

УДК: 349.6:551.583 ; 347.728.3 ; 336.76

CERIF: S 144

ТИП РАДА: ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_22208A

др Ранко СОВИЉ*

Научни сарадник Института друштвених наука, Београд, Србија

ПРАВНЕ ПОСЛЕДИЦЕ КЛИМАТСКИХ ПРОМЕНА НА РЕДЕФИНИСАЊЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА – МОЖЕ ЛИ ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА ДОПРИНЕТИ ОСТВАРИВАЊУ ЦИЉЕВА НИСКОУГЉЕНИЧНОГ РАЗВОЈА? **

Сажетак

Климатске промене представљају један од главних иницијатора измена правној, регулаторној, економској, друштвеној и еколошкој система држава, с обзиром на то да се последице мењања природних услова одражавају на глобални, регионални и национални привредни развој, као и на квалитет живота. Може ли тржиште капитала допринети ублажавању климатских промена остваривањем циљева нискоугљеничног развоја? Применом нормативној и компаративној методе, аутор настоји указати како правни и регулаторни оквир може подстићи тржишта капитала да одиграју кључну улогу у прикупљању и преусмеравању слободне капиталне сврху решавања проблема

* Електронска адреса аутора: soviljpeca@gmail.com; rsovilj@idn.org.rs.

** Рад је написан у оквиру програма истраживања Института друштвених наука за 2022. годину који подржава Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

климајских промена. С њим у вези, анализирани су климајски (зелени) финансијски инструменти који су креирани за инвестирање у пројекте заштитне животне средине и ублажавање климајских промена. Сагледавајући тенденције које постоје на глобалном тржишту кинешала, аутор је закључио да инвестирају бројне правне сметње које ометају интензивни допринос тржишта кинешала у борби против климајских промена.

Кључне речи: Тржиште кинешала. – Зелене обвезнице. – Нискоуљенични развој. – Климајске промене. – Правни оквир.

I Увод

Климатске промене представљају један од највећих изазова са којима се суочава савремено друштво. Упркос постојању бројних дефиниција климатских промена у научној и стручној литератури, већина њих имплицира на активности које мењају структуру атмосфере, а које су забележене дужи период. Неретко се термин климатске промене користи да формулише оне промене које су настале као последица деловања природних и/или људских чинилаца.¹ Природне непогоде и катастрофе изазване климатским променама за последицу имају огромне материјалне губитке, што негативно утиче на пословни резултат и капитал привредних друштава.² Стога су климатске промене један од главних иницијатора измена правног, регулаторног, економског, друштвеног и еколошког система држава, с обзиром на то да се последице мењања природних услова одражавају на глобални, регионални и национални привредни развој, као и на квалитет живота. Утицај климатских промена све је израженији и присутнији, будући да угрожава задовољење основних људских потреба и нарушава одрживи економски развој.³ Климатски ризик се одређује као свеобухватан, интегрисан системски ризик који утиче на све појавне облике имовине, привреде и тржишта.⁴ Стога се инвеститори могу суочити са значајним климат-

1 Вања Абрамовић, Данијела Аћимовић, Мијат Јоцовић, „Климатске промене и њихов утицај на земље региона“, *Економске идеје и пракса*, бр. 20/2016, 45.

2 Ранко Совиљ, „Тржиште обвезница катастрофе – нормативни оквир и перспективе развоја“, *Право и привреда*, бр. 2/2021, 142.

3 Михајло Вујасин, „Климатске промене – све је ближа тачка без повратка“, 2022, доступно на адреси: <https://balkangreenenergynews.com/rs/klimatske-promene-sve-je-blize-tacka-bez-povratka/>, 15. 3. 2022, 2.

4 Организације попут Mercer, CERES и Climate Policy Initiative (CPI) окарактерисале су системску природу климатског ризика, идентификујући неколико димензија кроз

ским ризиком, а да тога нису ни свесни. Правне, регулаторне и економске препреке за препознавање, правилно вредновање и благовремено реаговање је веома тешко превазићи.⁵

Досадашње процене указују да су последице климатских промена највише погађале земље у развоју, односно земље у транзицији, с обзиром на то да нису адекватно припремљене на овакве изазове. У ту сврху предлаже се и промовише употреба обновљивих извора енергије, али и активно деловање међународне заједнице. Спона климатских промена и тржишта капитала истакнута је у бројним међународним документима, а све у циљу сузбијања и превазилажења негативних импликација климатских промена на одрживи развој. Оквирна конвенција УН о климатским променама (*United Nations Framework Convention on Climate Change – UNFCCC*)⁶ и Кјото протокол⁷ представљају најбитније међународноправне изворе, будући да предвиђају обавезујуће мере за смањење емисије гасова са ефектом стаклене баште за развијене земље заједно са принципима узајамних, али различитих одговорности и флексибилних механизма који се користе да би се означили еколошки, економски и друштвени циљеви на интегрисан начин.⁸

Полазна основа предметног истраживања настоји да укаже на који начин правни и регулаторни оквир може поспешити финансијска

које се овај ризик материјализује. Физички ризици су директна последица повећане вероватноће екстремних временских појава и повезаних катастрофа. Физичке последице климатских промена укључују више и ниже температуре распрострањене широм света, што доводи до суша, поплава, урагана, закисељавања океана, итд. Регулаторни ризици представљају трошкове са којима ће се суочити произвођачи енергије и корисници широм света као последица нових политика које ће бити уведене за ублажавање стварних трошкова емисије штетних гасова. Репутациони ризик претрпеће компаније које су јавно критиковане због својих високих стопа емисија или других недостатака у политици заштите животне средине. Ризик конкуренције може постати реалност за оне компаније које не предузму мере за смањење климатског ризика. Њихова неактивност може довести до повећања трошкова производње узрокованих застарелим технологијама. Ризик од судских спорова је ризик са којим се суочавају произвођачи који емитују велике количине емисије гасова стаклене баште. Тужбе могу уследити као резултат накнаде штете због поплава или неуспешних усева који су последица прекомерне емисије штетних гасова. Mark Allen, Korin Crawford, Jerome Theot, Luca Toscani, „GSBGEN 390 Climate Change and Capital Markets“, Stanford Business, 2015, доступно на адреси: <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2015/07/Climate-Change-and-Capital-Markets-FINAL-05-13-2015.pdf>, 5. 3. 2022, 14.

5 *Ibid.*, 3, 14.

6 Оквирна конвенција УН о климатским променама (*United Nations Framework Convention on Climate Change, United Nations*), даље у фуснотама: UNCCC.

7 Кјото протокол (*Kyoto Protocol*).

8 В. Абрамовић, Д. Аћимовић, М. Јоцовић, 43.

тржишта да одиграју круцијалну улогу у прикупљању и преусмеравању слободног капитала у сврху решавања проблема климатских промена. Наиме, критичан допринос тржишта капитала мора се постићи током транзиције остваривања циљева нискоугљеничног развоја, који мора бити подржан одговарајућим мерама јавних политика, као и адекватним правним и регулаторним оквиром. Колико учесници на тржишту капитала својим пословањем доприносе негативним ефектима стаклене баште?⁹ Уколико претпоставимо да су глобална ограничења емисије гасова стаклене баште неизбежна, који учесници на тржишту ће бити способни да апсорбују трошкове, и да ли тржиште капитала може одредити ко су добри, а ко лоши учесници сходно задатим пројекцијама?

Иако последњих година тржишта капитала постепено почињу да интегришу ризике климатских промена приликом инвестиционог одлучивања, и даље постоје бројне правне баријере и ограничења која спутавају инвеститоре да улажу слободна средства у пројекте који промовишу и подстичу нискоугљенични развој. Непотпуност података, финансијско извештавање, непостојање алата, стратегија и политика за мерење и управљање климатским ризицима представљају кључна ограничења за компаније и финансијске институције да се упусте у инвестирање у пројекте нискоугљеничног развоја.¹⁰

II Правни изазови интегрисања климатских промена на тржиште капитала

У наставку рада критички ће се сагледати правни изазови са којима се суочавају савремене привреде и глобална тржишта капитала у препознавању ризика повезаних са климатским променама, а у контексту доношења инвестиционих одлука и пословног планирања. Финансијске иновације које доприносе интегрисању климатских промена на тржиште капитала прати висока цена финансирања.¹¹ Сходно томе, поједине владе, међународне развојне организације и финансијске институције настоје да анализирају ризике и користи везане за кли-

9 Jeffrey A. Smith, Matthew Morreale, Michael E. Mariani, „Climate change disclosure: Moving towards a brave new world“, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, Nr. 4/2008, 469.

10 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Financial Markets and Climate Transition – Opportunities, Challenges and Policy Implications*, OECD, Paris, 2021, 3.

11 Felix Mormann, Dan Reicher, „Smarter Finance for Cleaner Energy: Open up Master Limited Partnerships (MLPs) and Real Estate Investment Trusts (REITs) to Renewable Energy Investment“, *Remaking Federalism – Renewing the Economy*, Stanford Law School and the Stanford Graduate School of Business, 2012, доступно на адреси: <https://scholarship.law.tamu.edu/facscholar/1165/>, 5. 3. 2022, 2.

матску транзицију ка нискоугљеничном развоју, укључујући правне последице на глобални финансијски систем. Правно уређена ниско угљенична транзиција финансијског система захтевала би од тржишта капитала да ефикасно алоцирају капитал, правовремено процењују и преносе ризике и омогуће транспарентну трговину. Тиме би се омогућило адекватно управљање изложеностима ризика и застарелим производним процесима, уз истовремено поспешивање инвестирања у обновљиве изворе енергије, ефикасне производне процесе и зелену технологију.¹² У међувремену, развијени су бројни финансијски инструменти и тржишне праксе који би подржали финансирање нискоугљеничног развоја уз адекватно сагледавање ризика и користи од нискокарбонске транзиције. Зелени или климатски финансијски инструменти и алати за мерење (кредитни рејтинзи и индексирање) треба додатно да омогуће инвеститорима усклађивање портфеља са специфичним циљевима и стратегијама у погледу климатских промена. Иако су неки од ових инструмената подржали откривање драгоцених информација за инвеститоре и тржишта, ограничена интероперабилност метрика и недовољан квалитет метрика спречавају их да дају упоредиве информације о ризицима и могућностима нискоугљеничне транзиције међу јурисдикцијама.¹³ Зелени (климатски) финансијски инструменти и тржишне праксе, имају за циљ постизање већих прихода у поређењу са традиционалним финансијским инструментима. Уколико одговарају сврси, ови финансијски инструменти могли би да побољшају проток информација, транспарентност трговине, ефикасност и ликвидност тржишта капитала.¹⁴

Најновија регулаторна правила у области одрживог развоја, попут Европског зеленог договора (*European Green Deal – EGD*), утицаће на све учеснике који послују на глобалном тржишту капитала, без обзира на њихову локацију. Сходно изложеном, ЕУ и УН позивају компаније и инвеститоре да се у свом пословању у што већој мери руководе принципима заштите животне средине, друштвене одговорности и савесног корпоративног управљања (*Environmental, Social & Governance – ESG*). У том контексту, улагачи, потрошачи, државе и друге заинтересоване стране (*stakeholders*) све више поклањају пажњу хармонизовању са *ESG* принципима, који ће временом вероватно постати незаобилазан део савременог пословања.¹⁵ Примена принципа одрживог развоја и пословање сходно *ESG* принципима посматрано дугорочно доприноси

12 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 11.

13 *Ibid.*, 13.

14 *Ibid.*

15 Међу првим институцијама које су препознале значај дугорочног инвестирања у одрживи развој и климатске промене су Новозеландски фонд за пензију (*New*

већој стабилности тржишта капитала, али и оснаживању поверења и подизању знања код учесника на тржишту. Истовремено, примена *ESG* принципа и транспарентно извештавање позитивно се одражава на углед компанија и инвеститора, као и на њихове финансијске резултате.¹⁶ Транзиција ка нискоугљеничној економији представља прилику за подстицање равноправног, праведнијег и одрживог економског развоја, омогућавајући заинтересованим странама да остваре правичан удео у будућности са нултом емисијом угљеника. Правни оквир мора се „искovati“ у партнерству са глобалним, регионалним и националним владиним органима, независним регулаторним телима, развојним финансијским институцијама, синдикатима и компанијама.¹⁷

Учесници на глобалном тржишту капитала уочили су могућности инвестирања у инструменте који су у служби нулте емисије гасова. Већ сада, више од 250 финансијских компанија са вредношћу имовине већом од 88 милијарди долара обавезало се да ће пословати сходно *ESG* принципима. Међутим, да би се постигли пројектовани циљеви, неопходно је усвојити адекватан правни оквир и ускладити политике које ће омогућити финансијске подстицаје за оне учеснике на тржишту капитала који послују сходно *ESG* принципима, имајући у виду досадашњу неусклађеност политика и правних оквира, који обесхрабрују активности предузете у циљу ублажавања климатских промена. Међу кључним препрекама су високи трошкови припреме пројеката, трансакциони трошкови, као и издавање дозвола. Осим наведеног, један од главних изазова јесте недостатак конзистентности и транспарентности добрих тржишних пракси за инвестирање у пројекте и активности чија је сврха превенирање и ублажавање последица климатских промена. Ово додатно ствара конфузију и неповерење међу инвеститорима у погледу тога да ли је одређени финансијски инструмент еколошки подобан, односно „одржив“ као што се приказује. Релативни недостатак приступачног капитала, посебно за велике инфраструктурне пројекте, такође представља додатни изазов.¹⁸

У студији објављеној крајем 2019. године, Светска банка констатује да је пронађена снажна корелација између тржишта капитала и економ-

Zealand Superannuation Fund – NZSF) и ЦПП Инвестициони одбор (*CPP Investment Board*). Више о томе вид. М. Allen, К. Crawford, Ј. Theot, L. Toscani, 16.

16 Gecić Law, *Životna sredina, društvena odgovornost i korporativno upravljanje (ESG)*, 2022, доступно на адреси: <https://geciclaw.com/sr/practices/esg/>, 31. 3. 2022.

17 The White House, *A Roadmap to Build a Climate-Resilient Economy*, Washington, 2021, доступно на адреси: <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2021/10/Climate-Finance-Report.pdf>, 10. 3. 2022, 7–9.

18 *Ibid.*, 11.

ског развоја, истичући позитивне користи тржишта капитала за одрживи економски раст. Осим тога, емпиријски докази повезују тржишта капитала и иновације, будући да тржишта капитала играју кључну улогу у финансирању нових технологија, а самим тим и нових и ризичнијих пројеката, који се обично не финансирају путем банкарских кредита. На тај начин, тржиште капитала представља механизам који може помоћи у прикупљању средстава приватног сектора, односно обезбеђењу потребних средстава у борби против климатских промена.¹⁹

Увидевши њихов значај, питање развоја тржишта капитала стављено је на врх приоритета Европске комисије како би се обезбедила подршка економском опоравку након кризе изазване пандемијом коронавируса, као и за потребе финансирања зелене и дигиталне транзиције. Нови акциони план, који је усвојен у септембру 2020. године, обухватио је све регулаторне и нерегулаторне мере и активности које је неопходно предузети како би се остварила три основна циља који се налазе у основи овог плана: 1) обезбеђивање подршке зеленом, дигиталном, инклузивном и резилијентном економском опоравку – кроз повећану доступност и олакшан приступ изворима финансирања за компаније; 2) унапређење финансијске писмености и изградња поверења у тржишта капитала како би ЕУ постала још безбедније место за штедњу и дугорочно инвестирање појединаца; 3) интегрисање националних тржишта у јединствено тржиште капитала кроз отклањање пореских препрека за прекогранично инвестирање, постојање уједначених правила везаних за стечај, унапређење прекограничног остваривања права акционара, заштиту инвестиција, увођење прекограничног салдирања и постојање јединствених правила пословања за тржишта капитала.²⁰

У корак са актуелним глобалним правцима развоја тржишта капитала, крајем прошле године Република Србија усвојила је Стратегију за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године, која има за циљ да допринесе позитивним утицајима на животну средину у контексту усклађивања домаћег правног оквира са иницијативама ЕУ за одрживо финансирање и са стандардом зелених обвезница ЕУ. Такође, Стратегија подржава успостављање *one-stop-shop* платформе која би требало да пружи свеобухватан скуп услуга у вези са развојем домаћег тржишта капитала, те подизању свести о значају развоја зеленог

19 Ana Fiorella Carvajal, Ricardo Bebczuk, *Capital Markets Development – Causes, Effects and Sequencing*, World Bank Group, Washington, 2019, 4.

20 European Commission, Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses, доступно на адреси: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en, 5. 4. 2022.

финансирања и његовом позитивном утицају у борби против климатских промена.²¹

III Финансијски инструменти у служби остваривања циљева нискоугљеничног (зеленог) развоја

1. Зелене обвезнице

Као што је већ наведено, климатске промене представљају систематски ризик који се не може једноставно диверзификовати, те би стога требало да буде вреднован у свим класама средстава, а посебно дугорочним финансијским инструментима попут обвезница. Уколико посматрамо тржиште државних обвезница, запажамо да чине преко 40% глобалног тржишта обвезница, што нам имплицира да су један од најважнијих облика инвестирања. Имајући у виду озбиљност најгорих сценарија климатских промена, разумно је претпоставити да ће последице климатских промена, као и ограничење ресурса негативно одразити на привреду било које земље, а самим тим и на њену способност да отплаћује дугове.²²

У финансирању климатских промена, зелене обвезнице имају битну улогу у одређивању цена климатских ризика, прикупљању средстава за реализацију циљева нискоугљеничног (зеленог) развоја, а самим тим и подстицање емитената и инвеститора да улажу средства у борбу против климатских промена. Сходно томе, зелене обвезнице се развијају и обликују према преференцијама емитената и инвеститора, уз неизбежно прилагођавање постојећих правних прописа и стандарда.²³

21 Акциони план за период 2021–2023. године за спровођење Стратегије за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године, *Службени гласник РС*, бр. 118/2021, 3.

22 М. Allen, К. Crawford, J. Theot, L. Toscani, 18.

23 Jochen Schmittmann, Chua Han Teng, „How Green are Green Debt Issuers“, *IMF Working Paper*, 20/194, Asia and Pacific Department, доступно на адреси: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/07/23/How-Green-are-Green-Debt-Issuers-462142>, 5. 3. 2022, 6. Емитенти зелених обвезница су бројни и различити, према на тржишту доминирају зелене обвезнице међународних развојних банака и других развојних финансијских институција. У међувремену, на тржишту су се појавиле зелене обвезнице чији су издаваоци мултинационалне компаније, али и државе. С друге стране, круг инвеститора у зелене обвезнице такође је разновестан. Најчешћи инвеститори у зелене обвезнице су компаније, појединци, али и институционални инвеститори (нпр. осигуравајућа и реосигуравајућа друштва, пензиони фондови, хец фондови, државни фондови). Анализом тржишта зелених обвезница уочава се да су међу инвеститорима у ове обвезнице најзаступљенији институционални инвеститори, попут осигуравајућег друштва AXA, јапанске групе *Nikko*, компаније

Зелене обвезнице представљају наменске обвезнице с обзиром на то да подржавају финансирање пројеката и пословних активности које имају за циљ очување животне средине и/или превенирање и ублажавање последица климатских промена. Управо у томе се огледа њихова специфичност у односу на традиционалне (конвенционалне) обвезнице, будући да је емитент зелених обвезница дужан да прикупљена средства искључиво усмери на пројекте којима се доприноси очувању животне средине, нискоугљеничном развоју, односно борби против климатских промена.²⁴ Ваљало би нагласити да се у стручној литератури зелене обвезнице често називају еколошким и климатским обвезницама. Међутим, треба напоменути извесну недоследност у именовању, будући да су климатске обвезнице само врста зелених обвезница, а не њихов еквивалент, с обзиром на то да се њиховом емисијом инвестира искључиво у пројекте који доприносе прилагођавању климатским променама. Како је термин климатске обвезнице широко распрострањен у пракси, и у литератури се поменути термини наизменично и подједнако користе.²⁵

Попут свих традиционалних обвезница, и зелена обвезница је облигационоправна хартија од вредности одређене номиналне вредности којом се њен емитент обавезује да ће по доспећу исплатити инвеститору износ наведен у њој (главницу), односно да ће исплатити уговорени износ ануитетских купона (камата). Ипак, Међународна асоцијација тржишта капитала (*International Capital Market Association* – ИСМА) наглашава да се зелене обвезнице разликују од традиционалних обвезница по томе што су означене као „зелене“ од стране емитента или другог ентитета.²⁶ Управо „зелена“ ознака обавезује издаваоце да ће

за управљање инвестицијама *Blackrock, Calvert and State Street*. Anna Laskowska, „Conditions for the Development of the Green Bond Market Development“, *FINANSE: Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, Nr. 1/2018, 55.

24 Ранко Совиљ, „Тржиште зелених хартија од вредности – стање и перспективе“, *Право и привреда*, бр. 2/2020, 140.

25 A. Laskowska, 54.

26 Група техничких експерата ЕУ (*Technical Expert Group – TEG*) за одрживе финансије објавила је 2019. године Стандард за зелене обвезнице, који рестриктивније одређује зелену обвезницу као било коју врсту обвезнице која је листирана или нелистирана на берзи, односно било који други дужнички инструмент тржишта капитала који је емитовао европски или међународни издавалац, под условом да су кумулативно испуњена три емисиона захтева: 1) правни оквир зелених обвезница који подразумева да емитент мора изричито потврдити усклађеност са Стандардом ЕУ за зелене обвезнице; 2) приход од обвезница који мора бити усмерен на финансирање и рефинансирање зелених пројеката; 3) усклађеност са Стандардом ЕУ за зелене обвезнице који мора бити оверен само од стране акредитованог екстерног проценитеља. Pauline Deschryver, Frederic de Mariz, „What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock

приход од обвезница користити на транспарентан начин и искључиво за финансирање или рефинансирање зелених пројеката и/или пословних активности, као и да ће издавалац бити у обавези да извештава јавност о употреби прикупљених средстава, односно о одрживој природи пројекта.²⁷ Ознака зелене обвезнице може се применити на било који дужнички инструмент, између осталог и на приватне пласмане, покривене обвезнице, сукук, секјуритизацију, као и зелене зајмове који су у складу са Принципима зелених обвезница (*Green Bond Principles – GBP*) или Принципима зелених зајмова (*Green Loan Principles – GLP*).²⁸

С друге стране, инвестирање у зелене обвезнице праћено је повећаним ризиком имајући у виду неизванстан исход инвестираних зелених пројеката и потешкоће у прикупљању додатног капитала. Стога су зелене обвезнице неретко покривене гаранцијом, коју гарантује други ентитет, а не емитент, путем секјуритизације. Други начин да се умањи потенцијални ризик инвестирања у зелене обвезнице јесте емисија хибридних обвезница, које обједињују карактеристике капитала и зајма нудећи издаваоцима већу флексибилност услова финансирања.²⁹

Основни циљ емисије зелених обвезница јесте задовољење инвеститора у погледу повраћаја инвестиције, у коју је урачунат и ризик, уз истовремено финансирање пројеката којима се помаже земљама да се прилагоде утицајима климатских промена, у виду смањења емисије гасова са ефектом стаклене баште, те адекватно управљање водама, отпадом и слично. Зелене обвезнице емитују јавни и приватни емитенти како би прикупили средства за пројекте или у циљу рефинансирања.³⁰ Такође, интерес влада за издавање зелених обвезница је у порасту.³¹

the Potential of the Green Bond Market?“, *Journal of Risk and Financial Management*, Nr. 61/2020, 3.

27 Organisation for Economic Co-operation and Development, *Green bonds – Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*, OECD, Bloomberg Philanthropies, 2015, 5.

28 Miguel Almeida, *Global Green State of the Market 2019*, Climate Bonds Initiative, London, 2020, 2.

29 A. Laskowska, 55.

30 Годишња емисија зелених обвезница на глобалном нивоу у 2019. години износила је близу 263 милијарде долара, што представља раст у износу већем од 50% у односу на емисију у 2018. години. Према подацима Иницијативе за климатске промене (*Climate Bond Initiatives – CBI*), током 2019. године емитовано је 1788 зелених обвезница од стране 496 емитената из 51 земље. Посматрано по географским регионима, највећи удео у емисији зелених обвезница имале су САД (51 милијарда долара), Кина (31 милијарда долара), Француска (30 милијарди долара), Немачка (18 милијарди долара) и Холандија (14 милијарди долара). Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 2021, 94.

31 До 2016. године на глобалном тржишту зелених обвезница нису постојале владе (суверене) обвезнице. Прву емисију суверених зелених обвезница спровела

Емисијом зелених обвезница владе остварују директну корист сличну оној у корпоративном сектору, подржавајући реализовање пројеката у борби против климатских промена, уз смањење трошкова издавања и проширење мреже инвеститора. Постоје и потенцијалне индиректне користи за националне владе, попут: успостављања „зелене криве без ризика“ коју би приватни емитенти користили као модел за одређивање цена, успостављање правила и стандарда у емисији зелених обвезница, укључујући прецизно дефинисање прихватљивих зелених пројеката и/или климатских промена, поспешивање развоја у области климатског финансирања у локалним самоуправама, подстичући ширу примену иновативних финансијских инструмената (нпр. зелене муниципалне обвезнице).³²

2. Емисија зелених обвезница у Србији

Како је Република Србија потписница глобалне развојне агенде – Агенда 2030, односно глобалних циљева одрживог развоја, држава се обавезала на поштовање принципа здраве животне средине, подржавање нискоугљеничног развоја, прикупљање и мобилисање финансијских средства за спровођење националних циљева одрживог економског и еколошког развоја.³³ На путу реализовања пројектованих циљева, крајем 2021. године усвојена је Стратегија за развој тржишта капитала за период од 2021. до 2026. године, са циљем оснаживања и унапређења националног тржишта капитала, чија би имплементација требало да омогући одрживи економски раст, привлачење домаћих и страних инвестиција, као и проширење понуде нових финансијских инструмената на тржишту капитала.³⁴

Користећи могућност емитовања нових финансијских инструмената, Република Србија је емитовала прве зелене обвезнице у септембру 2021. године у износу од једне милијарде евра са роком доспелости од седам година и купонском (каматном) стопом од 1,00% и приносом од 1,26%.³⁵ Овом емисијом Република Србија се сврстала у ред малобројних европских земаља које су на међународном финансијском тржишту

је Пољска децембра 2016. године. Наредне, 2017. године, Француска је емитовала своје суверене зелене обвезнице. Касније су и друге земље емитовале суверене обвезнице попут: Белгије, Индонезије, Нигерије и Фиџија. А. Laskowska, 57.

32 Organisation for Economic Co-operation and Development, 36–37.

33 Невена Јоловић, Ивана Јоловић, „Актуелно стање и перспективе развоја глобалног и националног тржишта зелених обвезница“, *Мегаџурнал ревија*, бр. 4/2021, 15.

34 Стратегија за развој тржишта капитала за период 2021. до 2026. године, *Службени гласник РС*, бр. 102/2021, 1.

35 Више о емисији зелених обвезница вид. Р. Совиљ (2020), 147–148.

емитовале зелене еврообвезнице, а које су намењене искључиво за финансирање еколошки прихватљивих пројеката, попут финансирања и рефинансирања трошкова везаних за изградњу постројења за пречишћавање воде за пиће и постројења за пречишћавање отпадних вода, заштиту од поплава, прикупљање, прераду и рециклажу отпада, контролу и превенцију загађења, очување биодиверзитета, енергетску ефикасност и обновљиве изворе енергије. Зелена транша емитована је у складу са стратешким планом Владе о инвестирању додатних средстава за финансирање пројеката у областима очувања животне средине и ублажавања негативних последица климатских промена.³⁶ У међувремену, преостаје да се сагледа и прати да ли ће мобилисана средства бити на одговарајући начин искоришћена за финансирање зелених пројеката. У супротном, уколико се прикупљена средства не искористе у реализацији предвиђених еколошких пројеката, нарушиће се кредитетет земље на међународном тржишту капитала, што неминовно доводи до повлачења страних инвеститора услед губитка поверења.

Осим емисије зелених обвезница, законодавни оквир пружа могућност емитовања и других зелених хартија од вредности, попут зелених муниципалних обвезница. До сада су муниципалне обвезнице у Србији емитоване у скромном обиму. Стратегија пружа могућност за њихову ширу употребу, попут: процена законских овлашћења за издавање обвезница и поступак одобравања дуга, адресирање капацитета финансијског извештавања кандидата, стварање програма подстицаја, ангажовање на пројектима које промовишу међународне финансијске институције за зелене градове, тј. издавање зелених муниципалних обвезница и обезбеђивање континуираног праћења финансиране активности.³⁷

IV Правне препреке у емисији и промету зелених финансијских инструмената

Међу основним правним препрекама које успоравају емисију зелених финансијских инструмената су: злоупотреба политике зелених обвезница (*greenwashing*), као и релативно високи трошкови потврђивања веродостојности статуса „зелених“ обвезница. Додатна отежавајућа околност јесте непрепознавање значаја вођења еколошки оријентисане политике од стране држава. Често довођење у заблуду заинтересованих инвеститора последица је нетачних информација о еколошким карактеристикама одређеног финансијског инструмента који

36 Стратегија за развој тржишта капитала за период 2021. до 2026. године, 43.

37 *Ibid.*, 44.

се нуди на тржишту капитала.³⁸ Потребу за провером аутентичности зелених обвезница уочила је Међународна асоцијација тржишта капитала, која је 2014. године креирала Принципе зелених обвезница (*Green Bond Principles – GBP*). Посреди су добровољне смернице које се односе на транспарентност и извештавање, доприносећи промоцији кохезије сегмента зелених обвезница.³⁹ Сврха поменутих принципа је да омогуће доступност информација имаоцима зелених обвезница (обвезничарима), док се њиховим издаваоцима пружају информације како да емитују и пласирају на секундарном тржишту поуздане зелене обвезнице. Издаваоци се подстичу да позиционирају информације у контексту свеобухватних циљева, стратегије, политике и/или процеса који се односе на заштиту животне средине и одрживи развој. Такође, издаваоци се подстичу да обелодане све зелене стандарде или сертификате који се наводе приликом одабира пројекта. Даље, емитентима се препоручује да поступак евалуације и одабира пројекта допуне екстерном ревизијом. На тај начин, поштовање принципа зелених обвезница од стране емитената повећава њихов кредибилитет у јавности и пружа већу правну заштиту услед евентуалних поремећаја на тржишту.⁴⁰

Посматрано из перспективе издаваоца зелених обвезница, чиниоци који ометају развој тржишта зелених обвезница огледају се у виду релативно високих трошкова испуњавања захтева у погледу верификације зелених обвезница. Проверу статуса „зелене обвезнице“, као и праћење и управљање мобилисаним средствима од њихове емисије углавном спроводе независне ревизорске институције или специјализоване истраживачке агенције, попут: *CICERO*, *Sustainanalytics*, *Oekom and Vigeo Eiris*. Ове институције процењују колико су зелене обвезнице заправо зелене (рангирајући их на скали од „тамно зелене“ до „браон“). На основу спроведене процене, додељују посебан сертификат „зелена обвезница“ онима који испуне услове.⁴¹ Треба истаћи да многи потенцијални издаваоци нису упознати са поступком верификације зелене обвезнице. На појединим тржиштима капитала трошкови верификације од стране независне екстерне институције крећу се између десет и сто хиљада долара. Овако високи трошкови верификације могу представљати препреку за мале издаваоце, што их може дестимулисати од емисије зелених обвезница.⁴²

38 A. Laskowska, 61.

39 *Ibid.*, 61.

40 International Capital Market Association, *The Green Bond Principles 2017*, ICMA, Paris, 2017, 3.

41 International Capital Market Association, *Green & Social Bond Market Update*, ICMA – European Central Bank, Frankfurt, 2018, 11.

42 A. Laskowska, 63.

Осим проблема верификације зелених обвезница, издаваоци ових обвезница суочавају се са проблемом извештавања јавности, а пре свих инвеститора о еколошком учинку пласираних средстава. Одбор за одрживе рачуноводствене стандарде (*Sustainable Accounting Standards Board – SASB*) промовише стандарде извештавања који ће омогућити процену и поређење проеколошког учинка компанија (издавалаца), како би инвеститори на основу тога могли да одлуче где и како да уложе средства. На појединим берзама „извештавање о одрживости“ постало је обавезујуће за компаније које се листирају на *prime* тржишту. У САД захтеви за обелодањивањем уводе се у појединим федералним државама попут Калифорније и Њујорка. Међутим, упркос усвајању законских прописа и смерница, још увек је дуг пут да стандарди о извештавању буду прихваћени као правно обавезујући.⁴³

У циљу превазилажења непостојања јединствених, конзистентних глобалних правних решења, Радна група за финансијско извештавање у вези климатских промена (*Task Force on Climate-related Financial Disclosure – TCFD*) унапредила је стандарде обелодањивања финансијских информација везаних за климатске промене. Међутим, недостатак информација и неупоредиви показатељи у погледу изложености климатским променама отежавају доношење јединствених правила. Одсуство транспарентности и упоредивости еколошких, друштвених и управљачких (*ESG* принципи) методологија оцењивања, као и неконзистентно мерење фактора климатске транзиције, додатно ометају алокације портфела ка нискоугљеничном развоју. Решавање ових изазова захтеваће темељно ресетовање финансијског система, укључивањем климатског ризика у релевантне аспекте политике управљања и контроле од стране надлежних тела, попут централних банака и регулаторних тела на тржишту капитала.⁴⁴

У децембру 2020. године, Одбор за финансијске услуге (*Financial Service Authority – FSA*) основао је Стручну комисију за одрживе финансије (*Expert Panel on Sustainable Finance*) како би се размотрила питања финансијске одрживости и приступ политикама које се односе на финансијске институције и тржишта капитала. У извештају који је објављен јуна 2021. године прокламује се неколико принципа: 1) побољшање корпоративног извештавања; 2) оснаживање функције тржишта капитала у остваривању нискоугљеничног развоја; 3) подршка финансијским институцијама и управљање ризицима.⁴⁵ Са циљем подржавања и оснаживања корпоративног извештавања, Токијска берза

43 M. Allen, K. Crawford, J. Theot, L. Toscani, 21–30.

44 Organisation for Economic Co-operation and Development, 5.

45 *Ibid.*, 72.

је ревидирала Кодекс корпоративног управљања јуна 2021. године. Кодекс обавезује све будуће компаније које буду емитовале хартије од вредности на *prime* тржишту да побољшају квалитет и квантитет објављених података у погледу климатских промена. Осим тога, Одбор за финансијске услуге најавио је оснивање радне групе у оквиру Савета за финансијски систем (*Financial System Council*) како би се даље разматрало питање извештавања о финансијској одрживости и доприне-ло конструктивном дијалогу између инвеститора и компанија које се котирају на берзама.⁴⁶

Тржишта капитала у развијеним земљама имају круцијалну улогу у промовисању и доприносу остваривању циљева нискоугљеничног развоја. Наиме, мере финансијских власти и учесника на тржишту капитала могу помоћи јачању тржишне праксе, интегритета и поверења, подстицањем веће транспарентности о актуелним финансијским инструментима, преусмеравањем капитала ка зеленијим алтернативама, истовремено охрабрујући инвестирање у пројекте нискоугљеничног развоја.⁴⁷

С тим у вези, први корак који државе могу предузети у превазилажењу препрека и подстицању даљег развоја тржишта зелених обвезница и остваривању циљева нискоугљеничног развоја јесте афирмисање јавног образовања у области финансија. Владе могу одиграти главну улогу у подизању еколошке свести инвеститора, али и свих потенцијалних учесника на тржиштима капитала, посебно имајући у виду да на тржиштима капитала недостаје адекватног знања и праксе о зеленим финансијским инструментима, односно климатским производима. Државе и надлежна регулаторна тела могу предузети различите акције у циљу промовисања значаја и потенцијала зелених финансијских инструмената, почев од организовања научних и стручних конференција, спровођења адекватног маркетинга до предлагања и усвајања релевантних правних прописа у виду смерница, препорука и водича добре праксе. Транзиција ка нискоугљеничном развоју захтеваће масивна улагања. Да би се омогућила таква улагања неопходне су транспарентне, пореско робусне и правно стабилне и исплативе инвестиције које ће обезбедити ликвидност инвеститорима на примарним и секундарним тржиштима капитала.⁴⁸

46 У 2019. години, *Nasdaq* је објавио ESG смернице о извештавању за компаније које се котирају на берзи у преко 30 категорија, са 55 одговарајућих метрика, укључујући 17 у оквиру тзв. еколошког стуба, који обезбеђују референтну вредност и приоритете за поменуте компаније у извештавању. *Ibid.*, 73–74.

47 *Ibid.*, 5.

48 М. Allen, К. Crawford, J. Theot, L. Toscani, 26.

Политика је кључна за ублажавање климатских промена. С једне стране, економисти су показали да закони тржишта нису ефикасни у суочавању са негативним екстерним ефектима, као што су загађење и емисије CO₂. С друге стране, постоји значајна временска неусклађеност између тржишта капитала и ефеката климатских промена. Стога, креатори јавних политика морају предлагати измене и допуне релевантних законских прописа, које ће помоћи у прилагођавању тржишне равнотеже и премошћивању или убрзању временских циклуса. Правна решења која се предлажу у ту сврху су увођење специфичних пореза и пореских подстицаја за она привредна друштва која нису загађивачи животне средине, до рестриктивних прописа којима се ограничавају вредности загађења.⁴⁹

V Закључак

Последње деценије обележиле су екстремне климатске промене, као последица претераног загађења, што наводи на хитно предузимање мера у спречавању штетних ефеката климатских промена. Научна и стручна јавност апелује на правовремено предузимање климатских акција са фокусом на остваривање права и правичности, адекватно финансирање, трансфер технологије, политичку посвећеност и јавно-приватно партнерство. Док доносиоци јавних политика и тржишта капитала и даље заостају у препознавању побројаних чињеница, поједине групе инвеститора и активиста предузимањем приватних иницијатива мобилишу одређена средства улагањем у пројекте који омогућавају транзицију ка нискоугљеничном расту, а самим тим и трансформацију тржишта капитала. Неспорно је да су за потребе ублажавања климатских промена и очувања животне средине неопходна огромна средства, а тржиште капитала управо то омогућава прикупљањем слободног капитала. Сходно томе, неопходан је адекватан регулаторни оквир који би омогућио тржиштима капитала сарадњу са глобалним финансијским институцијама, са циљем преусмеравања слободног капитала у пројекте за ублажавање климатских промена. Кључну улогу у томе могу одиграти међународне финансијске институције и развојне банке.

У међувремену, доносиоци јавних политика, регулаторна тела, научна и стручна јавност и инвеститори морају радити на креирању правног и регулаторног оквира који се односи на инвестирање у климатске промене, а који би обухватио: 1) нове приступе управљања ризицима (климатски ризик) и портфељем финансијских инструмената који ће вредновати друштвене и еколошке резултате, а не само краткорочну финансијску

⁴⁹ *Ibid.*, 25.

добит; 2) реформу постојећих стандарда извештавања о одрживости пројеката и пословних активности које се односе на климатске промене; 3) спровођење регулаторног надзора над учесницима на тржишту капитала, који између осталог подразумева да се учесници у свом пословању руководе принципима заштите животне средине, друштвене одговорности и савесног корпоративног управљања (ESG принципи).⁵⁰

Неспорно је да су током протекле деценије поједине владе, међународне финансијске организације и приватне институције направиле извесне кораке у примени економских политика које помажу ублажавању последица климатских промена. Међутим, недостаје адекватан правни оквир. У раду је указано на поједине стандарде и смернице које су креирале међународне организације. Међутим, прописи у предметној материји су и даље несистематизовани и фрагментизовани, без одговарајућег правно-теоријског утемељења. Осим тога, међу улагачима је присутан морални ризик имајући у виду да прописи који се односе на емисију и промет зелених финансијских инструмената нису правно обавезујући, те у недостатку истих, расте неповерење у инвестирање у проеколошке пројекте. Одређени недостаци на тржишту зелених обвезница и даље ће бити присутни како се овај сегмент тржишта буде развијао. Чиниоци који могу успорити даљи развој тржишта зелених обвезница су: површност политике зелених обвезница, преварне радње на тржишту које доводе до појаве *greenwashing-a*, високи трошкови верификације статуса зелених обвезница, недовољно познавање шире јавности о инвестирањима у заштиту животне средине (углавном недостатак образовања јавности о екологији и финансијама), као и правна несигурност узрокована недостатком релевантних прописа међународног и националног карактера. Стога је циљ предметног истраживања био сагледавање на који начин би доношење одговарајућих правних прописа допринело убрзању транзиције ка нискоугљеничном развоју и трансформације тржишта капитала, омогућивши потребну правну сигурност и равноправни третман свим учесницима на тржишту капитала.

На крају, уколико посматрамо домаћи правни поредак, законодавни оквир за ефикасно и делотворно планирање, припрему, спровођење и праћење јавних политика и капиталних пројеката који се односе на последице климатских промена начелно је успостављен, усвајањем релевантних правних прописа.⁵¹ Међутим, предстоји још дуг пут у погледу потпуне имплементације свих релевантних законских норми.

50 Christina Leijonhufvud, Jeffrey P. Fitts, „Global Warming’s Unlikely Antidote: Why Capital Markets Hold the Key to Addressing Climate Change“, *Social Research*, Nr. 3/2015, 778.

51 Нови Закон о тржишту капитала (*Службени гласник РС*, бр. 129/2021), Стратегија развоја тржишта капитала, Акциони план за спровођење Стратегије.

Коришћена литература

- Абрамовић Вања, Аћимовић Данијела, Јоцовић Мијат, „Климатске промјене и њихов утицај на земље региона“, *Економске идеје и пракса*, бр. 20/2016. (Abramović Vanja, Aćimović Danijela, Jočović Mijat, „Klimatske promjene i njihov uticaj na zemlje regiona“, *Ekonomске идеје и пракса*, бр. 20/2016)
- Allen Mark, Crawford Korin, Theot Jerome, Toscani Luca, „GSBGEN 390 Climate Change and Capital Markets“, Stanford Business, 2015, доступно на адреси: <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2015/07/Climate-Change-and-Capital-Markets-FINAL-05-13-2015.pdf>, 5. 3. 2022.
- Almeida Miguel, *Global Green State of the Market 2019*, Climate Bonds Initiative, London, 2020.
- Вујасин Михајло, „Климатске промене – све је ближа тачка без повратка“, 2022, доступно на адреси: <https://balkangreenenergynews.com/rs/klimatske-promene-sve-je-blize-tacka-bez-povratka/>, 15. 3. 2022. (Vujasin Mihajlo, „Klimatske promene – sve je bliža tačka bez povratka“, 2022, dostupno na adresi: <https://balkangreenenergynews.com/rs/klimatske-promene-sve-je-blize-tacka-bez-povratka/>, 15. 3. 2022)
- Deschryver Pauline, de Mariz Frederic, „What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?“, *Journal of Risk and Financial Management*, Nr. 61/2020.
- Јоловић Невена, Јоловић Ивана, „Актуелно стање и перспективе развоја глобалног и националног тржишта зелених обвезница“, *Мега-тренд ревија*, бр. 4/2021. (Jolović Nevena, Jolović Ivana, „Aktuelno stanje i perspektive razvoja globalnog i nacionalnog tržišta zelenih obveznica“, *Megatrend revija*, бр. 4/2021)
- Laskowska Anna, „Conditions for the Development of the Green Bond Market Development“, *FINANSE: Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, Nr. 1/2018.
- Leijonhufvud Christina, Fitts Jeffrey P., „Global Warming’s Unlikely Antidote: Why Capital Markets Hold the Key to Addressing Climate Change“, *Social Research*, Nr. 3/2015.
- Mormann Felix, Reicher Dan, „Smarter Finance for Cleaner Energy: Open up Master Limited Partnerships (MLPs) and Real Estate Investment Trusts (REITs) to Renewable Energy Investment“, *Remaking Federalism – Renewing the Economy*, Stanford Law School and the Stanford Graduate School of Business, 2012, доступно на адреси: <https://scholarship.law.tamu.edu/facscholar/1165/>, 5. 3. 2022.

- Smith Jeffrey A., Morreale Matthew, Mariani Michael E., „Climate change disclosure: Moving towards a brave new world“, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, Nr. 4/2008.
- Schmittmann Jochen, Han Teng Chua, „How Green are Green Debt Issuers“, *IMF Working Paper*, 20/194, Asia and Pacific Department, доступно на адреси: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/07/23/How-Green-are-Green-Debt-Issuers-462142>, 5. 3. 2022.
- Совиљ Ранко, „Тржиште зелених хартија од вредности – стање и перспективе“, *Право и привреда*, бр. 2/2020. (Sovilj Ranko, „Tržište zelenih hartija od vrednosti – stanje i perspektive“, *Pravo i privreda*, br. 2/2020)
- Совиљ Ранко, „Тржиште обвезница катастрофе – нормативни оквир и перспективе развоја“, *Право и привреда*, бр. 2/2021. (Sovilj Ranko, „Tržište obveznica katastrofe – normativni okvir i perspektive razvoja“, *Pravo i privreda*, br. 2/2021)
- Fiorella Carvajal Ana, Bebczuk Ricardo, *Capital Markets Development – Causes, Effects and Sequencing*, World Bank Group, Washington, 2019.

Ranko SOVILJ, PhD

Research Associate at the Institute of Social Sciences, Belgrade, Serbia

LEGAL CONSEQUENCES OF CLIMATE CHANGE ON REDEFINING THE CAPITAL MARKET – CAN CAPITAL MARKET CONTRIBUTE TO TRANSITION TO A LOW CARBON ECONOMY?

Summary

Climate change is one of the main initiators of changes in the legal, regulatory, economic, social and environmental systems of states, given that the consequences of changing natural conditions affect global, regional and national economic development, as well as quality of life. Can capital market contribute to climate change mitigation, by transition to a low carbon economy? By applying the normative and comparative method, the author points out how the legal and regulatory framework can encourage capital markets to play a key role in raising and redirecting free capital in order to solve the problem of climate change. In this regard, climate (green) financial instruments created for investing in environmental protection projects and climate change mitigation are analyzed. Considering the tendencies in the global capital market, the author concluded that there are numerous legal obstacles that impede the more intensive contribution of the capital market in the fight against climate change.

Key words: *Capital Market. – Green Bonds. – Low Carbon Economy. – Climate Changes. – Legal Framework.*

Датум пријема рада: 12. 4. 2022.

Датум прихватања рада: 20. 6. 2022.