



## РАЗВИТИЕ НА ПАЗАРА НА ЗЕЛЕНИ ДЪЛГОВИ ЦЕННИ КНИЖА – МЕЖДУНАРОДНИ АСПЕКТИ И ПЕРСПЕКТИВИ В БЪЛГАРИЯ

### DEVELOPMENT OF THE MARKET OF GREEN DEBT SECURITIES – INTERNATIONAL ASPECTS AND PERSPECTIVES IN BULGARIA

Ваня Цонкова

Vanya Tsonkova

ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“

St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

**Abstract:** The paper considers the determinants of the emergence and development of a new segment for securities markets – bonds linked to financing or refinancing projects with environmental benefits. Emphasis is placed on labelled green bonds in the period 2014–2017. The prospects for their issuance and future investment interest in Bulgaria are also analyzed.

**Keywords:** green bonds, climate bonds, ESG factors, green bonds market, environmental finance

**JEL:** F64, F65, G10, G20, O16, Q50

## ВЪВЕДЕНИЕ

Няма единна теория в икономическата наука относно двигателите на прогреса – възгледите са разположени от егоистичния интерес до алтруизма, филантропията и спасяването на човечеството. Двете крайности по своеобразен начин намират отражение в съвременното развитие и предизвикателствата, пред които е изправено световното стопанство. От една страна, т.нар. финансиализация на икономическите отношения провокира появата на нови финансови инструменти, удовлетворяващи нуждите на търсещи и предлагащи свободни парични средства. От друга страна, глобалните заплахи от изчерпване на природните ресурси и замърсяване на околната среда насърчават все повече загрижеността на професионалните еколози, неправителствените организации, политиците и широката общественост да търсят нови стратегии и възможности за бъдещето на планетата. Развитието на световната и националните икономики предизвиква създаването, внедряването и усъвършенстването на популярните концепции за устойчивото развитие, зелената икономика, кръговата икономика, корпоративната социална отговорност, ESG факторите<sup>1</sup> в бизнеса и пр. Съчетаването на финансовото и екологичното начало е в основата на т.нар. екологични финанси (environmental finance) и на появата на иновации на финансовите пазари, в това число на т.нар. зелени, екологични или климатични облигации.

В професионалната инвестиционна общност няма категорично виждане кои са първите финансови инструменти с фиксирана доходност, свързани с климата. Някои източници посочват т.нар. соларни облигации, емитирани от местните власти на Сан Франциско през 2001 г. (S.F. Envisions a Solar City,

<sup>1</sup> Аббревиатура от Environmental, Social and Governance (ESG) – набор от стандарти, касаещи дейността на компанията, които социално осъзнатите инвеститори използват, за да наблюдават потенциалните си инвестиции. Първият критерий (environmental) е свързан с това как компанията се разпорежда с природните ресурси и се грижи за екологичното равновесие. Вторият критерий (social) изследва как компанията управлява отношенията си с персонала, доставчиците, клиентите и въобще заинтересованите лица. И третият критерий (governance) е насочен към лидерството в компанията, заплащането на управленския екип, вътрешния контрол, одита и правата на собствениците (по [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)). Преводите в текста от английски език са на авторите.

2001). Специализираните издания са категорични, че първите емисии, означени като „зелени“ и реално стимулиращи развитието на пазара, са облигациите на международните финансови институции – Европейската инвестиционна банка през 2007 г. и Световната банка през 2008 г. – за финансиране на проекти за възобновяеми енергийни източници (Explaining Green Bonds, 2018; Viegas, Marcio, 2015; Capital Markets, Climate Finance Perspectives, 2018). Срещат се и сравнително по-екзотични мнения, като това в изданието *Energy post weekly*, даващо пример с българската община Варна, която още в далечната 2002 г. емитира общински облигации с цел финансиране на енергийно ефективни проекти, свързани с преоборудване и модернизация на уличното осветление (Taylor, 2014). Няколко години доминиращи в „зелени“ емисии са корпорациите и местните власти, но в съответствие със Споразумението в Париж за климатичните промени и приетите цели за международно устойчиво развитие (SDGs) през 2015 г., се наблюдава дебют на суверенните зелени облигации и бурен тласък на развитието на пазара на зелени ценни книжа като цяло. На дневен ред са проблемите, свързани с бъдещето на пазара, със сертифицирането на екологичните облигации, с верификацията на финансираните с тях проекти, невъзможността за „разводняването“ на пазара с нелоялни практики, както и предпоставките за създаване на пазара на зелени облигации в България. Тези въпроси са предмет на настоящото изследване.

### Прецизиране на понятието

Зелените облигации (green bonds) според Асоциацията на международните капиталови пазари (ICMA) позволяват набиране на капитал и инвестиции в нови и съществуващи проекти с екологични ползи (ICMA website, 2018). Принципите за зелени облигации, за първи път публикувани през юни 2014 г. и ежегодно актуализирани и подписани днес от широк кръг заинтересовани лица – инвеститори, инвестиционни посредници, емитенти, представляват общата рамка за емитиране на различни видове зелени облигации. В тях зелените облигации се дефинират като „всякакъв вид облигационен инструмент, при който постъпленията ще се прилагат изключително за финансирането или рефинансирането, частично или цялостно, на нови и/или съществуващи допустими зелени проекти, в съответствие с четирите ключови компонента на Принципите“ (Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, June 2018). Компонентите се отнасят до: 1) разпределение на постъпленията; 2) процеса за оценка и селекция на проекти; 3) управление на постъпленията; 4) отчитане и прозрачност.

В речника на сайта на базираната в Лондон организация „Инициатива за климатични облигации“ (The Climate Bonds Initiative) зелените облигации се определят като финансов дългов инструмент, който е свързан със зелени или обвързани с климата активи и проекти (CBI website, 2018). По-прецизен прочит на приетия Стандарт за климатични облигации показва, че има разлика между понятията „зелени облигации“ и „климатични облигации“ (climate bonds). Климатичните облигации са облигациите, съобразени с Парижкото споразумение за ограничаване на глобалното затопляне с под 2 градуса по Целзий. Те подлежат на сертификация по определени стъпки и процеси (Climate Bond Standard, 2017). В основата са Принципите за зелени облигации, но ключовите компоненти са прецизно конкретизирани. Целта е да не се получи т.нар. green-washing effect, т.е. да се допусне емисия на облигации, имащи в наименованието си „зелени“ или др. под. подвеждащи наименования, но без покритие в съдържанието и несъответствие с предписанията в стандартите.

В статия на С. Iggo климатичните облигации се определят като тематични облигации, изградени на подобни принципи както жп облигациите през XIX век, военните облигации в началото на XX век и облигациите за изграждане на автомагистрала от 60-те години на миналия век (Iggo, 2017), т.е. отправящи политически и/или патриотични послания към т.нар. заинтересовани лица.

Зелените облигации често се свързват с ESG факторите или им се дава подобно наименование. В действителност зелените облигации се подчиняват на рязко нарастващия интерес към т.нар. отговорно инвестиране (RI) и очертаващата се тенденция към инкорпориране на екологични, социални и управленски фактори в инвестиционния анализ. Зелените облигации са съвместими с ESG рамката, особено с екологичните и социалните фактори. Това е така, защото чрез постъпленията от емисията на зелени облигации се финансира изграждането на соларни или вятърни проекти например, но също може да се осигури чиста вода, да се постигне по-малко замърсяване на средата, както и да се предоставят устойчиви енергийни източници на отдалечените райони (Klein, 2018). В Принципите за зелени облигации

също се подчертава, че „някои зелени проекти могат да имат социални съпътстващи ползи и че класифицирането следва да се определя от емитента въз основа на неговите водещи цели за основните проекти“ (Green Bonds Principles, 2018). В този смисъл следва да се различават зелени облигации, социални облигации и облигации за устойчиво развитие. При облигациите за устойчиво развитие не може да се определи кои характеристики на проекта преобладават – зелените или социалните. Последните иновации на финансовите пазари и придаването на класическите облигации на специфични характеристики, допринасят и за появата на ESG облигациите и облигациите, свързани с целите за устойчиво развитие (SDG bonds). Всички те повтарят заложените идеи в модела за зелени облигации, в основата на който са разкриването на информация и спазването на стандарти за отчитане от страна на емитента, с цел отправяне на ясни и неподвеждащи послания към инвеститорите относно активите, носещи позитивни ефекти върху устойчивото развитие (Whiley, 2018).

В резултат на възникналите нови дългови инструменти, са конструирани от мениджъри на портфейли индекси, фокусирани върху ESG факторите, както и върху зелените облигации по-специално. Експертите дори се насочват към сравнителен анализ между различните носители, като някои защитават тезата, че ESG -облигациите са по-добри от зелените облигации, тъй като предлагат по-добра диверсификация чрез инвестиране в различни типове емитенти (Murphy, 2017).

Според експертите от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие Принципите за зелени облигации „предписват“ различни начини емитентът да постигне външно въздействие при формулирането на своето „зелено“ намерение и препоръчват няколко нива на независимо утвърждаване на облигациите (Green Bonds, 2015, p. 10).

Първо, чрез изискване на второ мнение и провеждане на консултации. Това е т.нар. външна оценка, дадена от консултанти или институции с доказана експертиза по екологични въпроси. Експертите могат да направят оценка и селекция на проектите, подходящи за финансиране чрез зелени облигации. Рецензиите и докладите на външната страна са частни и могат да станат публични по усмотрение на емитента.

Второ, чрез независима верификация или одит. Това е второ мнение от специализирани институции, свързано със съответствието на емитента с вътрешни или външни екологични стандарти, с екологичните характеристики на базовите активи или с процедурите в Принципите за зелени облигации. Такова второ мнение се осигурява от следните институции: CICERO, DNV, Oekom, Sustainalytics, Vigeo.

Трето, чрез сертификация. Известно е, че сертификацията е потвърждаване на съответствието с определени изисквания по външен стандарт за оценка. Принципите за зелени облигации дават общи препоръки за използването на приходите, оценката на проектите и отчитането. Организацията „Инициатива за климатични облигации“ е една от най-популярните в сертификацията, използвайки Принципите и свои стандарти и процедури. Рейтинговата агенция “Moody’s” има стандарт за оценка, който може да се използва през целия матуритет на облигацията. Няколко финансови центъра в Европейския съюз, в това число Люксембургската фондова борса, също имат приети стандарти за регистрация на емисии. На дневен ред в Европейския съюз е създаването на единен регулаторен стандарт за сертификация на екологичното качество на финансовите активи (Lehmann, 2018).

Четвърто, чрез рейтинг. Рейтингът е оценка, давана по определена методология и скала, извършвана от квалифицирани изследователи или агенции за кредитен рейтинг. „Зеленият“ рейтинг е различен от кредитния рейтинг, независимо че кредитният отразява и екологичния риск. Рейтингите за зелени облигации са различни и от ESG рейтингите, тъй като се прилагат към индивидуални ценни книжа или програми за зелени облигации.

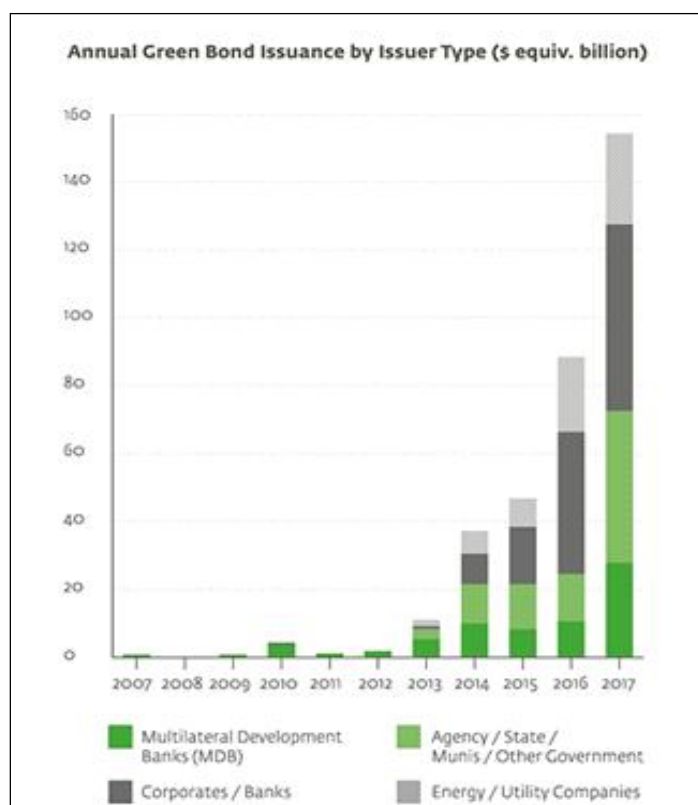
Направеният преглед на използваните наименования и прилагани принципи дава основание за извода, че зелените облигации са дългов финансов инструмент и ценни книжа с фиксиран доход, имащи характеристиките и подчинени на нормативната уредба, валидна за класическите облигации, но използвани за финансиране на проекти с преобладаващо екологични ползи и съответстващи на ключовите компоненти, дефинирани в Принципите за зелени облигации. Зелените облигации следва да се разграничават от останалите облигации, носещи положителни ефекти за обществото, и да отговарят на съответни правила (съобразно Принципите и стандартите/насоките – международни и национални). Тези правила са свързани с верификацията на проектите и базисните активи, със сертификацията на книжата и прозрачността на процедурите.

Необходимо е да се има предвид, че терминът „облигация“ обикновено се свързва с дългосрочните ценни книжа, затова е най-коректно, макар и не толкова популярно, използването на по-точния термин – „дългови ценни книжа“, съответно „зелени дългови ценни книжа“. В последващото изложение ще бъде прилаган утвърденият в стандартизираните документи термин „зелени облигации“.

### Анализ на динамиката на пазара на зелени облигации

Информация за мащаба, структурата и динамиката на пазара на зелени облигации се намира и анализира от различни източници, сред които: Световната финансова корпорация в структурата на Световната банкова група (IFC), Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (OECD), Банката за международни плащания (BIS), организацията „Инициатива за климатични облигации“ (CBI), международни рейтингови агенции (Moody's), компании за международни финансови услуги (като Bloomberg) и пр.

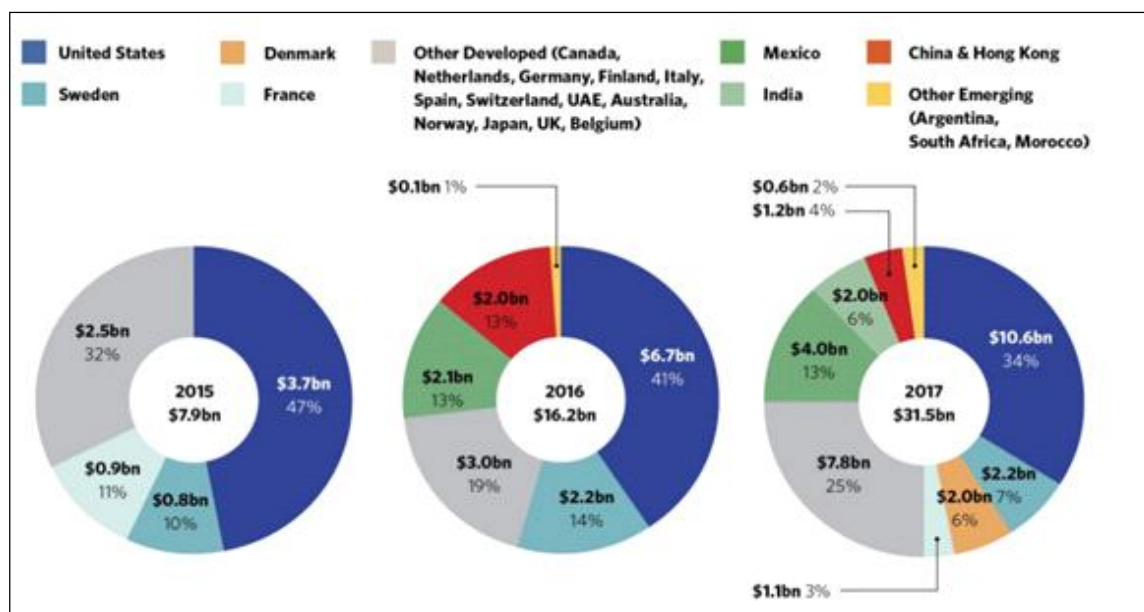
Независимо че емисии на зелени облигации се извършват и през периода 2007–2013 г., истинският бум на пазара започва през 2014 г., когато новите емисии са почти четири пъти над тези от 2013 г. и достигат равностойността на близо 40 млрд щатски долара. Експоненциалното нарастване продължава и през следващите години, достигайки до 155 млрд щатски долара за изминалата 2017 г. (виж Фиг. 1.).



**Фиг. 1.** Динамика и структура на емисиите зелени облигации според типа на емитента, 2007–2017 г.

*Източник: International Finance Corporation*

Географският анализ на емисиите показва, че доминиращата роля е на емитенти от САЩ – преди всичко муниципалитети (общини) и държавно спонсирани агенции като Fannie Mae. В същото време обаче относителният дял на емитентите от САЩ намалява и изпъква географската диверсификация на облигациите – включват се развити и развиващи се държави от всички континенти (Фиг. 2.). Присъствието на американски общини, агенции и пр., а също и на китайски емитенти, е положителен сигнал за водещо присъствие в техните планове на проекти, свързани с климата.



Фиг. 2. Географско разположение на емисиите 2015–2017 г.

Източник: Climate Bonds Initiative

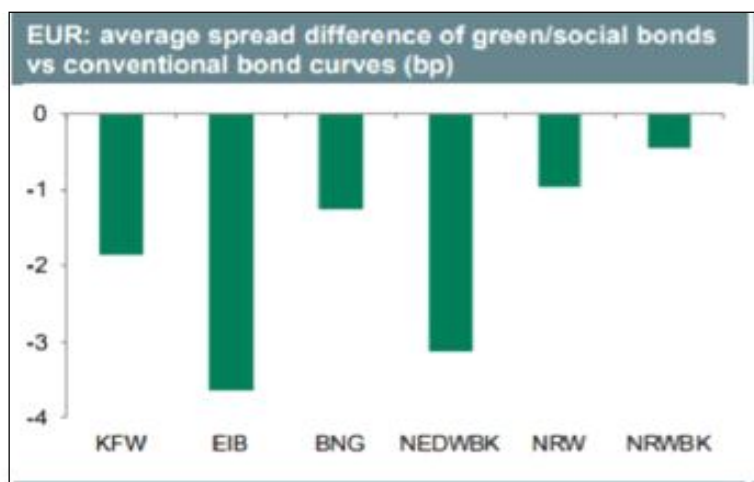
Развитието на пазара на зелени облигации може да се проследи и чрез сравнение на характеристиките „доходност – риск“ спрямо класическите облигации (plain-vanilla bonds). Анализът на проведените и публикувани изследвания показва консенсус в мненията, като по-важните изводи от тях са:

- о На развитите пазари някои зелени облигации се търгуват на нива, близки до конвенционалните.
- о Все повече данни показват, че зелените облигации могат да надминат „незелените“ по доходност.
- о Зелените облигации се проявяват като по-малко волатилни в сравнение с „незелените“ при „стресиран“ пазари.

о Зелените облигации се търгуват по-слабо от класическите, което вероятно е свързано със специфичния инвестиционен профил на инвеститорите, насочен към дългосрочни инвестиции.

о Доходността се различава значително по сегменти (страна, валута, сектор, кредитен рейтинг, използване на постъпленията). На някои сегменти разликата между максималната и минималната доходност е повече от 20 базисни пункта. Това означава, че активният мениджмънт е важен фактор, чрез който може да добави стойност.

### Green and Social Bond Market Update, 2018



Фиг. 3. Сравнение на зелени облигации, емитирани между 2013–2017 г., спрямо кривата на доходността на конвенционалните облигации на същия издател, в базисни пунктове (1 bp=0,01 %)

Източник: ICMA по данни на Bloomberg и CACIB

Представената по-горе динамика на пазара на зелени облигации за периода 2014–2017 г. се обуславя от няколко водещи детерминанти.

- Приемането на Принципите за зелени облигации през 2014 г. и годишното им актуализиране. Над 150 членове на Международната асоциация на капиталовите пазари се придържат към тях.

Основен принос на Принципите е консенсусът на пазара към добрите практики, насърчаващи прозрачността и отчетността. Според вицепрезидента на Международната финансова корпорация Jindong Hua: „колкото повече финансови институции, правителства и органи, установяващи стандарти, работят заедно върху нови пазари, върху отчитане на въздействието и допустимостта на зелените проекти, толкова повече инвеститори ще виждат в зелените облигации жизнен финансов актив, и следователно емисиите на зелени облигации ще се увеличават и в развиващите се пазари“ (Capital Markets, Climate Finance Perspectives, 2018).

- Парижкото споразумение за климата и приетите цели за световно устойчиво развитие (SDGs) през 2015 г.

В резултат на тези международни инициативи се наблюдава ръст на суверенните емисии както от развити, така и от развиващи се и трансформиращи се икономики. Дебютът на пазара на суверенни зелени облигации е поставен от Полша през декември 2016 г., непосредствено последван от Франция през януари 2017 г. През 2017 г. са и първите емисии на развиващи се икономики като Фиджи и Нигерия. През 2018 г. са осъществени и предстоят и други емисии, в това число ислямските облигации на Индонезия „сукук“. Суверенните облигации са ярък сигнал за ангажиментите на държавата към ниско-въглеродна икономика, допринасят за снижаване цената на капитала при финансиране на целеви проекти чрез ангажиране на нови инвеститори, съдействат за мобилизирането на частен капитал, водещ към устойчиво развитие (Sovereign Green Bonds Briefing, 2018, p. 2). Аналогично, стимулираща роля за подкрепа на отделните сегменти на пазара имат емисиите от многостранните и националните банки за развитие, общините и други звена от публичния сектор.

- Приемането на национални насоки в някои държави във връзка със зелените облигации.

Насоките, или регулациите, играят катализираща роля за зараждащите се пазари на зелени финансови инструменти. Чрез тях се дава целенасоченост на инвестициите за реализиране на климатични и инфраструктурни проекти, поддържа се пазарната интеграция посредством изграждане на инвеститорско доверие, подкрепя се прилагането на стимули за повишаване ликвидността на зеления финансов пазар (Green Bond Policy, July 2018). Според организацията Инициатива за зелени облигации (СВІ) и Асоциацията на международните капиталови пазари (ICMA) такива насоки има в Япония, Перу, Чили, Индия, Китай и др. държави, приети както от страна на саморегулиращите се институции, така и като държавна регулационна рамка. Предстоят законодателни промени в рамките на ЕС след анонсирането на План за действие за устойчиво развитие от Европейската комисия през март 2018 г. (Green Bond Policy, July 2018). Промените са свързани преди всичко с приемането на класификационна рамка за устойчивите финанси и сертифицираните зелени облигации. В същото време съществуването и усъвършенстването на Принципите на зелени облигации с водещата роля на ICMA и провеждането на двустранни и многостранни форуми съдействат за унифициране на дефинициите и стандартите (Green Bond Highlights 2017, January 2018, p. 5), което е тласък към интернационализирането и развитието на пазара.

- Създаването на отделни сегменти на фондовите борси за търговия със зелени облигации.

Чрез регистрирането на зелените емисии на регулиран пазар се ограничава възможността за присъствието на „фалшиви“ емисии и се осигурява по-добра прозрачност и ликвидност на пазара (Таблица 1.). Освен създадените специализирани сегменти на борси от различни континенти иновация на глобалния финансов пазар е стартирането през септември 2016 г. на първата борса за зелени облигации – Luxemburg Green Exchange (Toshkova, 2016). Към средата на 2018 г., по данни на Инициативата за климатични облигации, зелените облигации, регистрирани на общи или специализирани сегменти възлизат на 60% от целия пазар на зелени облигации. Това е показателно за високия дял на борсово търгуваните зелени инструменти в сравнение с обичайно по-големия оборот на извънборсовите пазари на традиционните облигации.

**Таблица 1.** Сегменти за зелени облигации на фондовите борси към 2018 г.

Име на фондовата борса	Държава	Наименование на специализирания сегмент	Дата на откриване на специализирания сегмент
Фондова борса в Осло	Норвегия	Зелени облигации	Януари 2015
Стокхолмска фондова борса	Швеция	Устойчиви облигации	Юни 2015
Лондонска фондова борса	Великобритания	Зелени облигации	Юли 2015
Шанхайска фондова борса	Китай	Зелени облигации	Март 2016
Фондова борса в Мексико	Мексико	Зелени облигации	Август 2016
Люксембургската фондова борса	Люксембург	Люксембургска зелена борса	Септември 2016
Италианска борса	Италия	Зелени и социални облигации	Март 2017
Фондова борса в Тайпе	Тайван	Зелени облигации	Май 2017
Фондова борса в Йоханесбург	ЮАР	Зелени облигации	Октомври 2017
Японска борсова група	Япония	Зелени и социални облигации	Януари 2018

*Източник: По данни от CBI*

- Появата на индекси за зелени облигации и специализирани фондове за инвестиране.

Неизбежно следствие от развитието на пазара е обстоятелството, че през 2014 г. банки, рейтингови агенции и инвестиционни мениджъри представят индекси, включващи зелени облигации (Mobilizing Bond Markets, p. 8–9). В същото време индексите спомагат за намаляване на информационните бариери пред инвеститорите и за осигуряване на данни за релацията „риск – възвръщаемост“. Голяма част от институционалните инвеститори осъществяват индексно обвързани стратегии и следването на „зелени“ бенчмарк индекси е важен фактор за привличането на т.нар. социално отговорни инвеститори. Към началото на 2018 г. в Европа са налице 17 фонда, посветени на зелените облигации (Lehmann, 2018). Отделните индекси се различават по методологията на изчисление и допустимия праг за включване на отделни видове облигации – според валутата, размера, рейтинга, категорията на проекта и допълнителни финансови характеристики, като например наличие на второ мнение от независима институция.

Посочените детерминанти, дали отражение върху възникването и развитието на пазара на зелени облигации за периода 2014–2017 г., по наше мнение ще очертават и тенденцията към нарастване броя и обема на зелените емисии, към промяна на тяхната емитентна и валутна структура, разнообразяване на инвеститорската база и ръст на вторичната търговия.

### **Има ли перспективи пазарът у нас?**

Независимо че пазарът на облигации в България има повече 20-годишно съществуване и в структурата си съдържа всички главни сегменти – държавни, общински, корпоративни и ипотечни облигации – зелените ценни книжа видимо не присъстват. Преглед на документацията на публичните емисии показва, че в някои проспекти се съдържат и екологични намерения на емитента, но те не са в съответствие с четирите ключови параметра, заложили в Принципиите за зелени облигации. В едно от специализираните изследвания на пазара на корпоративни облигации у нас, Й. Йорданов систематизира целите на корпоративните облигационни емисии, откъдето е видно, че преобладава използването им за погашение на кредити, общо финансиране, строителство и пр. (Yordanov, 2016, с. 114; подобно и в Petrova, P. 2010, pp 208–210) При общинските облигации екологичните намерения изпъкват при емисията на община Варна през 2002 г., която е първата предназначена за финансиране на общински проект за енергийна ефективност. (Energiyno efektivna modernizatsiya, 2002)

Като се имат предвид добрите практики на развиващи се, сравнително малки и съседни държави, както и предприетите регулативни промени в рамките на ЕС, е резонно да очакваме интерес както от страна на емитенти – дружества, финансови институции и общини, така и инвеститори – институционални и индивидуални.

По-задълбочен анализ върху българския финансов пазар ни позволява да разкрием силните и слабите страни, възможностите и заплахите пред развитието на пазара на зелени облигации у нас (Табл. 2).

**Таблица 2.** SWOT анализ на пазара на зелени облигации в България

<p><u><b>Силни страни</b></u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Изграден първичен и вторичен пазар на облигации – държавни, общински, корпоративни, ипотечни, заедно с цялата инфраструктура от участници (инвестиционни мениджъри, консултанти, борса, инвестиционни фондове и колективни инвестиционни схеми и пр.);</li> <li>• Наличие на нормативна и институционална рамка у нас във връзка с изменението на климата. По-конкретно: Законът за изменението на климата, в сила от 1 януари 2014 г., е приет в съответствие с Протокола от Киото. В него се регламентира изготвянето на Национален план за действие по изменението на климата, както и функционирането на Национална схема по зелени инвестиции.</li> <li>• Наличие на изисквания, съгласно Закона за счетоводството, чл. 41<sup>2</sup>, за включване в доклада за дейността на нефинансова декларация, в която се съдържа информация и за екологичната им политика и дейности.</li> </ul>	<p><u><b>Слаби страни</b></u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Независимо от сериозните мерки в областта на климата, предприемани съгласно Трети национален план за действие по изменение на климата<sup>3</sup>, в него не се предвижда възможността за допълнително финансиране чрез „зелени облигации“.</li> </ul>
<p><u><b>Възможности</b></u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие на инвестиционните политики на институционалните инвеститори с търсене на възможности за тематично инвестиране.</li> <li>• Засилен интерес към екологичната чистота и равновесие, в това число чрез създадените неправителствени организации и чрез сдружения за природосъобразен начин на живот, както и на приетите в рамките на Парижкото споразумение Планирани</li> </ul>	<p><u><b>Заплахи</b></u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Наличие на скептицизъм към иновациите на пазара от страна на индивидуалните инвеститори за директно или индиректно инвестиране, предвид някои фалити и проблеми на финансови институции у нас.</li> <li>• Лоши практики на акционерни дружества и общини във връзка с плащанията на лихви и главници по облигационните заеми. (Yordanov, 2016, с. 119–120; Tsonkova, 2018, с. 93–94).</li> </ul>

<sup>2</sup> Съгласно чл. 41 на Закона за счетоводството големите предприятия, които са предприятия от обществен интерес и които към 31 декември на отчетния период надвишават критерия за среден брой служители през финансовата година от 500 души, включват в доклада за дейността си нефинансова декларация по чл. 48.

<sup>3</sup> Виж *Трети национален план за действие по изменение на климата за периода 2013 – 2020 г.*, май 2012, МОСВ, София.



<ul style="list-style-type: none"> <li>• национално определени приноси (INDCs).</li> <li>• На дневен ред е приемането на регулативна рамка за зелените облигации в ЕС. Чрез нея ще се приеме т.нар. таксономия за устойчиво развитие и Стандарти за сертифицирани зелени облигации (labelled green bond).</li> <li>• Наличие на европейски добри практики при емитиране на суверенни облигации, например дебютната емисия на Полша, последвана от Франция, Белгия и Норвегия.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Акумулиране на сериозни проблеми в областта на обезлесяването и замърсяването на околната среда, причинено от МПС, от отопление с твърдо гориво, от електрически централи и пр.</li> </ul>
--	---

Представеният анализ показва наличието на благоприятни възможности, но и на предизвикателства пред използването в България на зелените облигации като нов инструмент за осигуряване на финансиране при изграждане на екологични активи и проекти.

Като се има предвид споделяното в науката становище, че като „вторичен продукт“ на техническия прогрес се получават т.нар. външни отрицателни ефекти, а ангажимент на държавата е тяхното интернализиране и осигуряването на ефективност (Stoyanov, 2003, с. 120–127; Stiglitz, 1996), едно от възможните решения за изграждане на пазар на зелени финансови инструменти е интегрирането от страна на централната и местните власти на заинтересованите участници в процеса<sup>4</sup>.

Стимул за стартиране на пазара може да бъде емисия на български зелени ДЦК. Няколко са обстоятелствата, поради които суверенните облигации са необходими и навременни:

- Развит вътрешен пазар на български ДЦК и успешни дебюти на международните капиталови пазари на еврооблигации.
- Ниска реализирана доходност на последните аукциони на ДЦК (около нулата и дори отрицателна към края на 2017 г.) при значителен инвеститорски интерес (коефициенти на покритие на емисиите над 1)<sup>5</sup>;
- Положително въздействие спрямо останалите потенциални емитенти на пазара – общини, акционерни дружества, банки;
- Решаване на екологични и инфраструктурни проблеми;
- Показване с конкретни действия на ангажираност с проблемите по противодействие на изменението на климата.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Според Организацията за икономическо сътрудничество и развитие общата доларова равностойност на емисиите облигации за 2014 г. възлиза на 19 трилиона щатски долара, а емисията на зелени облигации за 2017 г. е 155 млрд щатски долара, т.е. повече от 100 пъти по-малко. В същото време нуждата от нискокарбонови инвестиции през 2035 г. се оценява на 2,26 трилиона щатски долара. Като се имат предвид тези данни и оценки, както и въз основа на анализа на динамиката и структурата на пазара за зелени облигации, следва да се направи изводът, че „зеленият“ сегмент се очертава като един от най-перспективните на дълговия пазар, фокусирайки в себе си ползите за инвеститори, емитенти и финансови посредници.

Независимо от позитивната динамика на зелените облигации през периода 2014–2017 г. и приноса на международните финансови пазари и техните участници върху подобряване на околната среда и противопоставяне на измененията на климата, е важно „зеленият“ сегмент да продължи да се разраства, достигайки съществени спрямо настоящите мащаби. Така например изследванията на Инициативата

<sup>4</sup> В тази връзка някои наши автори предлагат и „приложение на модел за анализ и оценка на ефективността по отношение на изпълняваните функции на общините в различни области, в т.ч. и устойчивото развитие. В основата на модела е взаимовръзката на коефициентите за ефективност и конкретните цели на общините“ (вж. напр. Petrova, 2015, р. 299–312).

<sup>5</sup> Вж. „Дълг и гаранции на сектор „Централно управление“ 2017, 2018. // Месечни бюлетини на МФ, Министерство на финансите.

за климатични облигации сочат, че е необходимо пазарът на зелен дълг да достигне 1 трилион щатски долара до 2020 г. (Green Bond Highlights 2017, January 2018, p. 5). Предприеманите действия в областта на климата, комуникиращи с Планираните национално определени приноси (INDCs), ще детерминират дали светът ще реализира дългосрочните цели в рамките на Парижкото споразумение<sup>6</sup>.

За появата на нови емитенти на пазара въздействие се очаква да окажат осъществяваните суверенни и субсуверенни емисии през 2016 и 2017 г. От значение са както добрите практики на развити икономики като Норвегия, Белгия, Франция, така и на нововъзникващите пазари – Индонезия, Нигерия, Малайзия, Фиджи и др. Водеща роля за развитието на пазара логично имат правителствата предвид нуждата за финансиране на климатично устойчива инфраструктура и реализацията на национално определените приноси. Не е за пренебрегване и обстоятелството, че финансирането на развиващите се страни от глобални и регионални фондове зависи от изпълнението на техните климатични ангажменти, което от своя страна отново е аргумент за използване предимствата на международния финансов пазар.

Принос за бъдещето на пазара имат приемането и хармонизирането на стандартите и дефинициите за зелени облигации. Така например приемането на Стандартите за зелени облигации за страните от ASEAN през ноември 2017 г. допринася за увеличаване на прозрачността и унификацията на пазара, както и за гарантиране пред инвеститорите на достъпа до достоверна информация. Стандартизационни процедури са в ход и в Индонезия, Индия, Аржентина, Мексико, Нигерия и Кения (Green Bond Highlights 2017, January 2018, p. 5).

Приемането на единни европейски стандарти и имплементирането им в българското законодателство се очаква да доведат до успешна реализация на потенциални зелени облигации, издадени от български емитенти, различни от държавата. Стриктното прилагане на Принципите за зелени облигации и стандартите, в това число чрез акредитиране на независими институции за верификация на проектите и сертифициране на облигациите, е от важно значение за недопускане на нелоялни и подвеждащи пазарни практики и компрометиране на този сегмент на финансовия пазар.

Актуален момент за осъществяване на ефективна връзка между екологичното равновесие и финансовите пазари е обмислянето на промени в регулациите на ниво Европейска комисия. По-конкретно те са свързани с по-ниски капиталови изисквания към финансови институции при финансиране на строителство на енергийно ефективни сгради и покупка на електрически автомобили. Има резерв за промени и в националните данъчни законодателства, в това число чрез предоставяне на облекчения както за корпоративните емитенти на зелени облигации, така и при третиране на капиталовата печалба от търговия на регулирани пазари с дългови инструменти съгласно Закона за корпоративно подоходно облагане и Закона за данъците върху доходите на физическите лица (Tsonkova, 2018, p. 96).

Изложените глобални, регионални и национални проблеми изискват решения не само от страна на държавните институции, но и от самите актьори на финансовите пазари, които с действия могат да демонстрират политиката си в областта на социално отговорното инвестиране. От значение е ролята на фондовата борса и на професионалната инвестиционна общност при организиране на семинари, роуд шоута и работни срещи, при провеждането на консултации и в подпомагането на общините и иновативните корпорации при изграждането на екологични проекти, ползвайки предимствата на зелените дългови инструменти.

## REFERENCES

1. **‘Capital Markets, Climate Finance Perspectives’ 2018.** // *International Finance Corporation*, retrieved in 6.09.2018, <[https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/news\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/news+and+events/news/perspectives/perspectives-ilc2](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/news_ext_content/ifc_external_corporate_site/news+and+events/news/perspectives/perspectives-ilc2)>
2. **Climate Bonds Standard, version 2.1.2017.** Climate Bonds Certified, Climate Bonds Initiative.
3. **Energy effective modernization of street lighting in Varna**, retrieved in 6.09.2018 < <http://www.eneffect.bg/> > (in Bulgarian)
4. **Explaining Green Bond 2018.** // *Climate Bonds Initiative website*, retrieved in 6.09.2018, <<https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>>.
5. **Green & Social Bonds Market Update, 2018.** Bond Market Contact Group, ECB, Frankfurt.
6. **Green Bond Highlights 2017.** January 2018, CBI.

---

<sup>6</sup> За повече информация относно дългосрочните цели на Парижкото споразумение и т.нар. Национално определени приноси, вж. <http://www.wri.org/indc-definition>.

7. **Green Bonds.** *Mobilizing the debt capital markets for low-carbon transition. Policy Perspectives*, 2015, OECD.
8. 'Green Bond Policy: Highlights from Q1-Q2 2018' 31 July 2018 in *CBI website*, retrieved in 6.09.2018 <<https://www.climatebonds.net/2018/07/green-bond-policy-highlights-q1-q2-2018>>.
9. **Green Bond Principles.** *Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, June 2018, ICMA.
10. **Iggo, C. 2017.** Climate Bonds: a major new asset class brewing. // *AXA Investment Managers website*, retrieved in 6.09.2018, <[http://www.axa-im.com/index.cfm?pagepath=research/ri\\_inside\\_research/green\\_initiative&CFNoCache=TRUE&servedoc=82A0C89C-1708-7D7E-1BEE7FCB1BA8F25F](http://www.axa-im.com/index.cfm?pagepath=research/ri_inside_research/green_initiative&CFNoCache=TRUE&servedoc=82A0C89C-1708-7D7E-1BEE7FCB1BA8F25F)>.
11. **Klein, Y. 2018.** Green Bond Growing Role in ESG Investing. // *Lazard Asset Management website*, retrieved in 6.09.2018, <[https://www.lazardassetmanagement.com/us/en\\_us/research-insights/lazard-insights/Green-Bonds-Growing-Role-in-ESG-Investing](https://www.lazardassetmanagement.com/us/en_us/research-insights/lazard-insights/Green-Bonds-Growing-Role-in-ESG-Investing)>
12. **Lehmann, A. 2018.** Green bonds: who is to certify "sustainability"? // *The Bruegel Newsletter*, retrieved in 6.09.2018, <<http://bruegel.org/2018/02/green-bonds-who-is-to-certify-sustainability/>>
13. **Mobilizing Bond Markets for a Low-Carbon Transition, 2017.** Green Finance and Investment, OECD Publishing, Paris.
14. **Murphy, C. 2017.** 'Why 'ESG' Bonds Better Than 'Green' Bonds', interview with Bob Smith from Sage Advisors, retrieved in 6.09.2018, <<https://www.etf.com/sections/features-and-news/why-esg-bonds-better-green-bonds?nopaging=1>>
15. **Petrova, P. 2010.** Sources for activity financing of Small and Medium-Sized Enterprises. Accounting aspects in the treatment and the presentation of the financial statements. // *Proceedings "The role of financial and accounting information in the support of SMEs"*, University Publishing House "St. Cyril and St. Methodius", Veliko Tarnovo. (in Bulgarian)
16. **Petrova, P. 2015.** The system of accounting and the accounting analysis as a tool for municipalities management. // *Proceedings „Improving the process of training in Finance and Accounting"*, University Publishing House "St. Cyril and St. Methodius", Veliko Tarnovo. (in Bulgarian)
17. **San Francisco Envisions a Solar City 2001.** // *Los Angeles Times*, retrieved in 6.09.2018, <<https://articles.latimes.com/2001/may/17/local/me-64622>>
18. **Sovereign Green Bonds Briefing, 2018.** Climate Bonds Initiative.
19. **Stoyanov, V. 2003.** Fundamentals of Finance, t. 1. Sofia: Galik. (in Bulgarian)
20. **Stiglitz, J. 1996.** Economics of public sector. Sofia: University Publishing House "Economy". (in Bulgarian)
21. **Taylor, Cl. 2014.** Let's glocalize! Global meets local in municipal green bonds. // *Energy Post Weekly*, retrieved in 6.09.2018, <<http://energypost.eu/lets-glocalize-global-meets-local-municipal-green-bonds/>>
22. **Toshkova, V. 2016.** The world's first stock exchange for green bonds was announce in Luxemburg. // *Investor.bg website*, retrieved in 6.09.2018, <https://www.investor.bg/drugi/338/a/pyrvata-v-sveta-borsa-za-zeleni-obligacii-be-obiavena-v-liuksemburg-225262/> (in Bulgarian)
23. **Tsonkova, V. 2019.** The Bulgarian municipal market – situation analysis and perspectives for development in the post-crisis period. // *Collective scientific book of Faculty of Economics, "St. Cyril and St. Methodius" University of Veliko Tarnovo Annual Conference*, Veliko Tarnovo.
24. **Viegas, Marcio. 2015.** How to ensure the ESG credentials of green bonds. // *Environmental Finance*, retrieved in 6.09.2018, <<https://www.environmental-finance.com/content/analysis/how-to-ensure-the-esg-credentials-of-green-bonds.html>>
25. **Whiley, A. 2018.** Green Bonds: A Bridge to SDGs – Focus on SDG 6, 7, 9, 11, 13 & 1. // retrieved in 6.09.2018 <<https://www.climatebonds.net/2018/06/green-bonds-bridge-sdgs-focus-sdg-6-7-9-11-13-15>>
26. **Yordanov, Y. 2016.** The Corporate Bonds Market in Bulgaria – mal practices and ex-post status. // *Conference Proceedings "Financial Science – between Dogma and Reality"*, Varna: Publishing House "Science and Economics". (in Bulgarian)
27. [www.icmagroup.com](http://www.icmagroup.com)
28. [www.climatebonds.net](http://www.climatebonds.net)
29. [www.moew.government.bg](http://www.moew.government.bg)
30. [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)
31. [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

---

#### За контакти:

Ваня Цонкова, доцент, доктор по икономика (финанси)  
 Служебен адрес: гр. Велико Търново, 5000, ул. „Арх. Георги Козаров“ № 1,  
 Корпус 4, катедра „Стопанско управление“, Стопански факултет,  
 ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“,  
 Ел. поща: [vdtsonkova@gmail.com](mailto:vdtsonkova@gmail.com)

---