja novih izdavalaca u pomenutoj godini). Tome je ključno doprineo Japan, dodavši globalnom zelenom tržištu čak 22 nova izdavaoca. Osim toga, Latinska Amerika i Afrika imale su svoju najbolju godinu do sada – njihova izdavanja su u 2019. godini porasla trostruko (na 4,7 milijardi USD), odnosno šestostruko (na 898 miliona USD) u odnosu na 2018. godinu, respektivno. Važno je istaći da ubrzanje izdavačke politike Latinska Amerika duguje najpre performansama države Čile koja je sprovela prve suverene poslove emisije obveznica u tom regionu.⁴² U kontekstu navedenih podataka, tabelarnim prikazom koji sledi (Tabela 2) predstavljeni su podaci o kumulativnom izdavanju zelenih obveznica po regionima sveta, uz poseban osvrt na razliku između vrednosti emisija u 2018. i 2019. godini.

Tabela 2. Kumulativno izdavanje zelenih obveznicapo regionima sveta

Region	Broj tržišta zelenih obveznica	Broj izdavalaca	Iznos izdavanja (u mlrd. USD)	Razlika između vrednosti izdavanja u 2018. i 2019. godini
Evropa	25	269	307,4	+74%
Severna Amerika	2	167	190,4	+46%
Azija-Pacifik	18	345	183,6	+29%
Supranacionalni region	-	11	79,4	+9%
Latinska Amerika	11	47	13,9	+216%
Afrika	6	16	2,7	+495%

Izvor: Autori, prema Almeida, M. (2020).

Predstavljeni tabelarni prikaz govori u prilog superiornosti evropskog regiona, koji sa 25 tržišta, 269 izdavalaca i iznosom izdavanja zelenih obveznica od 307,4 milijarde USD (kumulativno posmatrano) iza sebe ostavlja region Severne Amerike (2 tržišta; 167 izdavalaca; 190,4 milijarde USD) i Azijsko-Pacifički region (18 tržišta; 345 izdavalaca; 183,6 milijarde USD). Regionu Afrike i Latinske Amerike, pritom, preuzimaju primat kada se u obzir uzme razlika između vrednosti izdavanja zelenih obveznica u 2018. i 2019. godini – 495%, odnosno 216% porast, respektivno.

Deset najvećih izdavalaca zelenih obveznica (na razvijenim tržištima i tržištima u razvoju) u 2019. godini (ne uključujući supranacionalne izdavaoce) prikazani su tabelarnim prikazom koji sledi (Tabela 3). Kompanija Fannie Mae (FM) – pionir emisione agencije Green Mortgage Backed Securities – ponela je titulu najvećeg izdavaoca zelenih obveznica u 2019. godini, sa vrednošću emisija od 22,9 milijardi USD (iliti 9% od ukupne vrednosti izdavanja). Nemačka državna razvojna banka (nem. Kreditanstalt für Wiederaufbau – KfW) bila je drugi najveći izdavalac u pomenutoj godini, zahvaljujući donošenju ukupne vrednosti od 9 milijardi USD na tržište zelenih obveznica. Holandska Državna agencija za trezor (DSTA) rangirala se kao treći najveći izdavalac u 2019. godini sa debitant-

⁴² Almeida, M. (2020).

skom, sertifikovanom suverenom klimatskom obveznicom u iznosu od 6,7 milijardi USD. Pomenuta obveznica bila je najveća zelena obveznica emitovana 2019. godine, ali i druga najveća obveznica ove vrste izdata od 2007. godine do danas. Ista je ispunila zahteve višestrukih sektorskih kriterijuma prema Standardu za klimatske obveznice (engl. Climate Bonds Standards – CBS). Pritom, vredi istaći da su, generalno posmatrano, tokom 2019. godine sertifikovane emisije zelenih obveznica činile 17% ukupnog emisionog obima, kao i da je sa vrednošću od 45 milijardi USD, sertifikovano izdavanje u pomenutoj godini poraslo za 86% u odnosu na izdavanje ove vrste u 2018. godini (24 milijarde USD). Do kraja 2019. godine kumulativno dosadašnje izdavanje zelenih obveznica u skladu sa pomenutim Standardom (CBS) dostiglo je 101,4 milijarde USD, što predstavlja značajnu prekretnicu za međunarodnu šemu osiguranja uspostavljenu 2011. godine Inicijativom za klimatske obveznice (engl. Climate Bonds Initiative – CBI).⁴³

Tabela 3. Deset najvećih izdavalaca zelenih obveznica u 2019. godini
– razvijena tržišta i tržišta u razvoju

Red. br.	Razvijena tržišta	Sertifikovane emisije	Red. br.	Tržišta u razvoju	Sertifikovane emisije
1.	FM (SAD)		1.	ICBC (Kina)	
2.	KfW (Nemačka)		2.	Industrial Bank Co., Ltd (Kina)	
3.	DSTA (Holandija)	✓	3.	Noor Energy 1 (UAE)	✓
4.	Republic of France (Francuska)		4.	Republic of Chile (Čile)	✓
5.	SNCF (Francuska)	✓	5.	Republic of Poland (Poljska)	
6.	Engie (Francuska)		6.	China Construction Bank (Kina)	✓
7.	Société du Grand Paris (Francuska)	✓	7.	Bank of Jiangsu (Kina)	
8.	Kingdom of Belgium (Belgija)		8.	China Development Bank (Kina)	
9.	Crédit Agricole CBI (Francuska)		9.	MAF (UAE)	
10.	Kommuninvest (Švedska)		10.	Islamic Development Bank (Južna Afrika)	

Izvor: Autori, prema Almeida, M. (2020).

⁴³ Climate Bonds Initiative. (2020a).

U kontekstu predstavljenih podataka, treba istaći da tržište zelenih obveznica karakteriše visoka neusklađenost ponude i tražnje u pogledu izdavalaca pomenutih vrednosnih papira. Naime, kako Almejda (Almeida) i koautori ističu, najveću ponudu zelenih obveznica obezbeđuju razvojne banke, dok s druge strane, investitori u najvećem broju slučajeva gaje preferencije prema nefinansijskim i finansijskim korporacijama, kao emitentima zelenih obveznica.⁴⁴ Ova neusklađenost, stoga, u fokus stavlja šansu koja se, najpre, nefinansijskim korporativnim izdavaocima pruža u pogledu emisije većeg obima pomenutih zelenih vrednosnih papira.

Na kraju, sagledavanje „zelenih“ efekata emisije pomenutih vrednosnih papira izuzetan je izazov. Procenjuje se da je prihod od zelenih obveznica izdatih u 2019. godini (u iznosu od 88 milijardi USD) raspodeljen tako što je: 32% prihoda usmereno ka projektima obnovljive energije, 30% ka projektima u oblasti građevinarstva, 20% prihoda usmereno ka transportu sa niskim emisijama ugljenika, 9% prihoda podržalo održive aktivnosti u oblasti vode, 3% prihoda usmereno ka poljoprivredi i šumarstvu, 3% podržalo upravljanje otpadom i zagađenjem, dok je preostalih 3% prihoda bilo usmereno ka ostalim održivim projektima.⁴⁵

3.2. Aktuelno stanje i perspektive razvoja tržišta zelenih obveznica u Republici Srbiji

Kao jedna od država potpisnica globalne razvojne agende – Agenda 2030, odnosno globalnih ciljeva održivog razvoja u okviru iste, Republika Srbija se obavezala na: poštovanje principa zdrave životne sredine, podržavanje zelene ekonomije i mobilisanje finansijskih sredstva za sprovođenje nacionalnih ciljeva održivog i ekološkog razvoja. Uz to, jedan od 35 koraka koje Republika Srbija tokom procesa harmonizacije nacionalne sa regulativom Evropske unije mora preduzeti, odnosi se na pregovaračko Poglavlje 27 (Životna sredina i klimatske promene) kojim se, između ostalog, reguliše administracija vezana za zaštitu životne sredine. Ovim poglavljem predviđen je tranzicioni period za prilagođavanje Republike Srbije evropskim standardima u oblasti zaštite životne sredine, a na raspolaganje su joj, shodno pomenutom partnerstvu, stavljeni Okvir za razvojnu pomoć Ujedinjenih nacija (engl. United Nations Development Assistance Framework – UNDAF) 2016-2021. i Instrumenti predpristupne pomoći (engl. Instrument for Pre-Accession Assistance – IPA). Uperiodu od 2014. do 2020. godine, Republika Srbija je za ovu svrhu, a shodno pomenutim instrumentima, iz predpristupnih fondova dobila sredstva u vrednosti od oko 200 miliona evra (EUR). Ova izdvajanja su, kako Ambasadori životne sredine za održivi razvoj (engl. Environmental Ambassadors for Sustainable Development

⁴⁴ Almeida, M. et al. (2019): *Green Bond European Investor Survey*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/files/files/GB_Investor_Survey-final.pdf (08.09.2020).

⁴⁵ Almeida, M. (2020).

– EASD) ističu, podrazumevala i znatno učešće srpske strane u smislu: izrade plana investicija za finansiranje u oblasti životne sredine, sačinjavanja projekata i formiranja Zelenog fonda iz kojeg supredviđeni projektirebali biti finansirani. Dakle, prolazak kroz ovaj proces podstakao je Republiku Srbiju da 2016. godine uspostavi institucionalni finansijski mehanizam za sprovođenje mera finansiranja zaštite životne sredine, odnosno da osnuje Zeleni fond.⁴⁶

Zeleni fond predstavlja fond budžeta Republike Srbije formiran zarad finansiranja i razvoja svih projekata i aktivnosti u oblasti očuvanja, održivog korišćenja, zaštite i unapređenja stanja životne sredine, te evidentiranja namenskih sredstava za sprovođenje i finansiranje tih projekata. Drugim rečima, osnovan je zarad promovisanja održivog razvoja i principa zelene ekonomije. Fond se, generalno posmatrano, popunjava putem donacija i kredita obezbeđenih u sklopu budžeta Republike Srbije za tekuću godinu, ali i putem drugih javnih prihoda. Njegovi glavni ciljevi definisani su Nacionalnom strategijom održivog razvoja, a sprovođenje iste, dugoročno posmatrano, zavisi od budžetske raspodele finansijskih sredstava za održivi razvoj, odnosno uvek aktuelne problematike nacionalnog „zelenog“ finansiranja. Finansiranje ove vrste obuhvata finansiranje na: republičkom, pokrajinskom i lokalnom nivou, i to iz postojećih državnih prihoda u sklopu bruto domaćeg proizvoda (BDP). Činjenica je, međutim, da su već godinama unazad, finansijska sredstva koja Republika Srbija izdvaja za ovu namenskromna, te neretko nedovoljna za realizaciju programa održivog i zelenog razvoja, ali i za postupanje po preporukama nacionalnih i međunarodnih finansijskih institucija. Upravo zato, Vlada Republike Srbije se u nekoliko navrata zalagala za obezbeđivanje povećanih budžetskih izdvajanja za zaštitu životne sredine (uz poštovanje makroekonomskih principa), kao i za potrebe ispunjavanja međunarodnih obaveza i usaglašavanja sa međunarodnim standardimazelene ekonomije. Ove inicijative su urodile plodom, te su pomenuta izdvajanja sa 1,5% u 2014. godini povećana na 2,5% u 2017. godini. Procena nacionalnih finansijskih stručnjaka je da će „zeleni“ finansijski prihodi nastaviti tendenciju rasta, prvenstveno primenom principa „korisnik/zagađivač plaća“, budući da se Vlada Republike Srbije još 2008. godine obavezala da će oko 70% sopstvenih budžetskih prihoda i prihoda javnih preduzeća generisati primenom pomenutog principa Evropske unije.⁴⁷

Početakom 2020. godine Vlada Republike Srbije usvojila je Pregovaračku poziciju za Poglavlje 27. Pregovaračka pozicija sadrži ukupno 14 priloga, odnosno 1.650 strana teksta, i obrazlaže finansijski okvir za aktivnosti koje su planirane za naredni period, a u cilju obezbeđivanja uslova za dostizanje standarda Evropske unije u oblasti zaštite životne sredine od strane Republike Srbije. Uizradi Pregovaračke pozicije učestvovalo je 150 predstavnika 28 institucija i državnih organa Republike Srbije, koji su stava da finansiranje zeleno orijentisanih investicija najpre treba biti podržano sredstvima iz fondova Evropske unije (64%),

⁴⁶ Ilić, B., Đukić, G., Balaban, M. (2019).

⁴⁷ Ibid.

a zatim idodatnim zajmovima (14%), i sredstvima iz državnog (18%) i lokalnog (4%) budžeta.⁴⁸ Dakle, zeleno finansiranje u Republici Srbiji pretežno se zasniva na sredstvima Evropske unije i zemalja regiona usmerenih ka finansiranju energetske efikasnosti i obnovljivih izvora energije. Centar za upravljanje projektima Privredne komore Srbije navodida ta sredstva uključuju resurse međunarodnih finansijskih institucija: EBRD (engl. European Bank for Reconstruction and Development), WebSEFF (engl. Western Balkans Sustainable Energy Financing Facility), WBIF (engl. Western Balkans Investment Framework), GEF (engl. Global Environmental Facility), KfW, IFC (engl. International Finance Corporation), IPA, kao i sredstva dobijena putem GGF-a (engl. Green for Growth Fund). Osim pomenutih izvora finansiranja, na tržištu Republike Srbije dostupne su i kreditne linije banaka koje podržavaju energetske efikasnost i obnovljive izvore energije. Banke koje su na nacionalnom tržištu tokom 2018. godine u svojoj ponudi imale ove kreditne linije su: Banka Intesa, Erste banka, Procredit banka, Unicredit banka i Crédit Agricole banka. Kako Kalkan ističe, procenjuje se da je na nacionalnom tržištu do sada izvršen plasman zelenih kredita ove vrste u ukupnoj vrednosti od 200 do 300 miliona EUR.⁴⁹

Kada je reč o problematici zelenih hartija od vrednosti u nacionalnim okvirima, treba naglasiti da u Zakonu o tržištu kapitala Republike Srbije ovi instrumenti duga nisu prepoznati kao imenovane hartije. Međutim, emisija i trgovina vrednosnim papirima ove vrste nije zabranjena.⁵⁰ Jovanović ističe da je izdavaocima, s obzirom na to da Zakon nije usvojio princip „*numerus clausus*“, dopušteno da pored već postojećih, imenovanih hartija od vrednosti, emituju i nove vrednosne papire koji nisu imenovani i uređeni propisima. U ovakvim situacijama emisija novih hartija od vrednosti može biti odobrena jedino od strane zvaničnog nadzornog organa na tržištu kapitala – Komisije za hartije od vrednosti, koja emitentu može izdati potrebnu saglasnost čim konstatuje da su ispunjeni svi zakonom propisani uslovi u pogledu: postojanja izdavaoca, zakonitosti poslovanja istog, obaveštenosti i zaštićenosti imaoca (investitora), ali i prenosivosti, sadržini, ujednačenosti i masovnosti hartija. Nakon dobijanja pomenute saglasnosti, emitent dužničkih hartija od vrednosti (na primer, zelenih obveznica), odlukom o emisiji može samostalno odrediti zvaničan naziv vrednosnim papirima, ali i urediti sadržinu obaveze prema imaocima (investitorima).⁵¹

⁴⁸ Spasić, V. (2020): „Vlada Srbije usvojila Pregovaračku poziciju za Poglavlje 27“, <https://balkangreenenergynews.com/rs/vlada-srbije-usvojila-pregovaračku-poziciju-za-poglavlje-27/> (04.11.2020).

⁴⁹ Ilić, B., Stojanović, D., Đukić, G. (2019): „Green Economy: Mobilization of International Capital for Financing Projects of Renewable Energy Sources“, *Green Finance*, 1(2), 94-109.

⁵⁰ Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020, <https://www.mfin.gov.rs/wp-content/uploads/2020/12/Zakon-o-trzistu-kapitala-153-20.pdf> (23.01.2021).

⁵¹ Sovilj, R. (2020).

Da bi u Republici Srbiji tržište zelenih hartija od vrednosti bilo uspešno оформljeno, pored angažovanja na uspostavljanju regulatornog okvira, potrebno je raditi i na podizanju svesti kako izdavalaca, tako i imaoaca regularnih hartija od vrednosti o pogodnostima koje zeleni vrednosni papiri nude. Najpogodnija forma instrumenata duga koja može stimulisati nastanak ovog tržišta jesu municipalne obveznice. Pozitivni primeri iz prakse emitentskih „zelenih“ gradova SAD-a, Švedske i Francuske (poput Njujorka, Geteborga, Pariza i drugih) to i potvrđuju.⁵² Tržište municipalnih obveznica u Republici Srbiji relativno je nerazvijeno (nalazi se u početnoj fazi razvoja) i skromno. Prvu emisiju ovih vrednosnih papira sproveo je grad Šabac 2014. godine, a do danas, još samo tri lokalne samouprave (gradovi Novi Sad i Pančevo, i opština Stara Pazova) odvažile su se da sprovedu njihovu emisiju (sredstva su bila namenjena finansiranju lokalnih infrastrukturnih projekata). Međutim, ni u jednom od četiri pomenuta slučaja trgovina obveznicama nije bila sprovedena na sekundarnom tržištu kapitala.^{53, 54} Bez obzira na to, pomenute emisije municipalnih obveznica namenjene rešavanju infrastrukturnih problema lokalnih zajednica izazvale su veliko interesovanje investitora, te bi, shodno tome, u perspektivi bilo opravdano razmišljati o realizovanju emisije zelenih municipalnih obveznica shodno značaju koji bi sredstva prikupljena na ovaj način mogla imati za ekonomsko-ekološki razvoj lokalnih samouprava države u celini.

Pogodnosti za investitore koji ulažu u zelene obveznice su brojne, a uključuju: poreske olakšice (ne postoji obaveza plaćanja poreza na prihode po osnovu dužničkih hartija od vrednosti); više kamatne stope u odnosu na kamatne stope državnih obveznica i/ili kamatne stope na depozitne uloge u banci; predvidiv tok isplate kamate; transparentnost emisije; i mogućnost osiguranja. S druge strane, zelene municipalne obveznice emitentima mogu obezbediti: zaduživanje po nižoj kamatnoj stopi u odnosu na alternativne vidove zaduživanja (na primer, bankarske kredite); privlačenje šireg kruga potencijalnih investitora; i mogućnost prevremenog otkupa obveznica. Bez obzira na navedene pogodnosti, rad na povećanju kredibiliteta lokalnih samouprava (kroz unapređenje efikasnosti rada njihovih institucija, monitoring trošenja budžetskih sredstava namenjenih za realizaciju ekoloških projekata, i slično) izuzetno je važan, ako ne i neophodan preduslov za privlačenje potencijalnih investitora i podsticanje istih da sredstva ulože u zelene municipalne obveznice. Osim toga, uzimajući u obzir: generalnu nerazvijenost nacionalnog tržišta kapitala, nepostojanje profesionalnog kadra, složenost procedura i postojeći zakonski okvir, proces emitovanja hartija od vrednosti za potrebe realizacije zelenih projekata (prvenstveno zelenih

⁵² Brand, S., Steinbrecher, J. (2019): *Green Bonds – A Sustainable Alternative for Municipal Infrastructure Finance?*, KfW, Frankfurt, https://www.researchgate.net/publication/331564427_Green_bonds_-_a_sustainable_alternative_for_municipal_infrastructure_finance (11.12.2020).

⁵³ Mojašević, A. S., Nikolić, Lj. (2015): „Tržište obveznica javnog sektora u Srbiji: Stanje i perspektive razvoja“, 221-239, u: Pejić, I. (ur.): *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu*, Pravni fakultet u Nišu, Niš.

⁵⁴ Sovilj, R. (2020).

obveznica) mora biti podržan od strane vrhovnih državnih organa. Vlada Republike Srbije bi, tako na primer, značajnija finansijska sredstva trebala staviti na raspolaganje: Komisiji za hartije od vrednosti, Centralnom registru hartija od vrednosti i/ili Beogradskoj berzi; te ubrzati izmene postojećih zakonskih propisa i donošenje nacionalnih strateških dokumenata povezanih sa zelenim finansiranjem.⁵⁵ Najaktuelnije informacije u ovom domenu čine seohrabrujućim, budući da je Vlada Republike Srbije u javnost iznela vest dasagledava mogućnosti za izdavanje zelenih obveznica na domaćem i/ili na međunarodnom tržištu tokom 2021. godine. Dodatno, predstavnici Vlade izložili su nameru Republike Srbije da do kraja tekuće godine postane deo Euroklir sistema (sistema specijalizovanog za trgovanje i čuvanje domaćih i prekograničnih hartija od vrednosti, poput: obveznica, akcija i derivata), čime će, s jedne strane, stranim investitorima biti olakšan pristup lokalnom tržištu, te, s druge strane, stvoreni uslovi da se u bliskoj budućnosti strana ulaganja u domaće obveznice svih vrsta povećaju za 40%.⁵⁶

Zaključak

Globalno tržište zelenih obveznica se tokom protekle decenije, ma koliko ekonomski izazovna i nepredvidiva ona bila, neprestano širilo i diverzifikovalo. Progres su podsticale najpre malobrojne, proaktivne privrede koje su prepoznale snagu koju zeleno orijentisana tržišta kapitala mogu imati u domenu očuvanja, održivog korišćenja i unapređenja stanja životne sredine, odnosno ostvarivanja značajnih finansijskih koristi. Pomenuta smelostvremenom se prelila i na skeptičnije privrede, te suglobalnom tržištu zelenih obveznica ubrzo pristupile kako brojne zemlje u razvoju, tako i neke od najrazvijenijih zemalja sveta. U prilog postojanja ovog trenda govore podaci predstavljeni u radu koji ukazuju da su tokom 2015. godine zelene obveznice bile izdate u 23 jurisdikcije, da bi se pet godina kasnije (2020) broj zemalja u kojima se emisija ovih vrednosnih papira sprovodi gotovo učtverostručio (91 jurisdikcija). Globalno tržište zelenih obveznica nesumnjivo je doživelo „boom“ u 2020. godini, kada je, posmatrano u odnosu na početak poslednje decenije, zabeležilo neverovatni 900% rast (vrednost emisija od 948 milijardi USD u 2020. godini naspram 0,9 milijardi USD u 2009. godini). Eпитet dominantnih učesnika globalnog tržišta zelenih obveznica su, pritom, ponele SAD, Kina i Francuska, dok se skoro pridružena ekonomija sa liderskim potencijalom u ovoj sferi – Nemačka, našla na 4. mestu (i automatski evropsko tržište postavila na pijedestal regionalnih učesnika zelenog finansiranja).

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Vlada Republike Srbije. (2020): „Očekivanje da više stranih investitora ulaže u domaće obveznice“, <https://www.srbija.gov.rs/vest/443874/ocekivanje-da-vise-stranih-investitora-ulaže-u-domace-obveznice.php> (15.02.2021).

Iako tržište zelenih obveznica nesumnjivo ima tendenciju daljeg rasta, određeni autori (Frenklin; Mudi; Banga i drugi) iznose stav da su u poređenju sa globalnim tržištem fiksnih prihoda, veličina i obim „zelenog“ tržišta zanemarljivi, te da je razvoj tržišta ove vrste primetan samo u nekim razvijenim, i zemljama u razvoju. Na osnovu svih u radu predstavljenih podataka moguće je zaključiti da se u stavovima pomenutih autora prepoznaje određena činjenična zasnovanost, posebno kada je reč o emisiji zelenih obveznica na kapitalnim tržištima zemalja u razvoju. Brojni su razlozi zbog kojih većina zemalja u ovoj fazi razvoja prolongira uključivanje pomenutih zelenih vrednosnih papira u svoja finansijska tržišta. Među njima prednjači nedostatak jasno definisanih standarda zelenih obveznica, a zatim i činjenice: da se na odgovornost, objektivnost i transparentnost subjekata koji vrše evaluaciju ekološke orijentisanosti povezanih projekata ne može uvek računati; da postoji izvestan nedostatak specifikacija i kvantifikacija ekoloških koristi investicija koje se finansiraju iz prinosazelenih obveznica; kao i da se neretko javlja izrazit moralni rizik, budući da većina propisa vezanih za emisiju zelenih obveznica nije pravno obavezujuća. Bez obzira na sve navedene manjkavosti, neosporno je da zelene obveznice predstavljaju kvalitetan izvorkapitala, te redak instrument održivog ekonomskog razvoja, što je jedan od glavnih razloga zašto im i razvijene i zemlje u razvoju trebaju pružiti „šansu“. U ovom kontekstu vredi spomenuti i podatak da su tri kategorije održivih projekata u koje su se sredstva od emisije zelenih obveznica najviše slivala tokom 2019. godine bile energetika (32%), građevinarstvo (30%) i transport (20%).

Rezultati sprovedenog istraživanja ukazuju i da zeleno kapitalno tržište u Republici Srbiji s pravom može biti okarakterisano kao potpuno nerazvijeno. Najveći uzročnik pomenute nerazvijenosti ogleda se u tome što zelene hartije od vrednosti u nacionalnom Zakonu o tržištu kapitala nisu prepoznate kao imenovane hartije (iako njihova emisija i trgovina nisu zabranjene), dok je podatak koji najviše ohrabruje taj da je Vlada Republike Srbije početkom 2020. godine usvojila Pregovaračku poziciju za Poglavlje 27 koje se odnosi na životnu sredinu i klimatske promene, a kojim je, između ostalog, predviđeno da se zeleno orijentisane investicije ubuduće mogu finansirati iz fondova Evropske unije, dodatnih zajmova, ali i državnog i lokalnog budžeta. Osim toga, početkom 2021. godine Republika Srbija javnosti je predstavila plan za povećanje stranih ulaganja (za 40%) u domaće obveznice, te naglasila da intenzivno sagledava mogućnosti za ovogodišnje izdavanje zelenih obveznica na domaćem i/ili međunarodnom tržištu kapitala. U skladu sa pomenutim saopštenjima, ali i samim istraživanjem sprovedenim u ovom radu, moguće je izvesti zaključak da bi, shodno aktuelnom stanju i očekivanimtendencijama razvoja nacionalnog finansijskog tržišta, planirana emisija bila uspešna jedino ukoliko bi bila izvršena u formi zelenih municipalnih obveznica. Ovaj zaključak zasnovan je kako na činjenici da su municipalne obveznice instrument duga koji je adekvatno stimulisao nastanak zelenih tržišta kapitala u brojnim državama (SAD, Švedska, Francuska, i slično), tako i na činjenici da je dodavanje „zelene“ karakteristike ovom

instrumentu duga u praksi naišlo na odobravanje javnosti i visoke zahteve u vidu potražnje na kapitalnom tržištu. Ipak, ne treba izostaviti da preduzimanje koraka u ovoj sferi mora biti ispraćeno podrškom državnih organa lokalnim samoupravama, shodno činjenici da su do danas samo četiri lokalne samouprave u Republici Srbiji izvršile emisije municipalnih obveznica, i da iste nisu imale karakter zelenih (sredstva od emisije bila su namenjena finansiranju lokalnih infrastrukturnih projekata).

U skladu sa svim u radu obrađenim informacijama, moguće je prihvatiti polaznu istraživačku hipotezu koja pretpostavlja da se globalno tržište zelenih obveznica eksponencijalno razvija i da će taj trend biti nastavljen u budućnosti, te da postoje kapaciteti, a samim tim i opravdano očekivanje da će Republika Srbija u bliskoj budućnosti pristupiti oformljavanju stabilnog tržišta pomenutih zelenih hartija od vrednosti. Na kraju zaključnog izlaganja se, pak, mora spomenuti da složeni ekonomsko-ekološki proces ove vrste nije moguće sprovesti bez zakonskih preuređivanja, profesionalnog usavršavanja stručnih kadrova, te direktne angažovanosti Vlade Republike Srbije (zarad realizacije zelenih projekata Vlada Komisiji za hartije od vrednosti, Centralnom registru hartija od vrednosti i Beogradskoj berzi treba staviti na raspolaganje značajnija finansijska sredstva). Preduzimanje ovakvih aktivnosti na republičkom nivou nesumnjivo bi rezultiralo dugoročnom isplativošću, budući da emisija zelenih obveznica gotovo po pravilu biva ispraćena: višim kamatnim stopama u odnosu na stope sa kapitalnog tržišta, predvidivim tokovima isplate kamate, transparentnošću emisija, a neretko i nemalim poreskim olakšicama za emitente.

Literatura

- Almeida, M., Filkova, M., Harrison, C., Sette, P. (2019): *Green Bond European Investor Survey*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/files/files/GB_Investor_Survey-final.pdf (08.09.2020).
- Almeida, M. (2020): *Global Green Bond State of the Market 2019*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_sotm_2019_vol1_04d.pdf?file=1&type=node&id=47577&force=0 (08.09.2020).
- Banga, J. (2018): „The Green Bond Market: A Potential Source of Climate Finance for Developing Countries“, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(1), 1-16.
- Brand, S., Steinbrecher, J. (2019): *Green Bonds – A Sustainable Alternative for Municipal Infrastructure Finance?*, KfW, Frankfurt, https://www.researchgate.net/publication/331564427_Green_bonds_-_a_sustainable_alternative_for_municipal_infrastructure_finance (11.12.2020).
- Chiesa, M. (2017): „The Green Bond Market: A New Green Trend“, <https://www.quadrantefuturo.it/settori/the-green-bond-market-a-new-green-trend.html> (27.09.2020).

- Climate Bonds Initiative., UNEP Inquiry. (2015): *Scaling Up Green Bond Markets for Sustainable Development: An Executive Briefing for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds*, Climate Bonds Initiative, London, <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-Guide-2015-final-web.pdf> (03.09.2020).
- Climate Bonds Initiative. (2020a): *2019 Green Bond Market Summary*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/files/reports/2019_annual_highlights-final.pdf (03.09.2020).
- Climate Bonds Initiative. (2020b): „Green Bond Market Summary Q3 2020“, https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/cbi_q3_2020_report_01c.pdf?file=1&type=node&id=54810&force=0 (08.12.2020).
- Deschryver, P., de Mariz, F. (2020): „What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?“, *Journal of Risk and Financial Management*, 13(61), 1-26.
- Filkova, M., Chartered Financial Analyst (CFA)., Frandon-Martinez, C., Giorgi, A. (2019): *Green Bonds: The State of the Market 2018*, Climate Bonds Initiative, London, https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gbm_final_032019_web.pdf (07.10.2020).
- Ilić, B., Đukić, G., Balaban, M. (2019): „Upravljanje zelenim finansijama na međunarodnom nivou“, 205-220, u: Agić, Z. (ur.): *Zbornik radova „Računovodstvo i revizija u teoriji i praksi“*, Besjeda, Banja Luka.
- Ilić, B., Stojanović, D., Đukić, G. (2019): „Green Economy: Mobilization of International Capital for Financing Projects of Renewable Energy Sources“, *Green Finance*, 1(2), 94-109.
- International Capital Market Association (ICMA). (2018): *Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, ICMA, Paris.
- Laskowska, A. (2018): „Conditions for the Development of the Green Bond Market Development“, *Finanse: Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1(11), 53-67.
- Mihálovits, Z., Tapaszti, A. (2018): „Green Bond, the Financial Instrument that Supports Sustainable Development: Opportunities and Barriers“, *Public Finance Quarterly*, 63(3), 303-318.
- Mojašević, A. S., Nikolić, Lj. (2015): „Tržište obveznica javnog sektora u Srbiji: Stanje i perspektive razvoja“, 221-239, u: Pejić, I. (ur.): *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu*, Pravni fakultet u Nišu, Niš.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015): *Green Bonds – Mobilising the Debt Capital Markets for a Low-Carbon Transition: Policy Perspectives*, OECD Publishing, Paris, <https://www.oecd.org/environment/cc/Green%20bonds%20PP%20%5Bf3%5D%20%5Blr%5D.pdf> (16.10.2020).
- Ross, A. (2018): *Green Bonds: Securities Regulation Towards a Low-Carbon Economy*, Thesis, Victoria University of Wellington, Faculty of Law, Wellington.

- Sovilj, R. (2020): „Tržište zelenih hartija od vrednosti – stanje i perspektive“, *Pravo i privreda*, 58(2), 137-153.
- Spasić, V. (2020): „Vlada Srbije usvojila Pregovaračku poziciju za Poglavlje 27“, <https://balkangreenenergynews.com/rs/vlada-srbije-usvojila-pregovaracku-poziciju-za-poglavlje-27/> (04.11.2020).
- Tang, D. Y., Zhang, Y. (2018): „Do Shareholders Benefit from Green Bonds?“, *Journal of Corporate Finance*, 61(1), 1-18.
- United Nations Development Programme (UNDP). (2016): „Green Bonds“, <http://www.undp.org/content/dam/sdfinance/doc/green-bonds> (02.11.2020).
- Vlada Republike Srbije. (2020): „Očekivanje da više stranih investitora ulaže u domaće obveznice“, <https://www.srbija.gov.rs/vest/443874/ocekivanje-da-vise-stranih-investitora-ulaze-u-domace-obveznice.php> (15.02.2021).
- Zakon o tržištu kapitala, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, 9/2020 i 153/2020, <https://www.mfin.gov.rs/wp-content/uploads/2020/12/Zakon-o-trzistu-kapitala-153-20.pdf> (23.01.2021).

CURRENT SITUATION AND PERSPECTIVES OF THE DEVELOPMENT OF THE GLOBAL AND NATIONAL GREEN BOND MARKET

Abstract: *According to the covering concept of sustainable development, green economy and green finance as products of harmonized development of economy, society, and principles of environmental protection in the 21st century are the driving force of economic prosperity of both, developed and developing countries. Strengthened global capital market oriented towards sustainability highlights the commitment of society's concern about six key environmental systems: energy, transport, water, waste and pollution control, construction and industry, agriculture and forestry; and green bonds as the latest „fashion“ of sustainable green financing are standing out as an ideal instrument for fulfilling most of the desired economic-environmental goals. The use of these securities ensures economic efficiency, which is, in turn, organized in a way that fully complies with the environmental, and therefore with the principles of sustainability. Accordingly, the aim of the research is to assess the current level of development of the global and national green bond market, and to analyze the conditions for „market exploitation“ of these financial instruments in the future. The relevance of the research is supported by the fact that the sustainability principles rapidly begin to be implemented in all spheres of finance, and that the popularity of green securities, primarily green bonds, has been growing dizzyingly in the last few years. The descriptive and comparative method, inductive-deductive method, as well as analysis of the content of the literature of reference authors in the relevant field, were used for the research purposes. The result of the research is the confirmed assumption that the global green bond market is developing exponentially, that such a trend will be continued in the future, and that there are capacities, as well as justified expectation that the Republic of Serbia will start forming a stable market of green securities in the near future.*

Keywords: *green finance, green securities, green bonds, green securities market.*