

ODRŽIVE OBVEZNICE KAO INSTRUMENT ZELENOG FINANSIRANJA: ISKUSTVO REPUBLIKE SRBIJE I PERSPEKTIVE ZA REGION ZAPADNOG BALKANA

Snežana RADUKIĆ¹

Kristina PETROVIĆ²

** Odgovorni autor E-mail: snezana.radukic@eknfak.ni.ac.rs*

Apstrakt

Održive obveznice predstavljaju jedan od najznačajnijih instrumenata savremenog zelenog finansiranja, zato što omogućavaju prikupljanje kapitala za projekte koji istovremeno ostvaruju ekološke, društvene i ekonomske koristi. Republika Srbija je emitovanjem prvih održivih državnih obveznica napravila ključan iskorak ka usklađivanju sa međunarodnim standardima i približila se globalnim trendovima u oblasti zelenih i održivih finansijskih instrumenata. U radu se analiziraju karakteristike domaćeg okvira za izdavanje održivih obveznica, obim sredstava prikupljenih kroz prve emisije i tipovi projekata koji su finansirani putem ovog mehanizma. Posebna pažnja posvećena je ekonomskim i institucionalnim efektima ovakvog pristupa, kao i mogućnostima koje se otvaraju za razvoj finansijskih tržišta u zemljama Zapadnog Balkana. Polazeći od uporedne analize, rad ističe značaj regionalne harmonizacije regulatornih okvira, jačanja transparentnosti i unapređenja kapaciteta za implementaciju projekata koji se odnose na održivo i zeleno finansiranje.

Ključne reči: održive obveznice, zelene finansije, finansiranje održivog razvoja, Republika Srbija, Zapadni Balkan

JEL: Q58

¹ Prof. dr Snežana Radukić, redovni profesor, Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu, Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 064/149-48-00, snezana.radukic@eknfak.ni.ac.rs, ORCID 0000-0001-5636-2893

² MSc Kristina Petrović, student doktorskih studija, Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu, Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 060/328-08-77, kristina.petrovic.eknfak@gmail.com, ORCID 0009-0004-5166-2976

UVOD

Savremeni ekonomski tokovi sve više su usmereni ka modelima rasta koji ne počivaju isključivo na finansijskim pokazateljima, već i na principima održivosti, ekološke odgovornosti i društvene jednakosti. Koncept održivog razvoja, definisan kao integrisano unapređenje ekonomskih, socijalnih i ekoloških aspekata društva, postao je temelj novih politika, investicionih strategija i finansijskih instrumenata širom sveta.

Održive obveznice, kao deo šireg koncepta zelenih finansija, omogućavaju prikupljanje kapitala za projekte koji imaju pozitivan uticaj na životnu sredinu, društvene inicijative i ekonomsku otpornost. One povezuju interese investitora, koji traže dugoročnu stabilnost i društvenu vrednost, sa potrebama država i preduzeća - da obezbede sredstva za infrastrukturne, energetske i socijalne programe koji unapređuju kvalitet života i smanjuju negativne ekološke efekte. Ovaj tip hartija od vrednosti sve više postaje važan instrument u realizaciji globalnih ciljeva održivog razvoja koje su usvojile Ujedinjene nacije, kao i u sprovođenju Evropskog zelenog dogovora i inicijativa za klimatsku neutralnost do 2050. godine. Trend rast emisije zelenih obveznica u svetu se nastavlja, jer je ukupno izdavanje zelenih obveznica prvi put premašilo 3 milijardi američkih dolara na kraju trećeg kvartala 2025. godine. To znači da godišnja stopa rasta od oko 30% u poslednjih pet godina naglašava ubrzanu tražnju za finansiranjem klimatskih promena kao podrške njihovom ublažavanju i otpornosti (LSEG, 2025).

Republika Srbija, kao aktivni učesnik regionalnih integracionih procesa, poslednjih godina sve intenzivnije unapređuje svoju politiku održivog finansiranja. Izdavanje prve zelene državne obveznice 2021. godine bio je istorijski korak u razvoju domaćeg tržišta kapitala i snažan signal investitorima o strateškoj opredeljenosti države ka održivom razvoju. Sredstva prikupljena ovim putem usmerena su na projekte u oblasti obnovljivih izvora energije, energetske efikasnosti, upravljanja otpadom i zaštite životne sredine, čime je Republika Srbija postala jedna od prvih zemalja u regionu Zapadnog Balkana koja je institucionalno podržala primenu zelenih finansijskih instrumenata.

Značaj teme ogleda se u činjenici da održive obveznice ne predstavljaju samo sredstvo za prikupljanje kapitala, već i pokazatelj zrelosti ekonomskog sistema i njegove sposobnosti da integriše principe odgovornosti i transparentnosti u proces donošenja odluka. Ubrzani razvoj ovog tržišta na globalnom nivou pokazuje da investitori sve više prepoznaju vrednost društveno odgovornog poslovanja i dugoročnih projekata, koji doprinose stabilnosti i otpornosti ekonomija.

PREGLED LITERATURE

Rastuća svest o klimatskim promenama i održivom razvoju podstakla je sve veće interesovanje investitora i donosilaca odluka za ekološki orijentisane finansijske instrumente. Od njihovog uvođenja 2007. godine od strane Evropske investicione banke, tržište zelenih obveznica beleži dinamičan rast i postaje izuzetno bitan instrument za finansiranje energetske tranzicije i projekata koji smanjuju emisiju

ugljen-dioksida (Chatziantoniou i ostali, 2022). Održive i zelene obveznice predstavljaju dva komplementarna instrumenta finansiranja. Zelene obveznice se prvenstveno koriste za finansiranje konkretnih ekoloških projekata i direktno podržavaju klimatske mere i druge inicijative zaštite životne sredine, čime doprinose ostvarivanju ekoloških ciljeva održivog razvoja. Nasuprot tome, obveznice povezane sa održivošću imaju širi opseg i povezuju finansijske uslove sa ukupnim performansama izdavaoca, u pogledu ekoloških i društvenih ciljeva (Aswani i Rajgopal, 2025).

U kontekstu zemalja u razvoju oslanjanje na fosilna goriva stvara potrebu za prelaskom na održive izvore energije i infrastrukturu, što zahteva značajne investicije u „zelene“ projekte. Većina tih projekata finansira se skupim kreditima komercijalnih i nebankarskih finansijskih institucija, čime se povećava cena kapitala i smanjuje profitabilnost investicija. U tom okviru, zelene obveznice se izdvajaju kao inovativan instrument koji omogućava mobilizaciju kapitala iz različitih izvora, državnih, privatnih, multilateralnih i institucionalnih, za projekte koji doprinose smanjenju emisija ugljenika i energetske efikasnosti. Prva zelena obveznica u Indiji je emitovana 2015. godine, a tržište je od tada pokazalo značajan rast i interesovanje investitora, iako je obim tržišta i ukupna vrednost prikupljenog kapitala i dalje manja nego u razvijenim zemljama (Prakash i Sethi, 2021).

U analizi primene zelenih obveznica u praksi mogu da se navedu primeri iz nordijskog regiona, gde je pet odabranih energetskih kompanija iz Švedske i Norveške u periodu od 2017. do 2023. godine emitovale ukupno 26 serija i 43 tranše zelenih obveznica, sa prosečnim rokom dospeća od 15 godina. Prikupljena sredstva bila su usmerena na projekte koji doprinose smanjenju emisije ugljen-dioksida i ubrzanju energetske tranzicije ka obnovljivim izvorima energije (Mitchell i ostali, 2024).

Slična primena zelenih obveznica zabeležena je i u Saudijskoj Arabiji, gde one postaju bitan instrument za finansiranje urbanih i infrastrukturnih projekata, sa ciljem smanjenja emisije ugljen-dioksida i unapređenja održivosti gradova. Primeri uključuju velike projekte kao što je inicijativa „Riyadh Green“, gde se finansira sadnja milion stabala i razvoj zelenih površina u parkovima, čime se doprinosi očuvanju biodiverziteta, poboljšanju kvaliteta vazduha i smanjenju urbanog efekta toplotnih ostrva. Za uspešnu primenu neophodno je uspostavljanje standardizovanih kriterijuma i okvira sertifikacije, čime se osigurava da sredstva budu namenski korišćena za projekte koji doprinose niskougljeničnoj ekonomiji i socijalnoj inkluziji (Alhowaish, 2025).

Studija sprovedena u Nigeriji istražila je primenu zelenih obveznica u finansiranju održive poljoprivrede anketiranjem 100 učesnika, uključujući poljoprivrednike i predstavnike banaka i poljoprivrednih preduzeća. Rezultati ukazuju na nisku svest poljoprivrednika o zelenim obveznicama i njihovoj primeni, što ukazuje na potrebu za edukacijom i poboljšanjem pristupa ovim finansijskim instrumentima. Ipak, zeleni instrumenti se pokazuju kao efikasan način mobilizacije kapitala za održive poljoprivredne projekte, čime podstiču ekološki prihvatljive metode, smanjenje upotrebe hemijskih đubriva i pesticida, očuvanje zemljišta, smanjenje emisije gasova staklene bašte i poboljšanje kvaliteta vode. Takođe, omogućavaju ulaganja u

modernizaciju proizvodnih sistema, uključujući napredne sisteme navodnjavanja i istraživanje inovativnih metoda proizvodnje, što može da rezultira povećanjem prinosa, izvoza i zapošljavanja. Na osnovu ovih nalaza, autori preporučuju jačanje regulatornog okvira za zelene obveznice, razvoj ciljanih programa za održivu poljoprivredu i sprovođenje edukativnih inicijativa za poljoprivrednike i druge ključne učesnike (Ayo-Balogun i ostali, 2024).

S obzirom na navedene primere, jasno je da zelene obveznice predstavljaju fleksibilan i efikasan finansijski instrument za podršku održivim projektima u različitim ekonomskim i klimatskim kontekstima. Bez obzira da li se radi o energetskej tranziciji ka obnovljivim izvorima, finansiranju urbanih infrastrukturnih i ekoloških projekata ili podsticanju održive poljoprivrede, zelene obveznice omogućavaju mobilizaciju kapitala uz istovremeno podsticanje ekološke i socijalne odgovornosti.

ZELENE FINANSIJE KAO POKRETAČ ODRŽIVOG EKONOMSKOG RAZVOJA

Zelene finansije predstavljaju ključni mehanizam za podršku ekološki odgovornom ekonomskom razvoju, usmerenom na smanjenje emisije ugljen-dioksida i unapređenje održivosti. Pored toga, imaju važnu ulogu u razvoju zelenih tehnologija, poljoprivrede i infrastrukture, čime se jača ekološki pristup ekonomskom rastu. One omogućavaju restrukturiranje industrijskih sistema u pravcu energetske efikasnosti i ekološke otpornosti, što vodi ka održivom privrednom razvoju (Citil, 2024). Pod zelenim finansijama podrazumeva se sistem finansijskih aktivnosti, proizvoda i usluga koji omogućavaju usmeravanje kapitala ka projektima sa pozitivnim uticajem na životnu sredinu i društvo, a istovremeno podržavaju ekonomsku efikasnost i inovacije. One predstavljaju sinergiju finansijskog sektora i koncepta održivog razvoja i povezuju ekonomsku dobit sa ekološkom i socijalnom odgovornošću.

Potreba za zelenim finansijama odnosi se i na privatne i na javne investicije, jer nijedna strana sama ne može da popuni ovaj finansijski jaz. Zelene finansije uključuju razne instrumente, kao što su zeleni krediti i obveznice, a njihova primena zahteva sistemsko razumevanje definicija, učesnika i instrumenata koji oblikuju finansiranje. Današnji ekosistem zelenih finansija uključuje veliki broj učesnika i složene instrumente, sa značajnim tokovima kapitala, što omogućava podršku održivim ekonomskim aktivnostima, ali istovremeno predstavlja i politički kontroverznu i analitički zahtevnu pojavu, koja je ključna za globalnu energetskej tranziciju (Babić, 2024). Zelene finansije sve više dobijaju značaj u kontekstu globalne borbe protiv klimatskih promena i promocije održivog razvoja. Istraživanja ukazuju na njihov potencijal da podrže tranziciju ka niskougljeničnoj ekonomiji, unaprede otpornost na klimatske rizike i podstaknu dugoročni održivi ekonomski rast (Fu i ostali, 2024). Razvoj zelenih finansija uslovljen je promenom paradigme u razumevanju odnosa između ekonomskog rasta i zaštite životne sredine. Tradicionalni ekonomski modeli, zasnovani na eksploataciji resursa i kratkoročnoj profitabilnosti, pokazali su svoja ograničenja u pogledu dugoročne stabilnosti i otpornosti. Savremeni pristupi sve više polaze od pretpostavke da je ekonomski razvoj neodvojiv od odgovornog upravljanja prirodnim kapitalom i socijalnim faktorima.

Održive finansije ne služe samo očuvanju likvidnosti, već i jačanju ukupne finansijske otpornosti i omogućavaju efikasno prilagođavanje dinamičnim ekonomskim uslovima i istovremeno, podršku strategijama održivog razvoja (Filipović, 2017). Pariski sporazum predstavlja temeljni međunarodni okvir u borbi protiv klimatskih promena, usmeren na ograničenje globalnog porasta temperature značajno ispod 2°C u odnosu na predindustrijski nivo, uz napore da se on zadrži na 1,5°C. Pored toga, sporazum ima za cilj jačanje sposobnosti država da se prilagode negativnim posledicama klimatskih promena, povećanje otpornosti društava i ekonomija, kao i usklađivanje finansijskih tokova sa razvojem zasnovanim na niskim emisijama ugljen-dioksida (Todić, 2020). Perspektiva zelenih finansija posebno je podržana međunarodnim političkim okvirima, koji postavljaju jasne ciljeve u oblasti klimatske i energetske tranzicije. Pariski sporazum iz 2015. godine definisao je globalni okvir za ograničavanje porasta temperature, ali je istovremeno nametnuo potrebu za mobilizacijom ogromnih finansijskih resursa.

Agenda 2030 Ujedinjenih nacija predstavlja sveobuhvatan globalni okvir održivog razvoja, zasnovan na 17 ciljeva održivog razvoja koji povezuju ekonomski napredak, socijalnu inkluziju i zaštitu životne sredine. Sagledavajući ovaj dokument, zelene i održive finansije imaju važnu ulogu, jer omogućavaju mobilizaciju kapitala za projekte koji doprinose ostvarivanju klimatskih, energetskih, infrastrukturnih i društvenih ciljeva održivog razvoja (United Nations, 2015).

Jedan od ključnih izazova savremene ekonomije odnosi se na finansiranje prelaska na globalnu ekonomiju sa niskim nivoom emisije ugljen-dioksida, što podrazumeva obezbeđivanje stabilnih i održivih izvora kapitala za projekte koji podržavaju energetska tranziciju i podstiču pozitivno ekološko ponašanje (Teti i ostali, 2022). Jedan od najvažnijih aspekata zelenih finansija odnosi se na njihovu sposobnost da stvore nove modele finansijske posredničke funkcije. Tradicionalni pristup finansiranju bio je orijentisan prvenstveno na profitabilnost i povraćaj ulaganja, dok savremeni modeli zelenog finansiranja integrišu i nefinansijske parametre, kao što su uticaj na životnu sredinu, društveni efekti i kvalitet korporativnog upravljanja, odnosno, ESG kriterijume (engl. Environmental, Social, Governance). Uvođenje ESG kriterijuma u investicione procese predstavlja jedan od najznačajnijih koraka ka dubljoj integraciji održivih praksi u poslovne i finansijske tokove, zato što ovi standardi omogućavaju investitorima da donose informisane odluke, smanjuju rizike i doprinose većoj transparentnosti tržišta.

Zelena agenda za Zapadni Balkan predstavlja regionalni okvir usklađivanja zemalja Zapadnog Balkana sa Evropskim zelenim dogovorom, naročito u oblastima dekarbonizacije, cirkularne ekonomije, smanjenja zagađenja, održive poljoprivrede i zaštite prirode i biodiverziteta. Za zemlje regiona, uključujući Republiku Srbiju, ovaj okvir dodatno naglašava potrebu za razvojem održivih finansijskih instrumenata, među kojima zelene i održive obveznice mogu imati važnu ulogu u finansiranju zelene tranzicije i približavanju evropskim standardima (European Commission, 2020).

Aspekti kroz koje zelene finansije utiču na kvalitet životne sredine uključuju tehnološki napredak, efikasnu raspodelu kapitala i podršku kompanijama koje usvajaju ekološke prakse. Istraživanja pokazuju da uticaj zelenih finansija na zeleni

razvoj može da varira u zavisnosti od regiona i specifičnog ekonomskog konteksta, što ukazuje na potrebu za kontinuiranom analizom i prilagođavanjem politika (Uche i ostali, 2024). Integracija održivih praksi u ekonomske tokove predstavlja složen proces koji zahteva multidisciplinarni pristup. Zelene finansije u ovom postupku imaju dvostruku funkciju, finansijsku i transformacionu. S jedne strane, one obezbeđuju sredstva za sprovođenje zelenih projekata, dok s druge strane deluju kao mehanizam promena u ponašanju institucija, preduzeća i pojedinaca. Finansijska tržišta sve više prepoznaju da održivost nije samo moralna ili etička kategorija, već i ekonomski resurs koji obezbeđuje dugoročnu stabilnost i konkurentnost.

Integracija održivih praksi kroz zelene finansije zahteva i razvoj kulture odgovornosti u poslovanju, što podrazumeva da se principi održivosti ne primenjuju samo formalno, već treba da postanu sastavni deo korporativnih strategija i organizacione kulture. Kompanije koje uključuju ekološke i socijalne ciljeve u svoje dugoročne planove imaju veću reputacionu vrednost, lakše pristupaju kapitalu i uspevaju da izgrade trajnije odnose sa stejkholderima.

Održive obveznice kao deo zelenih finansija

Održive obveznice predstavljaju važan instrument održivog finansiranja, sa sve većim značajem u usmeravanju kapitala ka projektima koji doprinose ekološkim, socijalnim i upravljačkim ciljevima. Ovaj finansijski instrument povezuje globalne trendove održivosti sa lokalnim potrebama, čime pruža okvir za razvoj politika, strategija i investicionih odluka koje doprinose dugoročno održivom ekonomskom rastu i unapređenju društvene i ekološke odgovornosti (Negi i Jaiswal, 2024). Njihova suština nalazi se u povezivanju investicionih tokova sa projektima koji promovišu održivost, kao što su obnovljivi izvori energije, upravljanje otpadom, energetska efikasnost, održivi transport i prilagođavanje na klimatske promene. U praksi, ove obveznice predstavljaju važan spoj između finansijskog sektora i politike zaštite životne sredine, čime se podstiče zelena transformacija ekonomija na globalnom nivou.

Održive obveznice postaju sve popularnije među investitorima i institucijama koje žele da ostvare globalni uticaj, jer omogućavaju preduzećima i investitorima da unaprede svoje društvene i ekološke inicijative. Tokom poslednjih godina, tržište održivih obveznica je poraslo i često nudi povoljnije prinose u poređenju sa tradicionalnim obveznicama, a istovremeno povećava svest o ekološkim pitanjima u finansijskom sektoru. Za razliku od konvencionalnih obveznica, koje omogućavaju izdavaocu slobodnu raspodelu prikupljenih sredstava, održive obveznice su eksplicitno namenjene projektima sa pozitivnim ekološkim efektom, čime istovremeno pružaju finansijski povraćaj i doprinos zaštiti životne sredine (Kumar, 2022). U kontekstu zelenih finansija, održive obveznice ne predstavljaju samo mehanizam za mobilizaciju kapitala, već i sredstvo za integraciju principa održivosti u celokupan finansijski sistem. Njihova primena doprinosi transformaciji investicionog ponašanja, jer investitori sve više prepoznaju dugoročne koristi od finansiranja projekata koji umanjuju ekološke rizike i podstiču društveni prosperitet.

Istraživanja pokazuju da emisija zelenih obveznica podstiče unapređenje zelenih tehnologija i inovacija, jer omogućava lakši pristup finansijskim sredstvima i smanjuje ograničenja u finansiranju (Wang i ostali, 2022). Izdavanje državnih zelenih obveznica sve više jača i ima značajan uticaj na razvoj tržišta održivih finansijskih instrumenata i postavlja primere dobre prakse u verifikaciji, izveštavanju i transparentnosti (Cheng i ostali, 2022).

Gljučni faktori za rast tržišta zelenih i održivih obveznica uključuju sposobnosti organizacija i institucija, regulatorne smernice i pravilno korišćenje sredstava, a projekti koji se finansiraju putem ovih obveznica moraju da ispunjavaju određene uslove i prate smernice regulatora (Bhutta i ostali, 2022). Načela zelenih obveznica predstavljaju dobrovoljne smernice koje omogućavaju emitentima izdavanje adekvatnih zelenih obveznica i povećavaju transparentnost tržišta, a zasnivaju se na četiri ključne komponente: korišćenje prihoda, proces odabira projekata, upravljanje prihodima i izveštavanje (Šoja i Grujić, 2022). Posmatrano sa aspekta ekonomske politike, razvoj tržišta održivih obveznica ima multiplikativne efekte. On podstiče rast zelenih industrija, jača konkurentnost preduzeća koja primenjuju održive prakse i otvara nove mogućnosti za finansiranje lokalnih inicijativa.

U narednim godinama, očekuje se da će se uloga održivih i zelenih obveznica još više da ojača, u okviru globalnih strategija finansiranja održivog razvoja. Sve veći broj država i finansijskih institucija usvaja sopstvene strategije zelenih finansija u kojima se poseban akcenat stavlja na emisiju i trgovanje ovim obveznicama. One obezbeđuju finansijsku osnovu za realizaciju ciljeva održivog razvoja i stvaraju novu kulturu investicija zasnovanu na principima etičnosti, odgovornosti i dugoročne vrednosti.

ODRŽIVE OBVEZNICE NA PRIMERU REPUBLIKE SRBIJE

Razvoj zelenih i održivih finansijskih instrumenata u Republici Srbiji predstavlja relativno nov, ali dinamično rastući segment domaćeg finansijskog tržišta. U kontekstu globalnog prelaska na niskougljeničnu ekonomiju i ispunjenje ciljeva održivog razvoja, Republika Srbija je poslednjih godina započela značajne korake u razvoju politika, institucionalnih mehanizama i finansijskih instrumenata koji omogućavaju mobilizaciju kapitala za zelene i socijalno odgovorne projekte. Održive obveznice, kao novi instrument javnih finansija i tržišta kapitala, zauzimaju bitno mesto u tom procesu, jer omogućavaju direktno povezivanje javnih investicija sa ciljevima održivog razvoja, zaštitom životne sredine i unapređenjem socijalne infrastrukture.

Energetska tranzicija predstavlja jedan od najvećih izazova savremenog društva, jer podrazumeva temeljnu promenu u proizvodnji i potrošnji energije, radi prelaska na održive izvore i smanjenja negativnih uticaja klimatskih promena. Republika Srbija se, prihvatanjem Pariskog sporazuma, Ugovora o energetske zajednici i Sofijske deklaracije o Zelenoj agendi za Zapadni Balkan, obavezala na smanjenje emisija gasova sa efektom staklene bašte i izradu integrisanog nacionalnog plana za energiju i klimu. Prema podacima Ministarstva zaštite životne sredine, Republika Srbija se zagreva brže od globalnog proseka - prosečno za 1,8°C, a tokom leta čak i do 2,6°C, što uzrokuje sve češće suše, poplave i ekstremne vremenske uslove. U periodu 2000-

2020. štete od klimatskih promena iznosile su oko 6,8 milijardi evra, od čega se više od 70% odnosilo na posledice visokih temperatura i suše (Martin, 2024).

U 2021. godini Vlada Republike Srbije usvojila je „Okvir za zelene obveznice“, što je predstavljalo prvi zvanični korak jedne balkanske zemlje ka promociji ESG svesti i finansiranju projekata u oblasti ublažavanja klimatskih promena i zaštite životne sredine. Okvir je razvijen u skladu sa principima Međunarodnog udruženja za tržišta kapitala (ICMA) i definisao je četiri ključne komponente: namenu sredstava, evaluaciju i izbor prihvatljivih rashoda, upravljanje sredstvima i izveštavanje. Usvajanjem ovog dokumenta, Republika Srbija je omogućila pristup globalnim kapitalnim tržištima u ESG formatu, proširila bazu potencijalnih investitora i potvrdila posvećenost održivom finansiranju i primeni principa zelene ekonomije kako na domaćem, tako i na međunarodnom nivou (Ministarstvo finansija Republike Srbije, 2021).

Kasnije tokom 2021. godine, Republika Srbija je emitovala svoju prvu zelenu obveznicu na međunarodnom tržištu, u skladu sa Okvirom za zelene obveznice, koji je definisao upotrebu sredstava. Potom, juna 2024. godine, Republika Srbija je na međunarodnom tržištu emitovala dolarske održive obveznice u iznosu od 1,5 milijardi dolara, čija sredstva, osim zelenih projekata, uključuju i socijalno-odgovorne aktivnosti. Osnovna razlika između ove dve emisije ogleda se u tome što je prva bila klasična zelena obveznica usmerena isključivo na ekološke projekte u evro valuti, dok je druga emisija nosila širi karakter (zeleni i socijalni aspekt) i bila u dolarima, što ukazuje na evoluciju finansijskog instrumenta i širenje svrhe ulaganja u okviru održivog finansiranja.

Republika Srbija je 2021. godine emitovala zelene obveznice u vrednosti od milijardu evra, sa rokom dospeća od sedam godina i kamatnom stopom od 1%. Sredstva su se usmeravala u šest sektora: obnovljive izvore energije, energetska efikasnost, transport, održivo upravljanje vodama i otpadom, zaštitu životne sredine i biodiverziteta, kao i održivu poljoprivredu. Do kraja 2022. godine realizovano je 80% planiranih ulaganja, uz objavljivanje prvog izveštaja o raspodeli sredstava, u skladu sa ICMA standardima transparentnosti. Emisija zelenih obveznica omogućila je Republici Srbiji pristup značajnim finansijskim resursima za projekte koji ublažavaju posledice klimatskih promena i podstiču cirkularnu ekonomiju, čime se zemlja pozicionira kao pouzdan partner na međunarodnom tržištu održivih finansija (Joksimović i Stoimenov, 2024). Iako su zelene obveznice u Republici Srbiji još u početnoj fazi razvoja, one predstavljaju važan korak ka finansiranju projekata koji doprinose zaštiti životne sredine i energetske tranziciji. Unapređenje zelenog finansiranja, uključujući izdavanje zelenih i održivih obveznica, moglo bi da postane jedan od ključnih instrumenata za ostvarenje ciljeva održivog razvoja i jačanje pozicije Republike Srbije u oblasti klimatske i ekološke politike (Anufrijev i ostali, 2024). Republika Srbija je 2021. godine izdala svoju prvu zelenu obveznicu na međunarodnom tržištu, čime je postala prva i u tom trenutku jedina zemlja u Evropi van Evropske unije koja je to uradila. Obveznica ima ročnost od sedam godina i dospeva 23. septembra 2028. godine (Basarić, 2022).

U pogledu strukture i upotrebe sredstava, emisija zelenih obveznica Republike Srbije usmerena je na nekoliko ključnih oblasti: izgradnju energetske efikasne javnih

objekata, razvoj obnovljivih izvora energije, poboljšanje sistema upravljanja vodama i otpadom, kao i unapređenje javnog prevoza. Ovi projekti su u skladu sa prioritetima definisanim u nacionalnim strategijama energetike, zaštite životne sredine i klimatskih promena, što ukazuje na integrisan pristup održivom razvoju. Istovremeno, ovaj pristup doprinosi povećanju konkurentnosti srpske privrede, jer omogućava usklađivanje sa ekološkim standardima koji će biti ključni za izvoz na tržište Evropske unije.

Republika Srbija je po prvi put emitovala održive obveznice na međunarodnom tržištu juna 2024. godine prikupivši 1,5 milijardi dolara za finansiranje projekata održivog razvoja, zelenih investicija i projekata sa socijalnom komponentom. Obveznice ročnosti deset godina emitovane su po kuponskoj stopi od 6% u dolarima, a nakon svop transakcije obezbeđena je kamata od 4,7%, što je omogućilo uštedu od skoro 1% u odnosu na emisiju u evrima. Ova emisija predstavlja značajan signal stranim i domaćim investitorima o posvećenosti Republike Srbije održivim projektima, jača njenu poziciju na međunarodnom tržištu kapitala i doprinosi kontinuitetu makroekonomske stabilnosti (Vlada Republike Srbije, 2024). Emisijom su omogućeni brojni projekti od socijalnog i zelenog značaja, uključujući pomoć za kupovinu prvog stana ili kuće, razvoj zdravstvene i obrazovne infrastrukture, IT i trening centre, kao i velike zelene projekte poput izgradnje metroa i projekata reciklaže i unapređenja energetske efikasnosti (Narodna banka Srbije, 2024).

Održive obveznice u Republici Srbiji postale su značajan instrument finansiranja zelene tranzicije i klimatski odgovornih projekata. Iako bankarski sektor ima stabilne monetarne rezerve, domaći kapital nije dovoljan za podršku velikim zelenim investicijama, pa je uloga međunarodnih finansijskih institucija i stranih banaka ključna. Iako je sekundarno tržište nedovoljno razvijeno, ove obveznice mogu da ponude stabilan prinos i podrže razvoj domaćih projekata. Uključivanje Evropske unije i međunarodnih investicionih banaka kao strateških partnera, moglo bi da ubrza primenu ovog modela finansiranja i ojača poziciju Republike Srbije u procesu zelene ekonomske transformacije (Đurićin i ostali, 2024). Uspešnom realizacijom prve emisije održivih obveznica na međunarodnom tržištu, napravljen je značajan korak ka diverzifikaciji izvora finansiranja i približavanju investicionom kreditnom rejtingu. Emisija je privukla interesovanje međunarodnih investitora zahvaljujući stabilnim makroekonomskim rezultatima, umerenom javnom dugu i rastu privredne aktivnosti. Može se reći da je Republika Srbija na ovaj način potvrdila opredeljenje za sprovođenje odgovorne i održive fiskalne politike, u skladu sa savremenim principima održivog finansiranja (Savić i Benjamin-Cook, 2024). Razvoj tržišta održivih obveznica u Republici Srbiji povezan je sa procesom evropskih integracija, koji podrazumeva usaglašavanje domaćih politika sa održivim aktivnostima Evropske unije. Usvajanje ovih standarda doprinosi većoj transparentnosti u finansijskom sistemu i povećava poverenje stranih investitora. Pored države kao emitenta, sve je veće interesovanje i korporativnog sektora za razvoj sopstvenih programa održivog finansiranja, što ukazuje na potencijal za diverzifikaciju ponude i razvoj sekundarnog tržišta zelenih instrumenata.

Korporativni sektor je ubrzo pratio primer države u razvoju zelenih finansijskih instrumenata, što pokazuje i uspešna emisija prvih zelenih korporativnih obveznica

kompanije Elixir Group na Beogradskoj berzi 2025. godine. Emisija zelenih obveznica Elixir Group u iznosu od 35 miliona evra (ukupno 341.700 obveznica) predstavlja značajan pokazatelj razvoja tržišta održivog finansiranja u Republici Srbiji. Obveznice su emitovane kao petogodišnje kuponske hartije sa fiksnom godišnjom kamatnom stopom od 6%, a celokupna prva serija je rasprodata pri prvoj ponudi, što signalizira da je tražnja nadmašila ponudu. To ukazuje na prihvatljiv nivo rizika i cene kapitala za investitore u datom tržišnom trenutku, posebno imajući u vidu da su kamatne stope za zelene korporativne obveznice često niže u odnosu na uobičajene korporativne emisije. Sa aspekta kreditnog kvaliteta, kompanija je dobila rejting BB, a obveznica BB+ od nemačke agencije Scope, što je prvi takav slučaj u Republici Srbiji i povećava transparentnost procene kreditnog rizika. Sredstva iz emisije namenjena su izgradnji fabrike za proizvodnju premijum vodorastvorljivog kristalnog đubriva TMAR, koje doprinosi održivoj i energetske efikasnoj poljoprivredi (Elixir Group, 2025).

Održive obveznice, kao inovativan instrument finansiranja, imaju značajnu ulogu u preusmeravanju kapitala ka projektima koji podržavaju zelenu tranziciju i socijalni razvoj. U kontekstu Republike Srbije, one predstavljaju jedan od najefikasnijih mehanizama za mobilizaciju domaćih i međunarodnih investicija u sektore koji doprinose unapređenju energetske efikasnosti, klimatskoj otpornosti, zaštiti životne sredine, ali i smanjenju socijalnih nejednakosti. Kao hibridni instrument koji povezuje finansijske i razvojne ciljeve, održive obveznice utiču na stvaranje novog investicionog ekosistema u kojem finansijski rezultati i društveni uticaj postaju međusobno komplementarni.

Pored ekonomskih, emisija održivih obveznica ima i značajne društvene i institucionalne implikacije. Ona podstiče razvoj kulture odgovornog investiranja, unapređuje korporativnu transparentnost i podiže svest javnosti o važnosti klimatskih aktivnosti i zaštite životne sredine. Takođe, predstavlja sredstvo za jačanje institucionalne koordinacije između različitih državnih organa, lokalnih samouprava i privatnog sektora.

Sa stanovišta javnih politika, održive obveznice predstavljaju i instrument za ubrzanje socijalne transformacije. Sredstva prikupljena putem ovih instrumenata usmeravaju se ka projektima koji se odnose na izgradnju socijalnih stanova, razvoj infrastrukture za obrazovanje i zdravstvo, podršku zapošljavanju ranjivih grupa i unapređenje pristupa osnovnim javnim uslugama. Ovakvi projekti doprinose jačanju socijalne kohezije i smanjenju nejednakosti, što predstavlja jedan od ključnih ciljeva održivog razvoja. U tom smislu, održive obveznice ne treba da se posmatraju isključivo kao finansijski instrument, već kao sredstvo za strukturnu promenu načina na koji se planiraju, finansiraju i sprovode javne politike u Republici Srbiji.

POREĐENJE I PERSPEKTIVE PRIMENE ODRŽIVIH OBVEZNICA U REGIONU ZAPADNOG BALKANA: MOGUĆNOSTI I IZAZOVI

Razvoj zelenih i održivih finansijskih instrumenata u regionu Zapadnog Balkana poslednjih godina dobija sve veći značaj, u kontekstu energetske tranzicije, klimatskih politika i potrebe za ubrzanim privrednim rastom u skladu sa principima

održivosti. Iako zemlje regiona još uvek zaostaju za Evropskom unijom u pogledu obima i zrelosti tržišta održivih obveznica, rastući broj inicijativa i institucionalnih koraka ukazuje na postepeno formiranje osnova za razvoj ovog segmenta finansijskog sistema. Poređenje iskustava zemalja Zapadnog Balkana - Srbije, Bosne i Hercegovine, Severne Makedonije, Albanije i Crne Gore, omogućava da se uoči različit stepen razvijenosti, ali i zajednički izazovi koji definišu perspektive primene održivih obveznica u regionalnom kontekstu.

Republika Srbija je, kao pionir u regionu, postavila temelje tržišta zelenih finansija emisijom državnih zelenih obveznica 2021. godine, što je predstavljalo prvi korak ka izgradnji institucionalnog okvira i stvaranju poverenja među domaćim i stranim investitorima.

U Bosni i Hercegovini tržište zelenih obveznica je u ranoj fazi razvoja. Centralna banka Bosne i Hercegovine je 2023. godine uložila deo svojih deviznih rezervi u zelene obveznice zemalja članica Evropske unije, čime je pokazala opredeljenje ka podršci održivom finansiranju i usklađivanju sa međunarodnim praksama (Mehmedović i ostali, 2025). Kako je Bosna i Hercegovina prepoznala značaj zelenih finansija, tokom 2023. i 2024. godine realizovana je prva i druga emisija zelenih (ESG) obveznica na Banjalučkoj berzi, čiji je emitent bila Naša banka a.d. Banja Luka. Prvom emisijom, sprovedenom javnom ponudom, plasirano je 70.000 obveznica nominalne vrednosti po 100 KM, u ukupnom iznosu od 7.000.000 KM, pri čemu je uspešnost emisije iznosila 60,39%, odnosno 42.270 prodatih obveznica u vrednosti od 4.227.000 KM. Druga emisija, realizovana u martu i aprilu 2024. godine, obuhvatila je 42.000 obveznica ukupne nominalne vrednosti 4.200.000 KM, od čega je upisano i uplaćeno 33.770 obveznica, što predstavlja 80,40% ponude, ukupne vrednosti 3.377.000 KM. Obe emisije sprovedene su uz odobrenje Komisije za hartije od vrednosti, koja je prvu emisiju upisala u Registar emitenata 28. novembra 2023. godine, a drugu 30. aprila 2024. godine, čime su stvoreni temelji za razvoj tržišta održivih finansija (Naša Banka 2023, 2024). Sredstva prikupljena emisijom ESG obveznica usmerena su na finansiranje projekata koji doprinose smanjenju emisije ugljen-dioksida. Kroz dve posebne kreditne linije obezbeđeni su dugoročni krediti za fizička i pravna lica, radi nabavke proizvoda i tehnologija koje rezultiraju energetsom efikasnošću i smanjenjem emisija ugljen dioksida. Sredstva će se koristiti za finansiranje kupovine toplotnih pumpi, solarnih panela, električnih automobila i drugih rešenja koja podstiču ekološki održiv razvoj, uz mogućnost refinansiranja troškova nabavke osnovnih sredstava nastalih u periodu do dvanaest meseci pre podnošenja zahteva za kredit (Perišić, 2023).

Severna Makedonija je 2023. godine emitovala zelene obveznice, čime je napravljen značajan korak ka razvoju održivog finansijskog tržišta. Ministarstvo finansija je u septembru iste godine objavilo prospekt za prvu emisiju u vrednosti od 10 miliona evra, sa rokom dospeća od dve godine i kamatnom stopom od 4,75% godišnje. Tražnja za ovim obveznicama iznosila je oko 1,635 milijardi denara, dok je izdatih obveznica bilo u ukupnoj vrednosti od 600 miliona denara, što ukazuje na visok nivo interesovanja investitora. Prikupljena sredstva usmerena su ka Fondu za energetske efikasnost u okviru Razvojne banke Severne Makedonije, sa ciljem finansiranja projekata koji podstiču upotrebu obnovljivih izvora energije i energetske efikasnost.

Ova inicijativa predstavlja ključni korak u mobilizaciji finansija za niskougljeničnu infrastrukturu i postavlja temelje za dalje razvijanje zelenih instrumenata u zemlji (Ministarstvo finansija Republike Severne Makedonije, 2023).

Albanija i Crna Gora iskazale su interesovanje za razvoj zelenih obveznica, posebno u sektorima energetike i infrastrukture. Albanija je uključila održivo finansiranje u okvir strategije ekonomskog razvoja i evropskih integracija, posebno kroz ulaganja u obnovljive izvore energije i unapređenje ekološke infrastrukture.

Albanija i Crna Gora još uvek nisu realizovale izdavanje zelenih obveznica, ali interesovanje za ovu vrstu održivog finansiranja postepeno raste. Prema izveštaju o napretku Zelene strategije Centralne banke Albanije za period maj 2023 - maj 2024, nijedna albanska banka do sada nije emitovala zelene obveznice, dok je samo jedna najavila mogućnost njihovog izdavanja u kratkoročnom ili srednjoročnom periodu. U Crnoj Gori takođe postoji sve veća podrška stručnjaka sa tržišta kapitala za izdavanje državnih zelenih obveznica (Fischer i Grgurević, 2025; Bank of Albania, 2023). Ipak, da bi se pristupilo konkretnoj realizaciji, neophodno je uspostaviti institucionalni okvir, što je Vlada Crne Gore i učinila u decembru 2025. godine, kroz nacrt Zakona koji uređuje izdavanje i definiše namenu, kriterijume i standarde emisije održivih i zelenih obveznica u Crnoj Gori. Sve dok se Zakon ne usvoji, ne postoji način da se koristi oznaka „evropska zelena obveznica“ (EuGB), što ograničava njihovu konkurentnost i pristup međunarodnim izvorima finansiranja zelenih projekata.

Tabela 1. Pregled emisije zelenih i održivih obveznica u zemljama Zapadnog Balkana

Država	Godina emisije	Vrsta obveznica	Ukupno prikupljen iznos emisijom u EUR
Republika Srbija	2021.	Zelene	1.000.000.000
	2024.	Održive	1.290.000.000
Bosna i Hercegovina	2023.	Zelene	2.161.000
	2024.	Zelene	1.723.000
Severna Makedonija	2023.	Zelene	9.188.000

Izvor: Narodna banka Srbije, 2021; Narodna banka Srbije, 2024; Naša Banka 2023; Naša Banka, 2024; Ministarstvo finansija Republike Severne Makedonije, 2023.

Uporedna analiza regiona pokazuje da su svim zemljama zajednički ključni izazovi: nedovoljno razvijeno tržište kapitala, ograničena baza investitora, nedostatak specijalizovanih finansijskih institucija i nedovoljna transparentnost u javnim finansijama. Pored toga, postoji i potreba za harmonizacijom regulatornih okvira sa evropskim standardima, što je preduslov za pristup većem broju međunarodnih investitora. Mogućnosti za razvoj održivih obveznica u regionu Zapadnog Balkana su značajne, posebno u sektorima koji su ključni za zelenu tranziciju - energetika, transport, upravljanje otpadom i vodama, kao i digitalna infrastruktura. Region raspolaže velikim potencijalom u oblasti obnovljivih izvora energije, naročito hidro, solarne i vetroenergije, što predstavlja prostor za finansiranje putem zelenih obveznica. Takođe, postoji potreba za finansiranjem socijalnih projekata, kao što su unapređenje javnog zdravstva, obrazovanja i socijalne zaštite, što može da bude pokriveno emisijom održivih obveznica.

Sa aspekta regionalne saradnje, mogućnost razvoja zajedničkog pristupa održivom finansiranju predstavlja jedan od najperspektivnijih pravaca delovanja. Regionalne institucije mogu da imaju ključnu ulogu u podsticanju harmonizacije regulativa, razmene dobrih praksi i promocije zajedničkih investicionih inicijativa. Uspostavljanje regionalnog okvira za održive finansije doprinelo bi boljoj integraciji tržišta kapitala, povećalo likvidnost i omogućilo privlačenje većeg broja međunarodnih investitora zainteresovanih za dugoročna ulaganja u stabilne i održive projekte.

Primer Slovenije pokazuje kako unapređena institucionalna infrastruktura i usklađenost sa evropskim standardima mogu da ubrzaju razvoj održivog finansiranja.

Tabela 2. Pregled emisije zelenih i održivih obveznica u Sloveniji

Država	Godina emisije	Vrsta obveznica	Ukupno prikupljen iznos emisijom u EUR
Republika Slovenija	2021.	Održive	1.000.000.000
	2022.	Održive	239.000.000
	2023.	Održive	1.250.000.000
	2025.	Održive	1.000.000.000

Izvor: Ministry of Finance, Republic of Slovenia, 2024; 2025.

U okviru svoje strategije održivog zaduživanja, Republika Slovenija je u periodu 2021-2023. uspešno izdala više državnih održivih obveznica - prve u julu 2021. (iznos 1.000 miliona evra), uz nekoliko naknadnih dopuna tokom 2022, kao i novu desetogodišnju emisiju u januaru 2023. (1.250 miliona evra). U tom periodu Slovenija je time prikupila ukupno oko 2,489 milijardi evra, uz jasan fokus da sredstva idu u projekte povezane sa ekološkim i socijalnim ciljevima (Ministry of Finance, Republic of Slovenia, 2024). Dalji korak u strateškom razvoju tržišta zelenih i održivih instrumenata je bio 24. juna 2025. godine kada je država izdala svoju prvu desetogodišnju obveznicu čiji kupon zavisi od ostvarenja klimatskih ciljeva - Sustainability-Linked Bond, u iznosu od 1 milijarde evra (Ministry of Finance, Republic of Slovenia, 2025).

U Hrvatskoj je tržište zelenih i održivih obveznica u velikoj meri razvijeno kroz privatni sektor, gde je bilo više emisija ovih akcija, dok država do sada nije izdala zvanične zelene ili održive državne obveznice. Glavni grad Hrvatske se, preko svoje krovne firme „Zagrebački holding“, zadužio izdavanjem obveznica u iznosu od 305 miliona evra sa obavezom da sredstva ulaže u projekte zelene energije, vodosnabdevanja i upravljanja otpadom. Emisijom dužničkih hartija od vrednosti pokriveni su dospevajući finansijski zahtevi, a obveznice su uvrštene u trgovanje na Zagrebačkoj berzi, čime je obezbeđena transparentnost i likvidnost instrumenata na tržištu kapitala (Todorović, 2023).

U Bugarskoj, država do sada nije izdala zvanične zelene ili održive obveznice. Jedini poznati primer je privatna kompanija Eastern European Electric Company, koja je 2025. godine izdala održive obveznice u vrednosti od 500 miliona evra, pri čemu je Evropska banka za obnovu i razvoj uložila 50 miliona evra za finansiranje projekata modernizacije elektrodistributivne mreže i unapređenja energetske efikasnosti.

Analiza prikazanih podataka jasno pokazuje značajnu razliku između Republike Slovenije i zemalja Zapadnog Balkana u pogledu emisije zelenih i održivih obveznica. Slovenija je u periodu 2021-2025. emitovala blizu 3,5 milijardi evra održivih obveznica. Nasuprot tome, kada se ukupni prikupljeni saberu iznosi emisija svih zemalja Zapadnog Balkana (Srbija, Bosna i Hercegovina i Severna Makedonija) dolazi se do vrednosti od oko 3 milijardi evra za period 2021-2024. Ovo pokazuje da je Slovenija pojedinačno, kao država, konkurentna čak i u poređenju sa zbirnim iznosima celokupnog Zapadnog Balkana, što potvrđuje njenu centralnu ulogu u razvoju tržišta održivih finansijskih instrumenata u regionu.

Globalne ekonomske promene predstavljaju jedan od ključnih faktora koji oblikuju finansijske tokove i zahtevaju kontinuirano praćenje, kako bi se adekvatno odgovorilo na izazove i iskoristile nove mogućnosti. U takvom dinamičnom okruženju neophodno je da se kreiraju politike i mere koje podržavaju stabilnost i održiv ekonomski razvoj zemlje, što dodatno naglašava potrebu da se nacionalno finansijsko tržište usmeri ka oblastima kao što su zelene finansije, s obzirom da su instrument koji jača otpornost privrede, ali i omogućava usklađivanje sa globalnim trendovima u oblasti održivog investiranja (Mlinar, 2024).

U regionu Zapadnog Balkana, tržište još uvek prolazi kroz početnu fazu razvoja u oblasti zelenih i održivih finansijskih instrumenata. Međutim, poslednjih godina primetan je rast interesovanja vlada, finansijskih institucija i privatnog sektora za uvođenje obveznica koje bi finansirale energetske tranzicije, ekološku infrastrukturu i socijalno orijentisane projekte. Pozitivni primeri, poput prvih izdavanja zelenih i socijalnih obveznica u Republici Srbiji, ukazuju na postepeno jačanje poverenja investitora i institucionalnu zrelost koja može da omogući regionalnu konvergenciju ka evropskim standardima (Pavković, 2022).

Izazovi u primeni održivih obveznica u regionu uključuju i ograničenu finansijsku pismenost, nedovoljnu informisanost javnosti i skepticizam investitora u pogledu transparentnosti i kontrole utroška prikupljenih sredstava. Pored institucionalnih izazova, region se suočava i sa strukturnim preprekama, kao što su visoka zavisnost od fosilnih goriva, niska energetska efikasnost i ograničen pristup finansijskim sredstvima za manje privredne subjekte. U tom kontekstu, razvoj održivih obveznica može da deluje kao katalizator za ekonomsko-finansijsku diverzifikaciju, modernizaciju infrastrukture i jačanje otpornosti na klimatske rizike.

Perspektive za budućnost ukazuju da će region Zapadnog Balkana, pod uticajem evropskih integracija i globalnih trendova u finansijama, morati da intenzivira napore u izgradnji tržišta održivih obveznica. Saradnja sa međunarodnim finansijskim institucijama, uključivanje privatnog sektora i unapređenje regulatornih kapaciteta biće ključni elementi za ostvarenje tog cilja.

Poređenje zemalja Zapadnog Balkana pokazuje da, iako se nalaze u različitim fazama razvoja zelenog finansijskog tržišta, sve dele zajedničku viziju, izgradnju održive i otporne ekonomije. Održive obveznice, kao instrument koji povezuje finansijsku stabilnost i društvenu odgovornost, imaju potencijal da postanu značajan mehanizam za finansiranje zelene tranzicije u regionu. Realizacija tog potencijala zavisice od političke volje, institucionalne posvećenosti i sposobnosti zemalja regiona da

zajednički deluju u cilju integracije sa evropskim i globalnim tržištem održivih finansija.

ZAKLJUČAK

Razvoj koncepta održivih finansija predstavlja jedan od najznačajnijih mehanizama za ubrzanje zelene tranzicije i podsticanje socijalno odgovornog rasta u savremenoj ekonomiji. Održive obveznice postale su efikasan instrument finansiranja koji povezuje javni i privatni sektor u zajedničkom naporu da se obezbede sredstva za projekte koji doprinose ekološkim, društvenim i ekonomskim ciljevima. Republika Srbija je, emisijom svojih prvih zelenih i održivih obveznica, učinila važan korak ka izgradnji finansijskog sistema koji podržava principe održivog razvoja, usklađenog sa evropskim i globalnim trendovima u ovoj oblasti.

Analiza pokazuje da su efekti ovog instrumenta višestruki. Sa ekonomske strane, emisija održivih obveznica omogućila je privlačenje novih grupa investitora i povećanje transparentnosti u javnim finansijama, dok je sa društvene strane stvoren okvir za finansiranje projekata koji unapređuju kvalitet života, poput ulaganja u zdravlje, obrazovanje, infrastrukturu i energetske efikasnost. Na taj način, Republika Srbija postepeno razvija kapacitete za sistemsko uključivanje održivosti u budžetsku politiku, što je ujedno i preduslov za pristupanje jedinstvenom evropskom finansijskom tržištu, koje sve više zahteva usaglašenost sa ekološkim i socijalnim kriterijumima.

Posmatrano u širem regionalnom kontekstu, zemlje Zapadnog Balkana nalaze se u različitim fazama razvoja zelenih i održivih finansijskih instrumenata. Dok neke države tek razmatraju institucionalne i regulatorne preduslove za emisiju održivih obveznica, primeri Republike Srbije, Bosne i Hercegovine i Severne Makedonije ukazuju na to da je moguće da se uspešno primeni ovaj instrument, čak i u uslovima ograničenih finansijskih i tehnoloških resursa.

Perspektive primene održivih obveznica u regionu usmerene su na produbljivanje regionalne saradnje i harmonizaciju regulative sa evropskim zelenim standardima, što će omogućiti bolju integraciju zemalja Zapadnog Balkana u evropski ekonomski prostor. Pored toga, rast interesovanja međunarodnih investitora za finansiranje održivih projekata predstavlja značajnu razvojnu šansu za region, jer omogućava pristup povoljnijim izvorima kapitala i jača poverenje u institucionalne kapacitete zemalja koje sprovode reforme u oblasti održivog razvoja.

U narednom periodu, očekuje se da će uloga održivih obveznica u Republici Srbiji i regionu dobiti još veći značaj, naročito u kontekstu ostvarivanja ciljeva Agende 2030 i Zelene agende za Zapadni Balkan. Kroz sistemsko praćenje efekata, povećanje transparentnosti i stvaranje jasnih kriterijuma za izbor projekata, ovaj instrument može da postane centralni mehanizam za finansiranje zelenih i socijalno odgovornih politika. Republika Srbija, kao prva zemlja u regionu koja je uspešno realizovala emisiju održivih obveznica, može da posluži kao primer dobre prakse i podsticaj ostalim državama Zapadnog Balkana da se aktivnije uključe u ovaj proces.

LITERATURA

- Alhowaish, A. K.** (2025). Green municipal bonds and sustainable urbanism in Saudi Arabian cities: Toward a conceptual framework. *Sustainability*, 17:9, 3950.
- Anufrijević, A.** (2024). Unapređenje čistije proizvodnje emisijama zelenih obveznica - izazovi i slabosti. *Revizor*, 4:108, 175-189.
- Anufrijević, A., Aničić, J., & Aničić, D.** (2024). The green bond market in the function of enhancing sustainability. In *Employment, Education and Entrepreneurship*, 88-97. Belgrade.
- Aswani, J., & Rajgopal, S.** (2025). Rethinking the value and emission implications of green bonds. *Management Science*, 10.1287/mnsc.2023.00961.
- Ayo-Balogun, A. O., Ajao, C. C., & Oluwaniyi, A. M.** (2024). Effect of green bonds in financing sustainable agriculture in Nigeria. *EMAJ: Emerging Markets Journal*, 14:2, 1-6.
- Babić, M.** (2024). Green finance in the global energy transition: Actors, instruments, and politics. *Energy research & social science*, 111, 103482.
- Bank of Albania. (2023). *Green strategy in action: Insights and progress from the Bank of Albania's Green Strategy (May 2023 – May 2024)*.
https://www.bankofalbania.org/rc/doc/Progres_report_Insights_from_the_Bank_of_Albania_s_Green_Strategy_27767.pdf
- Basarić, J.** (2022). *Evropske državne zelene obveznice: analiza determinanti kretanja prinosa*. Beograd: Narodna banka Srbije.
https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/zbornik/zbornik_radova_09_22_3.pdf
- Bennett, V.** (2025). *EBRD invests €50 million in first bond issuance by Bulgaria's EEEC*.
<https://www.ebrd.com/home/news-and-events/news/2025/ebd-invests--50-million-in-first-bond-issuance-by-bulgaria-s-ee.html>
- Chatziantoniou, I., Abakah, E. J. A., Gabauer, D., & Tiwari, A. K.** (2022). Quantile time-frequency price connectedness between green bond, green equity, sustainable investments and clean energy markets. *Journal of Cleaner Production*, 361, 132088.
- Cheng, G., Ehlers, T., & Packer, F.** (2022). Sovereigns and sustainable bonds: challenges and new options. *BIS Quarterly Review*, 47, 1-10.
- Citil, M.** (2024). Is green finance a prerequisite for green growth of G-20 economies. *Innovation and Green Development*, 3:4, 100170.
- Đurićin, D., Kuć, V., & Vuksanović Herceg, I.** (2024). *Green transition action plan for Serbia: A call for urgent, systemic, comprehensive, and thoughtful action*. *Ekonomika preduzeća*, 72:2, 1-18.
- Elixir Group.** (2025). *Uspešno prodate sve zelene korporativne obveznice Elixir Group na Beogradskoj berzi*. <https://www.elixirgroup.rs/vesti/uspesno-prodate-sve-zelene-korporativne-obveznice-elixir-group-na-beogradskoj-berzi/>
- European Commission.** (2020). Guidelines for the Implementation of the Green Agenda for the Western Balkans. https://enlargement.ec.europa.eu/system/files/2020-10/green_agenda_for_the_western_balkans_en.pdf
- Filipović, L.** (2017). Upravljanje dugoročnim i trajnim kapitalom u cilju održive finansijske stabilnosti preduzeća. *Ekonomika, teorija i praksa*, X:4, 33-46.
- Fischer, A. & Grgurević, V.** (2025). *The evolution of green bond markets in the EU and the Western Balkans*. <https://schoenherr.eu/content/the-evolution-of-green-bond-markets-in-the-eu-and-the-western-balkans>
- Fu, C., Lu, L., & Pirabi, M.** (2024). Advancing green finance: a review of climate change and decarbonization. *Digital Economy and Sustainable Development*, 2:1.
<https://doi.org/10.1007/s44265-023-00026-x>

- Joksimović, M., & Stoimenov, S.** (2024). The importance of green bonds for the development of the green economy. *BizInfo Blace*, 15:1, 107-111.
- Kumar, S.** (2022). A quest for sustainium (sustainability Premium): review of sustainable bonds. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 26:2, 1-18.
- LSEG** (2025). *Investing in the Green Economy 2025 report – Navigating volatility and disruption*.
https://www.lseg.com/content/dam/lseg/en_us/documents/sustainability/investing-in-green-economy-2025.pdf
- Martin, V.** (2024). Key performance indicators in green transition: The case of Serbia. *Bankarstvo*, 53:2-3, 194-223.
- Mehmedović, H., Anesa Škiljan, B. A., & Sviben, Z.** (2025). Emisija zelenih obveznica u funkciji bržeg razvoja zelene ekonomije u BiH. In *Napredne inženjerske tehnologije, zelena tranzicija i održivi razvoj*, 166-172. BiH: Travnik.
- Ministarstvo finansija Republike Severne Makedonije.** (2023). *MoF: More funds for green investments through the Energy Efficiency Fund within the Development Bank, EUR 10 million raised from the green bond auction*.
<https://arhiva.finance.gov.mk/2023/10/04/mof-more-funds-for-green-investments-through-the-energy-efficiency-fund-within-the-development-bank-eur-10-million-raised-from-the-green-bond-auction/?lang=en>
- Ministarstvo finansija Republike Srbije.** (2021). *The Government adopted the Green Bond Framework*. <https://mfin.gov.rs/en/activities/the-government-adopted-the-green-bond-framework-2>
- Ministry of Finance, Republic of Slovenia.** (2024). *Slovenia: approach to sustainability and the milestones reached*.
<https://www.gov.si/assets/ministrstva/MF/Zakladnistvo/Dolg-RS/Newsletters-ang/Newsletter-RS-July-2024-1.pdf>
- Ministry of Finance, Republic of Slovenia.** (2025). *The Republic of Slovenia: EUR 1.0 bn 3.125 percent 10-year Sustainability-Linked notes*. <https://www.gov.si/en/news/2025-06-24-the-republic-of-slovenia-eur-1-0bn-3-125-percent-10-year-sustainability-linked-notes/>
- Mitchell, J., Sigurjonsson, T. O., Kavadis, N., & Wendt, S.** (2024). Green bonds and sustainable business models in Nordic energy companies. *Current Research in Environmental Sustainability*, 7, 100240.
- Mlinar, J.** (2024). Uticaj geopolitičkih faktora na finansijski sektor Srbije. *Finansije*, 79:1-3, 17-30.
- Narodna Banka Srbije.** (2021). *Novi uspešan izlazak Srbije na međunarodno tržište – najniža stopa finansiranja i prvi „zeleni instrument“*.
<https://nbs.rs/sr/scripts/showcontent/index.html?id=17354>
- Narodna banka Srbije.** (2024). *Veoma uspešna aukcija evroobveznica Republike Srbije - investitori pokazali izuzetno interesovanje*.
https://nbs.rs/sr_RS/scripts/showcontent/index.html?id=19790
- Naša banka.** (2023). *Izveštaj o rezultatima prve emisije ESG obveznica javnom ponudom na banjalučkoj berzi emitenta Naša banka ad Banja Luka*. <https://www.nasa-banka.com/wp-content/uploads/2023/11/Izvjestaj-o-rezultatima-PRVE-emisije-ESG-obveznica.pdf>
- Naša banka.** (2024). *Izveštaj o rezultatima druge emisije ESG obveznica javnom ponudom na banjalučkoj berzi emitenta Naša banka ad Banja Luka*. <https://www.nasa-banka.com/wp-content/uploads/2024/05/Izvjestaj-o-rezultatima-2.-emisije-ESG-obveznica.pdf>
- Negi, P., & Jaiswal, A.** (2024). Sustainable bonds as a sustainable financial instrument: thematic insights and future prospects. *Qualitative Research in Financial Markets*, 17:5, 1061-1087.

- Pavković, B. T.** (2022). Zelene obveznice i uloga centralnih banaka i javnog sektora kao faktora transformacije ka zelenoj ekonomiji. In *Međunarodni simpozijum o korporativnom upravljanju*, 333-344. Banja Luka: Ekonomski fakultet.
- Perišić, J.** (2023). *Odobrena prva emisija zelenih obveznica u BiH*. <https://balkangreenenergynews.com/rs/odobrena-prva-emisija-zelenih-obveznica-u-bih/>
- Prakash, N., & Sethi, M.** (2021). Green bonds driving sustainable transition in Asian economies: The case of India. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8:1, 723-732.
- Savić, M., & Benjamin-Cook, H.** (2024). *Serbia plans sustainable bond debut amid push for rating upgrade*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-04/serbia-plans-sustainable-bond-debut-amid-push-for-rating-upgrade>
- Šoja, T., & Grujić, M.** (2022). Stanje i perspektive tržišta „zelenih“ obveznica na malom tržištu kapitala. In Kočović, P. (Ed.), *Primena novih tehnologija u menadžmentu i ekonomiji*, 347-371. Beograd: Fakultet za poslovne studije i pravo Univerziteta „Union – Nikola Tesla“.
- Todić, D.** (2020). „Klimatska pravda“ i Pariski sporazum o klimi u svetlu ciljeva smanjenja emisija gasova sa efektom staklene bašte. *Međunarodni problemi*, 72:3, 467-498.
- Todorović, I.** (2023). *Zagrebački holding prodao zelene obveznice vredne 305 miliona evra*. <https://balkangreenenergynews.com/rs/zagrebacki-holding-prodao-zelene-obveznice-vredne-305-miliona-evra/>
- Uche, E., Das, N., & Ngpah, N.** (2024). Green environments reimagined through the lens of green finance, green innovations, green taxation, and green energies. Wavelet quantile correlation and rolling window-based quantile causality perspective. *Renewable energy*, 228, 120650.
- United Nations.** (2015). Transforming our world: The 2030 Agenda for Sustainable Development. <https://sdgs.un.org/2030agenda>
- Vlada Republike Srbije.** (2024). *Srbija uspešno emitovala održive obveznice*. <https://www.srbija.gov.rs/vest/788689>
- Wang, T., Liu, X., & Wang, H.** (2022). Green bonds, financing constraints, and green innovation. *Journal of Cleaner Production*, 381, 135134.

ZAHVALNICA

„Ovo istraživanje je deo projekta 101136834 – CROSS-REIS – HORIZON-VIDERA-2023-ACCESS-03, koji finansira Evropska unija. Izneti stavovi i mišljenja, međutim, pripadaju samo autoru(ima) i ne odražavaju nužno stavove Evropske unije ili Evropske izvršne agencije za istraživanje. Ni Evropska unija ni Evropska izvršna agencija za istraživanje ne mogu biti odgovorne za njih“.

SUKOB INTERESA

Autori izjavljuju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

SUSTAINABLE BONDS AS AN INSTRUMENT OF GREEN FINANCING: EXPERIENCE OF THE REPUBLIC OF SERBIA AND PERSPECTIVES FOR THE WESTERN BALKANS REGION

*Snežana RADUKIĆ
Kristina PETROVIĆ*

Abstract

Sustainable bonds represent one of the most important instruments of modern green financing, because they enable the collection of capital for projects that achieve environmental, social and economic benefits at the same time. By issuing the first sustainable government bonds, the Republic of Serbia made a key step towards alignment with international standards and moved closer to global trends in the field of green and sustainable financial instruments. The paper analyzes the characteristics of the domestic framework for issuing sustainable bonds, the volume of funds collected through the first issues and the types of projects financed through this mechanism. Special attention is paid to the economic and institutional effects of this approach, as well as the opportunities that open up for the development of financial markets in the countries of the Western Balkans. Starting from the comparative analysis, the paper highlights the importance of regional harmonization of regulatory frameworks, strengthening of transparency and improvement of capacities for the implementation of projects related to sustainable and green financing.

Keywords: *sustainable bonds, green finance, financing of sustainable development, Republic of Serbia, Western Balkans*