

Investicioni fondovi i „zelene“ obveznice u Republici Srbiji

Investment funds and green bonds in the Republic of Serbia

Maja Dimić¹, Aleksandra Gajdobranski^{2}, Mila Marjanović³*

^{1,2}Univerzitet Union - Nikola Tesla, Fakultet za poslovne studije i pravo, Jurija Gagarina 149a, Beograd, Srbija /

University Union - Nikola Tesla, Faculty for business studies and law, Jurija Gagarina 149a, Belgrade, Serbia

³Knjigovodrstvena Agencija „Ogdavo“, Brijanova 8, Kruševac, Srbija /

Bookkeeping Agency “Ogdavo”, Brijanova 8, Kruševac, Serbia

*Autor za prepisku / Corresponding author

Rad primljen / Received: 05.11.2022, Rad prihvaćen / Accepted: 21.11.2023.

Sažetak: Nagli razvoj tržišta hartija od vrednosti predstavljao je temelj razvoja investicionih fondova, koji su se najpre osnivali u razvijenim zemljama, da bi kasnije počeli sa radom i u zemljama u razvoju. Tržište kapitala i investicioni fondovi u Republici Srbiji kaskaju za razvijenim zemljama, pa se još uvek ne vidi uticaj ovog sektora na razvoj domaće privrede. Ipak, investicioni fondovi u Republici Srbiji, nakon Kovid-19 pandemije, pokazuju potencijal. Te autori smatraju da se u perspektivi može očekivati da će se njihova uloga na domaćem finansijskom tržištu poboljšati, naročito u segmentu „zelenih“ investicija. Za razvoj investicionih fondova je od velikog značaja finansiranje „zelenih“ energetskih projekata putem davanja grantova povoljnih kredita i garancija. U Republici Srbiji prvi investicioni fondovi javljaju se tek 2007. godine, a pionirska emisija „zelenih“ obveznica izvršena je u septembru 2021. godine, čime je Republika Srbija postala prva zemlja u regionu koja je emitovala ovu vrstu obveznica. Uzimajući u obzir činjenicu da tematika „zelenih“ obveznica i investicionih fondova nije u domaćoj literaturi na adekvatan način zastupljena, autori nastoje da ovim radom doprinesu smanjenju praznine koja se pojavila. Cilj rada je da se prikaže hronologija razvoja investicionih fondova u Republici Srbiji u periodu od 2007. do 2022. godine, značaj emisije „zelenih“ obveznica kao i projekcije rasta bruto društvenog proizvoda (BDP) na globalnom nivou do 2050 putem brže energetske tranzicije.

Glavne reči: „zelene“ obveznice, investicioni fondovi, energetski projekti, tržište kapitala.

Abstract: The rapid development of the securities market laid the foundation for the development of investment funds, which were initially established in developed countries and later started operating in developing countries. The capital market and investment funds in the Republic of Serbia lag developed countries, so the impact of this sector in domestic economy is still not evident. However, investment funds in the Republic of Serbia show potential after the COVID-19 pandemic and the authors believe that their role in the domestic financial market is expected to improve in the future, especially in green bonds segment. Financing green energy projects through grants, favorable loans, and guarantees is of great importance for the development of investment funds. The first investment funds appeared in the Republic of Serbia in 2007 and the pioneering issue of "green bonds" was carried out in September 2021 making the Republic of Serbia the first country in the region to issue this type of bonds. Since the topic of "green" bonds and investment funds is not adequately represented in the domestic literature, the authors aim to contribute to filling this gap through this study. The aim of the study is to present the chronology of the development of investment funds in the Republic of Serbia from 2007 to 2022, the importance of green bonds as well as projections of global gross domestic product (GDP) growth by 2050 through faster energy transition.

Keywords: green bonds, investment funds, energy projects, capital market.

¹orcid.org/0000-0002-9218-6687, e-mail: maja.dimic@fpp.edu.rs

²orcid.org/0000-0002-4978-5553, e-mail: aleksandra.gajdobranski@fpp.edu.rs

³e-mail: milamarjanovicbiz@gmail.com

UVOD / INTRODUCTION

Osnovni koncept investicionih fondova jeste udruživanje sredstava više pojedinačnih investitora, kako bi ostvarili pogodnosti koje proističu od investiranja velikih razmera. Drugim rečima, poslovanje se zasniva na prikupljanju sredstva sitnih investitora, koristeći se prednostima ekonomije obima, koncentracije i investiranja u visoko diversifikovane portfolije. Cilj poslovanja investicionih fondova jeste smanjenje rizika ulaganja, pozitivno poslovanje, dodatna likvidnost, kao i direktan uticaj na ekonomski razvoj. Iskustva zemalja koja imaju razvijen finansijski sektor pokazuju da je sve manje tržišno učešće tradicionalnih posrednika (kao što su banke), odnosno da je prisutan trend rasta zastupljenosti netradicionalnih posrednika, na prvom mestu investicionih fondova. Autori Khorana i dr. (2005) ističu da je sektor investicionih fondova prisutniji u zemljama sa jasno definisanom pravnom regulativom koja je praćena setom zakona i podzakonskih akata, višim nivoom finansijske pismenosti stanovništva, većim bruto domaćim proizvodom po glavi stanovnika, nižim transakcionim troškovima, kao i jasno definisanom zaštitom prava investitora.

Poslednjih godina je u svetu izražen trend da globalni finansijski sistem treba aktivno da doprinese održivom razvoju (Anufrijević, 2022), pa je međunarodni finansijski sistem doživeo značajne strukturne promene koje su posledica globalizacije, rapidnog tehnološkog razvoja i porasta finansijskih tokova na globalnom nivou. Promene u finansijskom sistemu manifestuju se kroz pojavu novih institucija kao i razvoja novih proizvoda i finansijskih inovacija (nastanak i razvoj „zelenih“ finansijskih instrumenata) (Božović & Božović, 2012). Otvara se mogućnost aktivnijeg učestvovanja investicionih fondova u „zelenim“ projektima i trgovanju „zelenim“ obveznicama. Prema Amel-Zadeh-u i Serafeim-u (2018) evropski institucionalni investitori su najaktivniji i najprisutniji učesnici na finansijskom tržištu koji investicione procese i projekte baziraju na zaštiti životne sredine, društveno odgovornom poslovanju i savesnom korporativnom upravljanju (ESG).

„Zelena“ ekonomija svoj rast i razvoj usmerava prema „zelenim“ investicijama: kapital za niskougljenične inicijative i inicijative otporne na klimu, čiste tehnologije, prirodni kapital i ostale aktivnosti koje doprinose životnoj sredini (Martinez-Oviedo i sar., 2018). Prva polovina „zelenih“ investicija posmatrano na globalnom nivou se odnosi na energetske efikasnost i razvoj obnovljivih izvora energije, dok se druga polovina odnosi na poboljšanje upravljanja otpadom, infrastrukturu javnog prevoza i sektore koji su u vezi sa prirodnim kapitalom, kao što su poljo-

privreda, ribarstvo, vodosnabdevanje i šumarstvo. Pored pozitivnih efekata koje „zelena“ ekonomija ima po životnu sredinu, njena ključna uloga u kriznim situacijama se ogleda u dobrobiti po socijalno-ekonomski sistem: podizanje životnog standarda, jačanje ekonomskog rasta, povećanje stope zaposlenosti i smanjenje socijalne nejednakosti i siromaštva (Dimić i sar., 2023).

Zelena ekonomija predstavlja koncept razvoja koji ne samo da je manje štetan po životnu sredinu, već ima brojne koristi kako za pojedinca tako i za društvo u celini (Dašić & Anufrijević, 2022). Značajan uticaj na razvoj „zelenih“ ekonomije imala je i Konferencija UN o životnoj sredini i razvoju pod nazivom „Samit o zemlji“ koja je održana u Rio de Žaneiru 1992. godine. Na ovoj Konferenciji donet je akcioni plan u okviru Agende 21 koji je obeležio XXI vek, sa strateškim pravcima razvoja „zelenih“ ekonomije, za koje u poslednje vreme postoji sve veće interesovanje. Ovim programom su obuhvaćene tri osnovne baze, a to su: zaštita životne sredine, društveni i ekonomski razvoj, čiji je primarni cilj da se ljudima podigne svest o značaju životne sredine (Gajdobranski, 2020). Istraživanja novijeg datuma (Dotting & Kim, 2020) ukazuju da investitori u projektima više vrednuju održivost nego učinak i da su stoga više posvećeni fondovima koji dele ove vrednosti (Hartzmark & Sussman, 2019).

1. MATERIJALI I METODE / MATERIALS AND METHODS

U radu je sprovedeno istraživanje teorijskog i empirijskog karaktera uz korišćenje savremenih tehnika metodologije naučnog rada. U teorijskom smislu, autori objašnjavaju ključne pojmove i daju prikaz uporednih saznanja o tematici „zelenih“ obveznica i ulozi institucionalnih investitora na tržištu kapitala, pre svega analizirajući ulogu i značaj investicionih fondova. Empirijska analiza istraživanja je potkrepljena savremenom literaturom, aktuelnim istraživanjima i primerima dobre prakse. Zadatak istraživanja iz oblasti investicionih fondova i „zelenih“ obveznica u Republici Srbiji je zahtevao primenu različitih metodoloških postupaka, gde se istraživanje najvećim delom zasnivalo na tzv. „istraživanju za stolu“ (eng. desk research), kao i na prikupljanju primarnih i sekundarnih podataka. Pored naučnih metoda (analitičko-sintetičke, induktivno-deduktivne, komparacije-klasifikacije) koje će se u radu koristiti, biće korišćeni tabelarni i grafički prikazi u kojima će se prezentovati sažeti podaci koji su predmet analize ovog rada. Predmet istraživanja ovog naučnog rada oslanja se, pre svega, na mogućnost razvoja zelenih obveznica i finansiranje ekoloških projekata iz sredstava zelenih investicionih fondova u Republici Srbiji.

2. REZULTATI I DISKUSIJA / RESULTS AND DISCUSSION

2.1. Razvoj „zelenih“ obveznica i finansiranje ekoloških projekata iz sredstava „zelenih“ investicionih fondova /

Development of "green" bonds and financing of environmental projects from "green" investment funds

Prva „zelena“ obveznica (najvišeg rejtinga AAA) emitovana 2007. godine od strane Evropske investicione banke (EIB) i Svetke banke (WB), a nakon toga je praksu emisije ovih obveznica nastavila Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) koja je emitovala ove obveznice 2008. godine (Stoian, Iorgulescu, 2019). EBRD je izdala obveznice za ekološku održivost, obveznice za otpornost na klimu, kao i obveznice za prelazak na „zelenu“ ekonomiju (EBRD, 2022). Zatim je, međunarodna finansijska korporacija (IFC) u martu 2013. godine, sat vremena od izdavanja, prodala „zelene“ obveznice u vrednosti od milijardu dolara. Nekoliko meseci kasnije, na tržištu se pojavljuju prve korporativne „zelene“ obveznice kompanije Vasakronan, švedske kompanija koja posluje u sektoru trgovanja nekretninama, a zatim se pojavljuju veliki korporativni izdavaoci kao što su: SNCF, Berlin Hip, Apple, Engie, ICBC i Credit Agricole (<https://www.climatebonds.net/market>). U narednoj tabeli su prikazani prvi izdavaoci „zelenih“ obveznica.

*Tabela 1. Hronologija izdavanja „zelenih“
obveznica*

Table 1. Chronology of issuing "green" bonds

Izdavalac	Godina
Evropska investiciona banka (EIB)	2007
Kommunalbanken, Norveška	2010
Île-de-France, Francuska	2012
Grad Geteborg, Švedska	2013
Vasakronan, Švedska	2013
Belectric Solar, Velika Britanija	2014
BerlinHyp, Nemačka	2015
Faberge, Švedska	2016
Poljska	2016

Izvor / Source: (The green bond market in Europe, 2018)

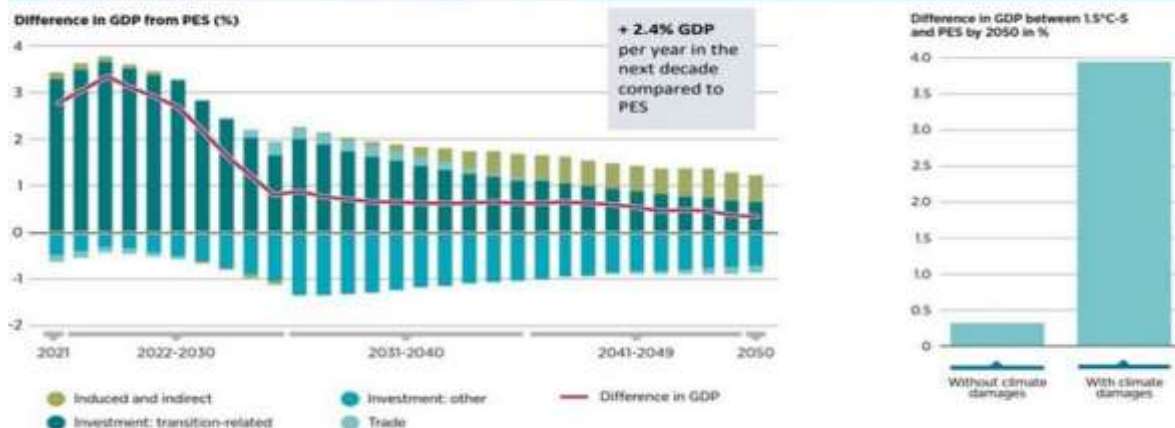
Uloga „zelenog“ fonda je da podrži projekte energetske efikasnosti i zaštite životne sredine kako iz javnog tako i iz privatnog sektora kroz davanje grantova, povoljnih kredita i garancija. Fond zelenog razvoja jugoistočne Evrope (GGF) je osnovan 2009. godine kao specijalizovani fond za unapređenje energetske efikasnosti i obnovljivih izvora energije u jugoistočnoj Evropi (uključujući Tursku), kao i u

obližnjem regionu, kao i na Bliskom Istoku i Severnoj Africi. Pokrenut od strane Evropske investicione banke i KfV razvojne banke, GGF je inovativno javno-privatno partnerstvo osnovano radi smanjenja potrošnje energije i emisije ugljen-dioksida (CO₂). Ovaj fond pruža refinansiranje lokalnim komercijalnim bankama, nebankarskim finansijskim institucijama kao što su mikrofinansijske institucije i lizing kompanije i ostalim odabranim finansijskim institucijama pružajući kredite domaćinstvima, preduzećima, opštinama i javnom sektoru za mere energetske efikasnosti ili projekte obnovljivih izvora energije, a svaka od mera koje podržava GGF trebalo bi da obezbedi najmanje 20% uštede energije ili smanjenja emisija CO₂. GGF takođe nudi direktno finansiranje kompanijama za pružanje energetske usluga, kompanijama ili projektima iz obnovljivih izvora energije i uslugama energetske efikasnosti i dobavljačima koji se bave ciljevima uštede i emisije energije (<https://energijabalkana.net>).

„Zelene“ investicije imaju snažan potencijal za doprinos dugoročnom rastu u budućnosti. Scenario rasta putem „zelenih“ investicija u iznosu od 2% svetskog bruto domaćeg proizvoda i vrednosti od oko 1300 mlrd/\$ na godišnjem nivou, dovodi do ostvarenja viših stopa rasta do 2050. godine i povećanja zaliha obnovljivih izvora energije koje doprinose globalnom bogatstvu, u poređenju sa stopama rasta koje se ostvaruju uz uobičajene poslovne aktivnosti bez „zelenih“ investicija. Na grafikonu 1 prikazane su projekcije rasta bruto društvenog proizvoda (BDP) na globalnom nivou do 2050. godine putem brže energetske tranzicije.

Ubrzavanje energetske tranzicije radi ograničenja globalnog zagrevanja na 1,5°C moglo bi do 2050. godine povećati svetski BDP za 2,4% tokom naredne decenije u odnosu na scenario koji podrazumeva postojeće planove za razvoj energetike, navodi se u saopštenju Međunarodne agencije za obnovljivu energiju (IRENA). Predmet mnogobrojnih istraživanja je veza između „zelenih“ investicija, ekonomskog rasta, emisije gasova i energetske efikasnosti. Rezultati ukazuju na to da „zelene“ investicije izazivaju niz pozitivnih ekonomskih efekata kao što je rast bruto domaćeg proizvoda, rast udela energije iz obnovljivih izvora u ukupnoj potrošnji energije, kao i smanjenje emisija gasova staklene bašte. Kako je energetske sektor značajan generator rasta privrede, ali ujedno i uzročnik velikih ekoloških šteta i rizika, ovaj sektor treba transformisati u skladu sa ciljevima održivog razvoja. To se postiže rastom „zelenih“ investicija za podsticanje energetske efikasnosti projekata, što pozitivno deluje i na pad emisija gasova staklene bašte (Ostojić, 2022).

The energy transition boosts global GDP



Grafičon 1. Projekcije rasta bruto BDP-a na globalnom nivou do 2050. putem brže energetske tranzicije
 Chart 1. Global GDP growth projections until 2050 through a faster energy transition
 Izvor / Source: (<https://balkangreenenergynews.com>)

Finansiranje energetske projekata je od velikog značaja za razvoj investicionih fondova, gde su u ugovorenim projektima čiste energije 2022. godine prednjačili: Francuska, Italija, Japan, Velika Britanija i SAD. U energetske miks i dalje dominiraju fosilna goriva sa najvećim pojedinačnim doprinosom globalnom energetske sektoru. Na svetsku elektroenergetsku mrežu prošle godine je dodato skoro 66 GW nove snage u obnovljivim izvorima energije, sa snažnom dominacijom solarnih elektrana. To uključuje izgradnju 128 kopnenih vetroelektrana, šest vetroelektrana na moru, 159 solarnih elektrana, 10 projekata energije iz otpada, 17 projekata biomase i 15 hidroelektrana, „Svetu je potreban uravnotežen i raznolik energetske miks koji odgovara na izazove energetske sigurnosti i pristupačnosti, a istovremeno daje prioritet održivosti, lako postoji obećavajući niz projekata obnovljive energije, kao što pokazuju podaci EIC-a, globalni lanac snabdevanja možda nema kapacitete ili sposobnosti potrebne za realizaciju ovih projekata i postizanje klimatskih ciljeva. Naši podaci pokazuju da postoje planovi za dodatak 140 GW vetroelektrana na moru do 2035. godine“, kaže Neil Golding, rukovodilac Odeljenja za istraživanje tržišta EIC-a (<https://energijabalkana.net>).

2.2. Razvoj investicionih fondova i „zelenih“ obveznica u Republici Srbiji / Development of investment funds and "green" bonds in the Republic of Serbia

Po uzoru na najbolju međunarodnu praksu regulisanja osnivanja i poslovanja investicionih fondova koncipiran je Zakon o investicionim fondovima u

Republici Srbiji. Ovaj Zakon, između ostalog, ima za cilj da poveća sigurnost ovih fondova i da zaštiti investitore od zloupotreba i prevara, a sve to kroz kontrolne mehanizme. U skladu sa Zakonom, dozvoljeno je da se osnivaju:

Otvoreni - Za otvorene fondove je karakteristično da emitovanjem investicionih jedinica prikupljaju novčana sredstva. Vrednost imovine, kao i broj vlasnika investicionih jedinica otvorenog investicionog fonda su promenljive kategorije. Ulažu u hartije od vrednosti.

Zatvoreni - Zatvoreni investicioni fondovi funkcionišu na principu akcionarskih društava, budući da, između ostalog, emituju akcije. Dakle, zatvoreni investicioni fondovi emituju akcije kojima se dalje trguje na sekundarnom tržištu kapitala, ali ih ne otkupljuju od investitora.

Privatni investicioni fondovi - Za razliku od zatvorenih investicionih fondova koji su organizovani kao akcionarska društva, privatni investicioni fondovi, koji postoje na tržištu kapitala Republike Srbije imaju formu društva sa ograničenom odgovornošću. Ovi fondovi ulažu novčana sredstva u kompanije i time ostvaruju udeo u kapitalu kompanija. Samim tim oni postaju partneri tih kompanija.

U skladu sa pomenutim Zakonom, u Republici Srbiji omogućeno je, u zavisnosti od rizika ulaganja, osnovati četiri vrste fondova: fondove za očuvanje vrednosti imovine, prohodne fondove, balansirane fondove i fondove rasta imovine (Tabela 2).

Tabela 2. Karakteristike investicionih fondova
Table 2. Characteristics of investment funds

Investicioni fond	Ključne karakteristike
Fond za očuvanje vrednosti imovine	Imovinu ulažu u kratkoročne dužničke HoV, kao i u novčane depozite, Stopa rizika koja se vezuje za ove fondove je minimalna, pa je, stoga, niska i stopa prinosa.
Fond prihoda	Rizik ulaganja je nešto veći u odnosu na fondove očuvanja vred. imovine. Za ove fondove tipično je to da više od 75% imovine ulažu u obveznice.
Balansirani fond	Stopa rizika koja se vezuje za ove fondove je umerena, kao i stopa prinosa. Ovi fondovi imovine ulažu u dužničke i vlasničke HoV (50%: 50%).
Fond rasta imovine	Vezuju se za visok rizik ulaganja. Smatraju se najrizičnijim, ali donose i visoke stope prinosa. Ovi fondovi ulažu više od 75% vrednosti imovine u akcije.

Izvor / Source: (Prikaz autora)

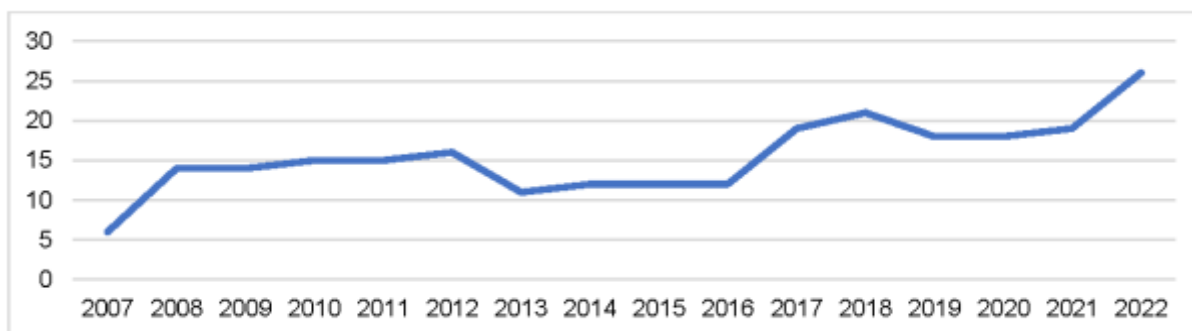
2.3. Broj investicionih fondova / Number of investment funds

U Republici Srbiji investicioni fondovi su „učesnici novijeg datuma“ koji su na domaćem tržištu kapitala prisutni od 2007. godine (Barjaktarović i sar., 2018). Tako je prvi investicioni fond u Republici Srbiji, Delta plus, osnovan februara 2007. godine, čime se domaće finansijsko tržište približilo evropskom. Novoosnovana industrija investicionih fondova postepeno je gradila poverenje investitora, te se 2007. godina smatra „zlatnom“ i najuspešnijom u istoriji Beogradske berze. Krajem godine postojalo je 6 otvorenih investicionih fondova, čija je prosečna stopa prinosa iznosila 14% po investicionoj jedinici, prosečna vrednost investicione jedinice bila je 14 evra, a ukupna vrednost imovine blizu 60 miliona evra.

Nakon pomenutog uspeha, sledi svetska ekonomska kriza, koja je u velikoj meri ugrozila rad berze i investicionih fondova. Na Beogradskoj berzi je došlo do naglog pada aktivnosti, te su investitori počeli da povlače svoja finansijska sredstva iz fondova. Vodeći indeks Beogradska berza BELEX15

izgubio je oko 3.000 indeksnih poena u periodu od 30. aprila 2007. do 11. marta 2009. i njegova vrednost je smanjena sa 3.283 na samo 354 indeksna poena. Drugi indeks Beogradke berze, BELEXline, beleži pad više od 4.000 indeksnih poena u posmatranom periodu (Leković & Gnjatović, 2018).

Na grafikonu 2. prikazan je broj investicionih fondova u Republici Srbiji u periodu od 2007. do 2022. godine. Posle 2007. dolazi do rasta broja dostupnih otvorenih fondova, a na kraju 2010. godine registrovano je 15 otvorenih investicionih fondova kojima i dalje upravlja 7 društava za upravljanje (Barjaktarović i sar., 2013). Pojava većeg broja fondova uz konstantan broj društava za upravljanje može se protumačiti kao želja tih društava da zadovolje različite afinitete prema riziku investitora u Srbiji. Podaci ukazuju da je u periodu 2008-2012. godina zabeležena stagnacija, ili blagi rast broja investicionih fondova (+1). Tek nakon stabilizacije ekonomskih i političkih kretanja povećava se i broj investicionih fondova u 2017. godini (+8 u odnosu na 2013.) i 2022. godini (+20 u odnosu na 2007. godinu).



Grafikon 2. Broj investicionih fondova
Chart 2. Number of investment funds
Izvor: (<https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/>)

U Srbiji je na kraju 2022. godine bilo ukupno 26 investicionih fondova kojima je upravljalo 6 društava za upravljanje. Kada je reč o strukturi investicionih fondova u Republici Srbiji, 2022. godine poslovalo je najviše fondova za očuvanje vrednosti imovine (njih 8), zatim 6 balansiranih fondova, 5 fondova rasta vrednosti imovine, 4 prihodna fonda, 1 prateći fond, 1 zatvoreni alternativni investicioni fond koji ima svojstvo pravnog lica i 1 otvoreni alternativni investicioni fond sa javnom ponudom. Ukoliko uporedimo strukturu investicionih fondova iz 2020. godine, kada je na tržištu bilo 4 balansirana fonda, 8 fondova očuvanja vrednosti imovine, 5 fonda rasta vrednosti imovine i 1 prihodni fond, možemo da zaključimo da je došlo do povećanja broja investicionih fondova (+8) kao i da dolazi do postepenog razvoja ovog segmenta tržišta.

2.4. Broj investicionih jedinica / Number of investment units

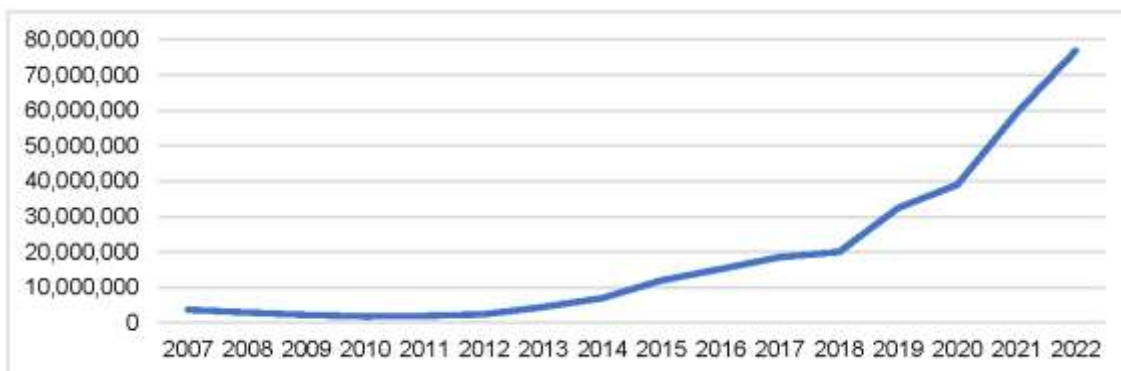
Tržišni trendovi, pre svega uticaj svestske ekonomske krize, pokazali su da je javnost počela da gubi poverenje u investicione fondove, što potvrđuje konstantno smanjenje broja investicionih jedinica u periodu 2007-2010, godina (grafikon 3). Broj investicionih jedinica od 2007. smanjio se za 52% i na kraju

2010. godine komisija za hartije od vrednosti je registrovala 1.744.493 jedinice investicionih fondova.

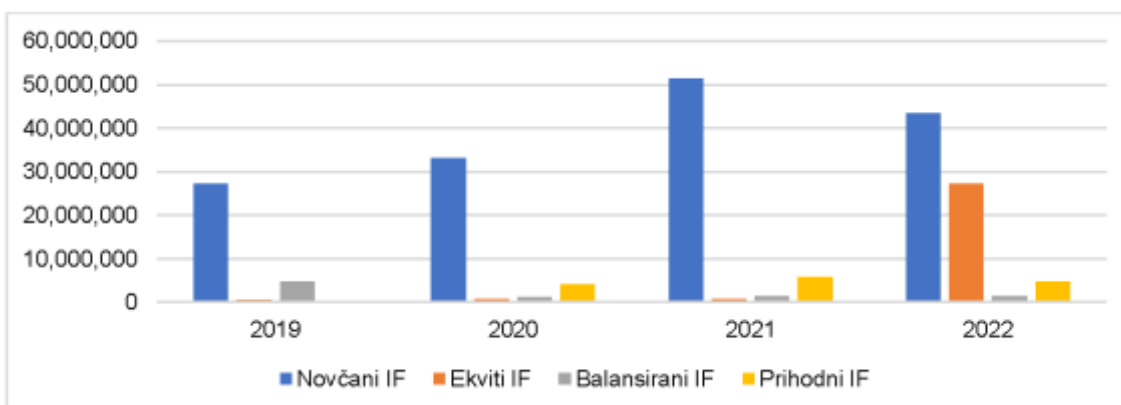
Čim se pogleda grafički prikaz jasno se može uočiti da je na domaćem tržištu u periodu svetske ekonomske krize, kada se i osnivaju prvi investicioni fondovi, zabeležen negativni trend kada je reč o broju investicionih jedinica (prosečak trogodišni pad od 22%), Nakon toga, sledi postepen oporavak tržišta kapitala i 2013. godina zabeleženo je skoro duplo više investicionih jedinica u odnosu na 2012. Možemo da konstatujemo da je od 2010. godine zastupljen trend rasta broja investicionih jedinica koje su na kraju 2022. bile na nivou od 76.851.557. što je oko tri puta više u poređenju sa 2018. godinom.

Do znatnog povećanja broja investicionih jedinica dovelo je formiranje adekvatnog tržišnog ambijenta kao i donošenje Strategije za razvoj tržišta kapitala u periodu od 2021. do 2026. godine u kojoj se ističe potreba i podržava inicijativa za razvojem investicionih fondova na domaćem tržištu kapitala.

Grafikon 4 nedvosmisleno ukazuje na to da je, u periodu od 2012. do 2022. godine, došlo do naglog i značajnog porasta broja investicionih jedinica investicionih fondova na tržištu kapitala Republike Srbije.



Grafikon 3. Broj investicionih jedinica / Graph 3. Number of investment units
Izvor: (<https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/>)



Grafikon 4. Broj investicionih jedinica prema vrsti fonda / Graph 4. Number of investment units by type of fund
Izvor: (<https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/>)

Na osnovu podataka sa grafikona 2, možemo da konstatujemo da je: u 2020. godini: povećan broj investicionih jedinica novčanih investicionih fondova za 22%, ekviti fondova za 39%, kao i da je zabeležen pad broja investicionih jedinica kod balansiranih fondova za 77%, u poređenju sa 2019. godinom. U 2021. godini, u odnosu na prethodnu: povećan broj investicionih jedinica novčanih investicionih fondova za 55%, ekviti investicionih fondova za 25%, balansiranih fondova za 18%, kao i broj investicionih jedinica prihodnih fondova za 42%, u odnosu na 2020. godinu. U 2022. godine je smanjen broj investicionih jedinica novčanih investicionih fondova za 15%, povećan je broj investicionih jedinica ekviti investicionih fondova za čak 3162%, balansiranih fondova za 10%, prihodnih fondova smanjen za 17%, u odnosu na 2021. godinu. Najveći broj investicionih jedinica novčanih investicionih fondova zabeležen je 2021. godine, u odnosu na 2019. godinu, kada je zabeležen najmanji broj investicionih jedinica novčanih investicionih fondova. Najveći broj investicionih jedinica ekviti investicionih fondova zabeležen je 2022. godine, u odnosu na 2019. godinu, kada je zabeležen najmanji broj investicionih jedinica ekviti investicionih fondova. Najveći broj investicionih jedinica balansiranih investicionih fondova zabeležen je 2019. godine, u odnosu na 2020. godinu, kada je zabeležen najmanji broj investicionih jedinica balansiranih investicionih fondova. Godine 2019. zabeležen je veliki broj investicionih jedinica balansiranih investicionih fondova, što se može opravdati činjenicom da su te godine uloženi veliki naponi ka usklađivanju sa regulativom Evropske Unije, te su doneta dva zakona, odnosno Zakon o otvorenim investicionim fondovima i Zakon o alternativnim investicionim fondovima. Najveći broj investicionih jedinica prihodnih investicionih fondova zabeležen je 2021. godine, u odnosu na 2019. godinu, kada nije bilo investicionih jedinica prihodnih investicionih fondova.

2.5. „Zelene“ obveznice i „zeleni“ projekti u Republici Srbiji / "Green" bonds and "green" projects in the Republic of Serbia

Kako je Republika Srbija potpisnica globalne razvojne agende - Agende 2030, odnosno globalnih ciljeva održivog razvoja, država se obavezala na poštovanje principa zdrave životne sredine, podržavanje niskougljeničnog razvoja, prikupljanje i mobilisanje finansijskih sredstva za sprovođenje nacionalnih ciljeva održivog ekonomskog i ekološkog razvoja (Jolović N & I, 2021). Na putu „zelene tranzicije“ Republici Srbiji pomažu evropske i međunarodne institucije poput:

EBRD (Evropska banka za obnovu i razvoj) - proizvodnja energenata iz obnovljivih izvora, davanjem kredita Elektroprivredi Srbije za rekonstrukciju postojećih i izgradnju novih mini hidroelektrana i proizvodnju energije iz drugih obnovljivih izvora.

WBIF (Investicioni okvir za Zapadni Balkan) - podrška socio-ekonomskog razvoja i pridruživanja zemalja Zapadnog Balkana Evropi, kroz investiranje u oblast energetske efikasnosti.

GGF (Fond Zeleno za rast) - specijalizovani fond za unapređenje energetske efikasnosti i obnovljivih izvora energije u jugoistočnoj Evropi (uključujući Tursku).

GEF (Globalni fond za životnu sredinu) - omogućava zemljama u razvoju da investiraju u prirodu i ostvare implementaciju velikih međunarodnih ekoloških konvencija, uključujući biodiverzitet, klimatske promene, hemikalije i dezertifikaciju.

KfW (Nemačka razvojna banka) - jedna od najvećih stranih banka koja u saradnji sa bankama na domaćem tržištu obezbeđuje povoljne kredite i Republici Srbiji odobrava zajmove za finansiranje poljoprivrede, energetske efikasnosti, obnovljive energije i opštinske infrastrukture.

IFC (Međunarodna finansijska korporacija) - omogućava kompanijama i finansijskim institucijama u razvoju da otvore radna mesta, poboljšaju korporativno upravljanje i ekološke performanse, kao i da doprinesu svojoj zajednici (<https://energija.balkana.net>).

EIB (Evropska investiciona banka) – koja je 2007. godine prva emitovala „zelene“ obveznice. Grupa Evropske investicione banke je za cilj postavila udvostručenje klimatskog cilja sa 25% na 50% do 2025, čime je postala Evropska banka za klimu. U svojoj novoj klimatskoj strategiji i politici za kreditiranje energetike navela da od kraja 2021. godine prestaje sa finansiranjem energetskih projekata na bazi fosilnih goriva (Kilibarda, 2021).

Privredna komora Srbije izrazila je interesovanje za razvoj „zelene/ klimatske“ obveznice u Srbiji, a Vlada Srbije je usvojila Okvir za zelene obveznice kao i Strategiju za razvoj tržišta kapitala u periodu od 2021. do 2026. godine. Kao takva „zelena ili klimatska“ obveznica je razvijena u saradnji sa Ministarstvom finansija, Privrednom komorom Srbije, kao i srpskim bankama, Svetskom bankom, Evropskom bankom za obnovu i razvoj.

Prema zvaničnom izveštaju o zelenim obveznicama (Izveštaj o zelenim obveznicama, 2021) koji je objavilo Ministarstvo za finansije, Uprava za javni dug, Vlada Republike Srbije je po prvi put u septembru 2021. godine izdala „zelene“ obveznice na međunarodnom tržištu u iznosu od milijardu evra

sa rokom dospeća od sedam godina, godišnjom kamatnom stopom od 1% (najnižom do sada postignutom na međunarodnom tržištu) i prinosom od 1,26%. Ovom emisijom Republika Srbija se svrstala u red malobrojnih evropskih zemalja koje su na međunarodnom finansijskom tržištu emitovale „zeleno“ evroobveznice, a koje su namenjene isključivo za finansiranje ekološki prihvatljivih projekata, poput finansiranja i refinansiranja troškova vezanih za izgradnju postrojenja za prečišćavanje vode za piće i postrojenja za prečišćavanje otpadnih voda, zaštitu od poplava, prikupljanje, preradu i reciklažu otpada, kontrolu i prevenciju zagađenja, očuvanje biodiverziteta, energetska efikasnost i obnovljive izvore energije (Sovilj, 2022).

Izdavanje „zelenih“ obveznica predstavlja značajno postignuće, koje Republici Srbiji omogućava

da uveća javne i privatne investicije kao i da obezbedi finansiranje nacionalnih prioritarnih „zelenih“, ekološki prihvatljivih preprojekata. U tom kontekstu, u Okvirnom dokumentu za izdavanje „zelenih“ obveznica je definisano šest ključnih „Zelenih kategorija“: obnovljiva energija, energetska efikasnost, saobraćaj, održivo upravljanje vodama i otpadnim vodama, sprečavanje i kontrola zagađenja i cirkularna ekonomija, zaštita životne sredine i biodiverziteta i održiva poljoprivreda. U tabeli 3 je dat prikaz finansiranja po sektorima u periodu od 2018. godine zaključno sa trećim kvartalom 2022. godine. Podaci ukazuju da je u posmatranom periodu najveće učešće sektora saobraćaja i održivog upravljanja vodama i otpadnim vodama, 39% i 28%, respektivno, kao i da je najveći nivo finansiranja zabeležen u 2021. godini.

Tabela 3. Struktura finansiranja po sektorima
Table 3. Financial structure by sectors

Godina	2018	2019	2020	2021	Q3/2022	Ukupno	%
Sektor							
Energetska efikasnost	179.659	911.261	2.601.704	3.677.041	8.732.982	16.102.647	2%
Saobraćaj	42.988.540	19.765.944	21.405.383	166.339.965	92.479.725	342.979.557	39%
Održivo upravljanje vodama i otpadnim vodama	23.172.644	30.997.538	34.572.716	135.855.167	20.354.651	244.952.716	28%
Sprečavanje i kontrola zagađenja i cirkularna ekonomija	21.391.006	31.547.727	24.632.698	58.981.046	33.892.992	170.445.469	19%
Zaštita životne sredine i biodiverziteta i održiva poljoprivreda	20.664.043	24.867.138	24.230.372	30.398.253	5.099.289	105.259.095	12%
Ukupno	108.395.892	108.089.608	107.442.873	395.251.472	160.559.639	879.741.504	100%

Izvor: (Okvirni dokument za izdavanje zelenih obveznica, 2021)

Kada je reč o broju realizovanih projekata na grafikonu 5 se može uočiti da je najviše (više od 30) realizovanih projekata u oblasti zaštite životne sredine i biodiverziteta i održive poljoprivrede. Nešto manje projekata je u kategoriji održivo upravljanje vodama i otpadnim vodama. Između 10 i 15 projekata je realizovano u sektoru saobraćaj i sprečavanje i kontrola zagađenja i cirkularna ekonomija, dok su svega 2 projekta zabeležena u oblasti energetske efikasnosti.

Iako investitori na domaćem finansijskom tržištu imaju mogućnost da se zaduže kod banaka, emisija

obveznica ponekad može biti finansijski privlačnija. jer je kamatna stopa koju traže izdavaoci obveznica obično niža od kamate na komercijalne kredite. S tim u vezi, možemo da konstataujemo da „zelena obveznica“ kao dužnička hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom za finansiranje novih ili refinansiranje postojećih „zelenih“ projekata doprinosu razvoju domaćeg tržišta kapitala. Potrebno je raditi na jačanju domaćeg tržišta kapitala, upoznavanju stručne i šire javnosti o značaju „zelenog“ finansiranja, kao i usmeravanju institucionalnih investitora (poput investicionih fondova) u ovaj oblik ulaganja.



Grafikon 5. Broj realizovanih projekata u periodu 2018-2022. godina

Chart 5. Number of implemented projects in the period 2018-2022

Izvor: (Izveštaj o zelenim obveznicama, 2021)

Treba napomenuti da i zemlje u regionu intenzivno rade na razvoju energetske efikasnosti. Tako je na predlog Ministarstva finansija, Parlament Republike Severne Makedonije početkom novembra 2023. godine, dao saglasnost za osnivanje Fonda za energetske efikasnosti (FEE). Fond će funkcionisati kao organizaciona jedinica u okviru Razvojne banke Republike Severne Makedonije i deo je usaglašavanja sa direktivama EU. Početni kapital je u iznosu od 15 mil/€, od čega je pet mil/€ kroz Projekat energetske efikasnosti Svetske banke i 10 mil/€ iz emitovanih „zelenih“ obveznica. Fond će u narednom periodu biti dopunjen novim emisijama „zelenih“ obveznica i drugim izvorima (kao što su razvojni grantovi, krediti i umnožavanje osnivačkog kapitala). Osnivanje Fonda planirano je za 2024. godinu, dok se od 2025. godine očekuje proširenje njegovog delokruga na rezidentni sektor. Očekivani efekti projekata koje će podržati FEE su veća otpornost na povećanje cena energije, pouzdanost i kontinuitet u snabdevanju domaćinstava i preduzeća energijom, kao i poboljšanje uslova života, povećanje uštede energije, smanjenje emisija i zaštita javnog zdravlja i opšti pozitivan uticaj na životnu sredinu (<https://energijabalkana.net/>). U tome se upravo ogleda suština „zelene“ ekonomije koja je socijalno inkluzivna i u okviru koje se emituje manje ugljen-dioksida uz efikasno korišćenje prirodnih resursa.

ZAKLJUČAK / CONCLUSION

Investicioni fondovi su svojevrсни finansijski posrednici na tržištu kapitala. Postojala je potreba da se formira takav oblik institucije koja će odgovarati potrebama investitora, budući da su u savremenom tržištu pored bankarskih, bile potrebne i dodatne usluge. U razvijenim privredama, investicioni fondovi predstavljaju institucije u kojima se

akumulira štednja stanovništva. Dakle, radi se o institucijama kolektivnog investiranja koje prikupljaju novčana sredstva investitora, a zatim ih ulažu u hartije od vrednosti, odnosno u različite vrste imovine. Investicioni fondovi koje mi danas poznajemo dobijaju na značaju u drugoj polovini 80-ih godina prošlog veka kada počinju naglo da se razvijaju: povećava se broj i imovina fondova i pojavljuju se različiti oblici fondova na tržištu.

Kako bi se obezbedio dugoročni razvoj investicionih fondova u Republici Srbiji, potrebna je diversifikacija ulaganja investicionih fondova kao i povećanje ponude finansijskih instrumenata na tržištu kapitala. S tim u vezi od ključnog je značaja uvođenje „zelenih“ obveznica na tržište kapitala, kojima se finansiraju novi „zeleni“ projekti. Takođe, potrebno je obezbediti ekonomsku i pravnu stabilnost, unaprediti postojeće zakonske propise i uskladiti ih sa legislativom Evropske unije, naročito u segmentu „zelenog“ finansiranja i „zelene“ ekonomije i omogućiti investitorima akedvatan nivo transparentnosti poslovanja investicionih fondova. Razvoj sektora investicionih fondova kao i novih oblika finansiranja u „zelene“ projekte mogao bi imati pozitivan uticaj na jačanje tržišta kapitala, kao i na razvoj domaće privrede.

Međunarodne institucije, poput Svetske banke, Zelenog klimatskog fonda, Evropske banke za obnovu i razvoj podržavaju zemlje u razvoju u procesu izdavanja „zelenih“ obveznica radi finansiranja različitih projekata koji doprinose aktivnosti održivog razvoja. U prethodnih nekoliko godina ulažu se veliki napor kako bi se podigla svest građana o značaju ekoloških projekata i zaštite životne sredine. Takođe je potrebno i jačanje međunarodne saradnje, koju IRENA smatra jednim od ključnih elemenata globalne energetske tranzicije.

Ovo podrazumeva sveobuhvatan okvir globalne politike, a koji je potreban da bi se zemlje širom sveta zajednički obavezale na sprovođenje pravedne tranzicije i omogućio međunarodni protok finansijskih sredstava, kapaciteta i tehnologija.

LITERATURA / REFERENCES

- [1] Amel-Zadeh, A., Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analyst Journal*, 74(3), 87-103.
- [2] Anufrijević, A. (2022). Zelene finansije i računovodstveni pristup podrške u funkciji održivog ekonomskog razvoja, *Ecologica*, 29(107), 391-398.
- [3] Barjaktarović, L., Ječmenica, D., Paunović, M. (2012). Investment funds as alternative investment in Serbia, ICEOS – 2012, 13th International Conference on Econometrics, Operations, Research, and Statistics, Turkish Republic of Northern Cyprus.
- [4] Barjaktarović, L., Ječmenica, D., Paunović, M. (2013). Ratio analysis of actual business performance of open investment funds, *Serbian Journal of Management*, 8(1), 79-93.
- [5] Božović, J., Božović, I. (2012). Investment funds in Serbia – perspective, *Economics and Organization*, 9(4), 467-480.
- [6] Climates Bonds Initiative (2018). The green bond market in Europe.
- [7] Dašić, G., Anufrijević, A. (2022). Zelena ekonomija kroz prizmu digitalne transformacije, *Ecologica*, 29(107), 331-336.
- [8] Dimić, M., Gajdobranski, A., Paunović, S. (2023). „Zelena“ ekonomija – pokretač ekonomskog razvoja nakon Kovid-19 pandemije, *Ecologica*, 30(109), 99-106.
- [9] Dimić, M., Paunović, S. (2019). „Zelena“ bankarstvo u Srbiji, *Ecologica*, 26(96), 588-594.
- [10] Dottling, R., Kim, S. (2020). Sustainability preferences under stress: Evidence from mutual fund owners during covid-19. *Working Paper*.
- [11] EBRD, (2022). EBRD's Green Bond Issuance, European Bank for Reconstruction and Development.
- [12] Gajdobranski, A. (2020). *Uvod u zelenu ekonomiju*, Fakultet za informacione tehnologije i inženjerstvo Univerziteta „Union - Nikola Tesla“, Beograd.
- [13] Hartzmark, S., Sussman, A. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *Journal of Finance*, 74, 2789-2837.
- [14] Jolović, N., Jolović, I. (2021). Aktuelno stanje i perspektive razvoja globalnog i nacionalnog tržišta zelenih obveznica, *Megatrend revija*, 18(4), 1-24.
- [15] Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P. (2005). Explaining the Size of the Mutual Fund Industry Around the World, *Journal of Financial Economics*, 78(1), 145-185.
- [16] Kilibarda, M. (2021). Klimatske promjene i finansijski sektor, Centralna banka Crne Gore.
- [17] Leković M., Gnjatović D. (2018). Contribution of the Investment Funds Industry to Development Performances of the Republic of Serbia, *Economic Alternatives*, 2, 197-212.
- [18] Martinez-Oviedo, R., Medda, F. (2018). Real Natural Assets: The Real Green Investment Alternative, *Journal of Alternative Investments*, 21(3), 53-69.
- [19] Ministarstvo finansija. (2021). Uprava za javni dug, Okvirni dokument za izdavanje zelenih obveznica.
- [20] Ministarstvo finansija. (2021). Uprava za javni dug, Izveštaj o zelenim obveznicama.
- [21] Ostojić, I. (2022). *Uloga razvojnih finansijskih institucija u podršci održivom razvoju*, doktorska disertacija, Univerzitet Singidunum, Departman za posle diplomanske studije, Beograd.
- [22] Sovilj, R. (2022). Pravne posledice klimatskih promena na redefinisane tržišta kapitala – može li tržište kapitala doprineti ostvarivanju ciljeva niskougljeničnog razvoja, *Pravo i privreda*, 2, 335-354.
- [23] Stoian, A., Iorgulescu, F. (2019). Sustainable Capital Market, Financing Sustainable Development. Palgrave Macmillan.
- [24] <https://balkangreenenergynews.com/rs/irena-brza-energetska-tranzicija-moze-da-poveca-svetski-bdp/>
- [25] <https://energijabalkana.net/zelena-i-konkurentna-ekonomija-za-bolji-kvalitet-zivota>
- [26] <https://energetskiportal.rs/finansiranje/fondovi/>
- [27] <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>
- [28] <https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/>