



ПАЗАРЪТ НА СОЦИАЛНИ ОБЛИГАЦИИ В УСЛОВИЯТА НА КРИЗАТА COVID-19

THE SOCIAL BONDS MARKET IN THE COVID-19 CRISIS ENVIRONMENT

Ваня Цонкова
Vanya Tsonkova

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“
St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

Abstract: Over the last decade, debt markets have undergone major transformations. There is a transition from standard financial instruments to thematic ones, both under the influence of the growing interest in ethical investing and as a key tool for financing specific projects. The COVID-19 pandemic has caused upheavals in all aspects of social and economic life. Its impact on the individual segments of the financial markets, including debt market, is clear. While the green bond issues declined sharply after the beginning of the crisis, the social bonds faced the exact opposite trend – an eightfold increase in the volumes issued in 2020 compared to the previous year. Due to the uncertainties related to the development of the pandemic and due to its long-term effects, the popularity of bonds with sustainable characteristics, including those issued for financing social projects within the EU, is expected to increase.

The article aims at analysing the state of the social bond market in the conditions of the global health crisis, as well as the trends for its further development.

The individual market segments, differentiated by different criteria, are also studied.

Keywords: sustainable finance; debt market; social bonds.

JEL: F65, O16, Q01, Q56.

ВЪВЕДЕНИЕ

Концепцията за устойчивото развитие се отразява върху всички аспекти на икономическия живот, в това число във финансовата сфера. Осигуряването на ликвидност и доходност би следвало да не влиза в противоречие с гарантирането на годна за живеене, екологична и социална среда. Т.нар. устойчиви финанси, основани на включването на етични принципи и резултати при вземане на финансови решения, са нова управленска парадигма и сравнително ново направление във финансовата наука. Най-изявеното им направление е социално отговорното инвестиране (SRI), произтичащо от мотивацията на нарастваща маса от инвеститори освен за реализирането на рисково-коригирана възвръщаемост, но и за едновременно въздействие върху нефинансови ключови резултати, обединени в аббревиатурата ESG, или екологични, социални и управленски цели.

Един от същественияте ефекти и измерения на социално отговорното инвестиране е връзката му с дълговия пазар и възникването на пазара на тематични облигации като канал за предаване на ESG-целите към корпоративния мениджмънт. Този пазар, от неговото възникване през 2007–2008 г. до началото на 2020 г., е представен преди всичко от зелените облигации, но претърпява съществена трансформация след избухване на пандемията COVID-19. Оттогава се наблюдава значителен

ръст на финансови инструменти, емитирани с цел реализирането на директни и индиректни социални ползи. Съществуват основания да се твърди, че близкото бъдеще на пазара на тематичен дълг и социално отговорното инвестиране е свързано със социалните и други облигации с устойчиви характеристики, издадени от различни типове емитенти в целия свят.

В настоящата статия се прави анализ на мястото, динамиката и структурата на пазара на социални дългови ценни книжа преди възникването на глобалната епидемия и след това, както и се очертават перспективите и предизвикателствата пред неговото развитие.

ИЗЛОЖЕНИЕ

1. Дефиниране и обхват на социалните облигации

Социалните облигации са представител на тематичните дългови инструменти, възникнали в отговор на промените в инвестиционните нагласи и на основата на плавна, етично насочена трансформация на финансовите пазари (Schäfer, 2012, pp. 3–6). От по-ранни изследвания е видно, че началото на тематичните облигации е поставено през 2007–2008 г. чрез емисии на зелени облигации от Европейската инвестиционна банка и Световната банка, а впоследствие този модел е приложен за социалните облигации, устойчивите облигации и облигациите, свързани с целите за устойчиво развитие (Tsonkova, 2019, 2, p. 166; Tsonkova, 2020, p. 100–101). При последните две групи е налице съчетаване между екологични и социални ползи, докато при зелените и социалните облигации преобладава една от двете насочености на проектите.

Според Международната финансова корпорация (IFC) като скорошна иновация социалните облигации играят ключова роля в осигуряването на капитал за проекти, допринасящи за социално-икономически напредък, достъпни жилища и инфраструктура, достъп до основни услуги, заетост и продоволствена сигурност. В приетия документ на Международната асоциация на капиталовите пазари (ICMA) – „Принципи за социалните облигации“ (Social bond principles, 2020, p. 4), те се дефинират като целеви облигации, които набират ресурси за нови и съществуващи проекти, насочени към специфични социални проблеми и/или към реализиране на положителни социални резултати. В документа се дават и примери за целеви групи от населението, към които да се насочат ресурсите, като:

- Живеещи под прага на бедността;
- Изключени и/или маргинализирани общности или групи;
- Хора с увреждания;
- Мигранти или бежанци;
- Слабо образовани;
- Незаети;
- Застаряващо население и уязвими млади хора;
- Други чувствителни групи, включително в резултат на природни бедствия.

Към изброяването на целевите проекти, което не е изчерпателно, следва да се добави специфичната съвкупност на т.нар. COVID-19 облигации, наричани още корона или пандемични облигации, възникнали в началото на 2020 г. Постъпленията от тях са насочени към смекчаване на ефектите от избухването на коронавирусната епидемия. По принцип COVID-19 облигациите могат да бъдат структурирани като зелени, социални или устойчиви, както и да останат ненаименовани, но някои от емитентите използват възможността на нови или вече съществуващи социални или устойчиви рамки или програми, за да представят облигациите, свързани с коронавируса (Peeters, Schmitt, Volk, 2020, p. 1).

Анализите на рейтинговата агенция S&P Global Ratings също поставят ефектите на глобалната епидемия в основата на социалните облигации, отчитайки ги като най-бързо нарастващия сегмент на устойчивия дългов пазар през идните години (Nietvelt, 2020, p. 14). Според експертите в агенцията „социалните облигации възникват като един най-малко вероятен инструмент в икономическата борба срещу вируса, с насоченост към най-засегнати от социални проблеми общности“. През март 2020 г. Международната асоциация на капиталовите пазари – ICMA, под-

чертава адекватността на социалните облигации по отношение на короновирусната пандемия и дава допълнителни насоки към допустимите социални проекти да се включват изрично и здравни грижи, и медицински изследвания, свързани с коронавируса; разработване на ваксини; инвестиции в медицинска апаратура (Shapiro, 2021, p. 3; Q&A for Social Bonds related to COVID-19, 2020).

Всичко това дава основание корона облигациите да се включат в обхвата на т.нар. социални облигации.

2. Място на социалните облигации на пазара на устойчив дълг

От възникването на пазара на устойчив дълг до началото на 2020 г. мащабите на емисиите нарастват. Едновременно с това се разширява обхватът на класовете активи, в това число заеми, с оглед финансирането на разнообразните проекти, свързани с целите на устойчивото развитие (SDGs). Налице е разминаване в данните на отделните институции, наблюдаващи динамиката на пазара, поради различния обхват на включваните инструменти. Анализът на представяната информация от водещите източници – S&P Financial services, Bloomberg NEF, Climate Bond Initiative, ICMA и пр., води до следните по-важни заключения (виж напр. Tsonkova, 2020, pp. 100–102):

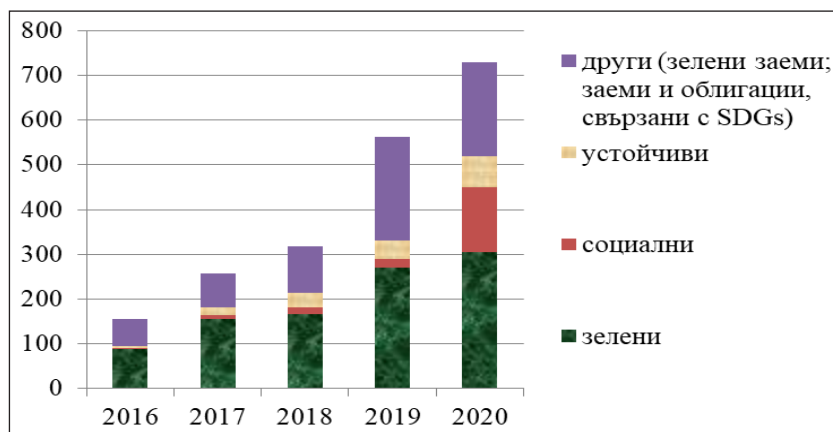
- Най-дълъг е динамичният ред за емисиите на зелените облигации, считано от 2007 г., чийто модел е приложен по-късно за останалите тематични облигации. Най-съществено нарастване при тях се отбелязва през 2016 г. във връзка с Парижкото споразумение за климата (от декември 2015 г.) и последвалата ангажираност на публичния сектор за финансиране на екологични проекти. Създадените регулативни основи в световен и регионален аспект, целящи хармонизиране на техническите процедури и гарантиране интересите на чувствителната инвестиционна общност, са стимул за бурното развитие на пазара.

- Независимо дали се обхващат, или не дълговите инструменти, които не са преминали през т.нар. етикетиране и свързаните с него сертификационни процедури, е налице чувствителен ръст на пазара на устойчив дълг след 2016 г. в различните му направления, в това число социални, устойчиви и други облигации, както и дългове, които не са структурирани като ценни книжа.

Всъщност моделът на зелените облигации, регламентиран в Принципите за зелените облигации, приети през 2014 г. и ежегодно актуализирани, е използван през януари 2015 г. за първите, официално наречени „социални облигации“, емитирани от Испанския кредитен институт (Instituto de Credito Oficial) и получили второ мнение от Sustainalytics с цел финансиране на малки и средни предприятия в икономически изостанали райони на Испания (Ross, p. 3). Дебютната емисия е последвана от поредица от други от този тип едновременно с устойчиви, въздействащи и др. подобни облигации. Съществен принос за нарастване мащабите на пазара има Срещата на върха в рамките на ООН през септември 2015 г., на която са приети новите 17 цели на устойчивото развитие (SDGs).

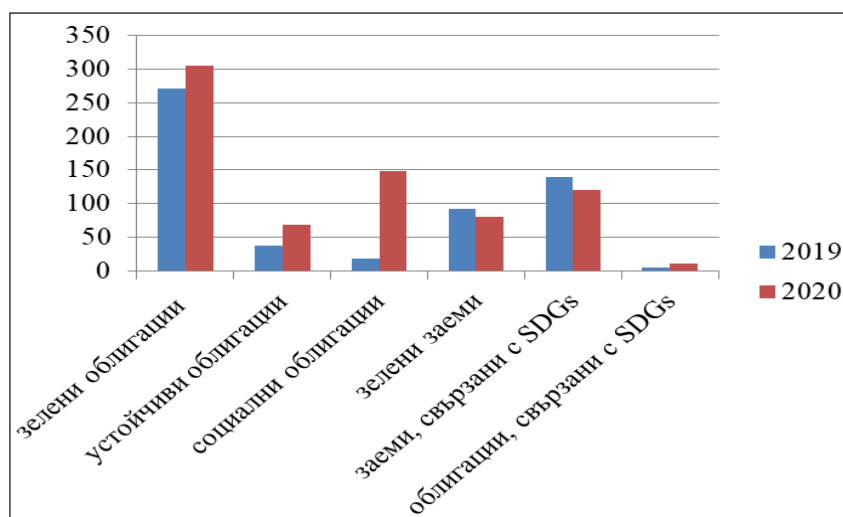
От представените данни на фигура 1. и фигура 2. може да се направи изводът, че през 2020 г. най-значителната промяна е увеличаването в абсолютен и относителен размер на емитираните социални облигации – промяна с около 130 млрд. USD, или над 7 пъти в сравнение с 2019 г. Промените при останалите инструменти, в това число зелените облигации, са свързани или с минимално нарастване, или с минимален спад, т.е. не дават основания за открояване на тенденции.

До 2019 г. включително социалните облигации са с най-малко присъствие на пазара на устойчив дълг, докато през 2020 г. те наближават обема на зелените емисии. От по-детайлизираното представяне на фигура 2. се вижда, че в групата на „други инструменти“ се включват разнообразни и нееднородни инструменти, като зелени заеми; заеми, свързани с целите на устойчиво развитие; облигации, свързани с тези цели. Някои от инструментите не са типични облигации, поради обвързване на плащанията с постигане на определени показатели (Key Performance Indicators – KPIs).



Източник: По данни на BloombergNE

Фиг. 1. Структура на пазара на устойчив дълг за периода 2016–2020 г. (в млрд. USD)



Източник: По данни на Bloomberg LP

Фиг. 2. Сравнение на емисиите на пазара на устойчив дълг за 2019 и 2020 г. (в млрд. USD)

Проследяването на емисионните практики в хронологичен ред през 2020 г. показва първоначалния спад през първото полугодие на пазара на устойчив дълг в унисон с шока на финансовите пазари, предизвикан от несигурната икономическа перспектива. Постепенно активизирането на правителствата и наднационалните организации, като Европейския съюз, Африканската банка за развитие, Международната финансова корпорация и др. за финансиране на здравните грижи и предоставяне на социални облекчения, предизвиква значителния ръст на емисиите на социални облигации (Tsonkova, 2020, p. 103; Shapiro, 2021, p. 3; Peeters, Schmitt, Volk, 2020, p. 3).

Фондовите борси са също една от институциите с активна роля при смекчаване на негативните социални и икономически ефекти от здравната криза чрез стимулиране на първичното предлагане и вторичната търговия с устойчиви дългови инструменти. Добра практика в това отношение е създаването и/или поддържането на специални „устойчиви“ сегменти на все повече борси в целия свят, като Италианската, Виенската, Японската, Московската, Сингапурската и др.¹, на които освен зелени започват да се търгуват социални и устойчиви облигации. Друго въздействащо начинание е премахването на таксите за регистриране на COVID-19 облигации на пазарите на

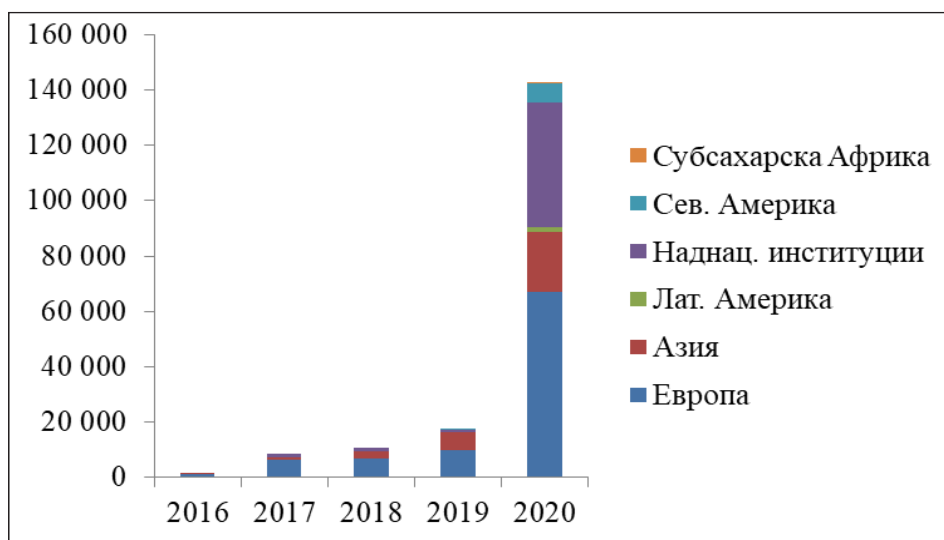
¹ По данни на Climate Bond Initiative, вж. <https://www.climatebonds.net/green-bond-segments-stock-exchanges>

NASDAQ в Копенхаген, Хелзинки и Стокхолм, както и за социални и устойчиви дългови инструменти на Люксембургската фондова борса, емитирани в съответствие с Принципите за социални облигации (Burges, 2020, p. 2).

1. Анализ на особеностите на пазара на социални облигации

За разкриване състоянието на пазара на социални облигации е важен анализът на някои неговите присъщи характеристики, както следва: емисии по региони; динамика на емисиите по години; структура на пазара според типа на емитентите; водещи емисии на пазара; валутна структура.

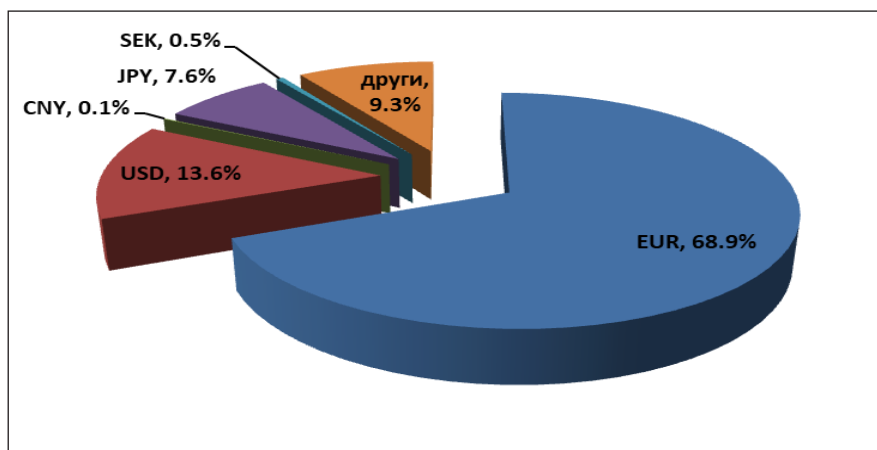
Данните за разпределението на емисиите по региони разкриват водещите позиции на регион Европа (континент Европа и Централна Азия) за целия период от 2017 до 2020 г. включително (фигура 3.). На второ място за 2020 г. е Азия – регион, включващ Източна Азия, Южна Азия и Тихоокеанската зона. На второ място за 2017–2019 г. са емисиите на наднационалните институции, като за 2020 г. те са изпреварени от регион Азия. Темпът на нарастване на емисиите за анализирания период е чувствително по-голям за Азия в сравнение с всички останали региони. Въпреки това регион Европа остава на първо място и през 2020 г., като надминава емисиите на наднационалните институции и превъзхожда с около три пъти емисиите в регион Азия.



Източник: По данни на Bloomberg LP

Фиг. 3. Емисии на социални облигации по регион на емитента (в млн. USD)

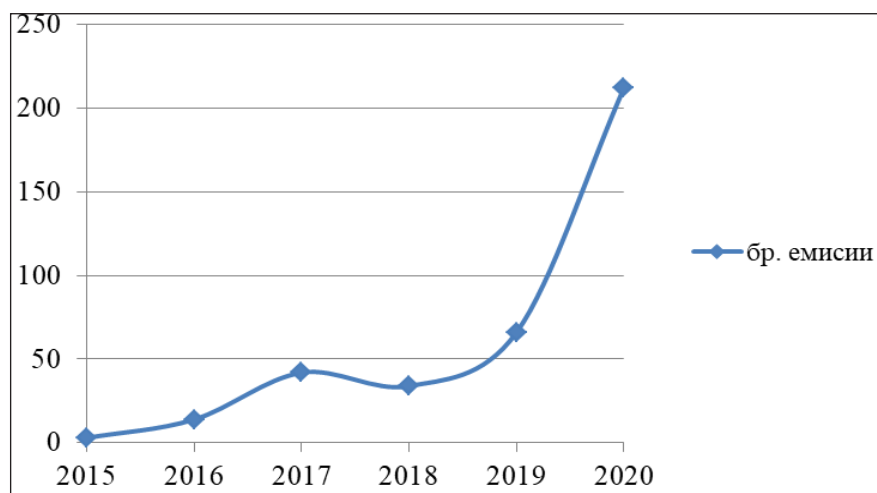
Географското разпределение на емисиите с известна условност може да се допълни и от валутната структура на издадените инструменти (фигура 4.). Като водещи се открояват облигациите, номинирани в евро с дял от почти 70% от общия обем, което произтича до голяма степен от големия размер на емисиите на Европейската комисия по инструмента за подпомагане SURE. Сред европейските валути се откроява и участието на шведската крона, което е в отговор на значителния интерес на скандинавските инвеститори към ESG-практиките. На следващо място са инструментите, номинирани в щатски долари, японска йена и китайски юан. Почти 10% от останалите емисии са в други валути, което свидетелства за разнообразната географска база на търсещите финансиране. Участието на международните валути, от една страна, е показателно за по-големия обем на емисиите от държави с развити икономики, а от друга – за търсенето на разнообразна инвеститорска база и от останалите държави. Изследване на азиатския пазар например показва, че емисиите на социални облигации в континента са съсредоточени преди всичко в икономики с високи доходи, като Япония и Република Корея (Primer on Social Bonds and Recent Developments in Asia, 2021, p. 36).



Източник: По данни на Bloomberg LP

Фиг. 4. Структура на наличните социални облигации в зависимост от типа на валутата към края на 2020 г.

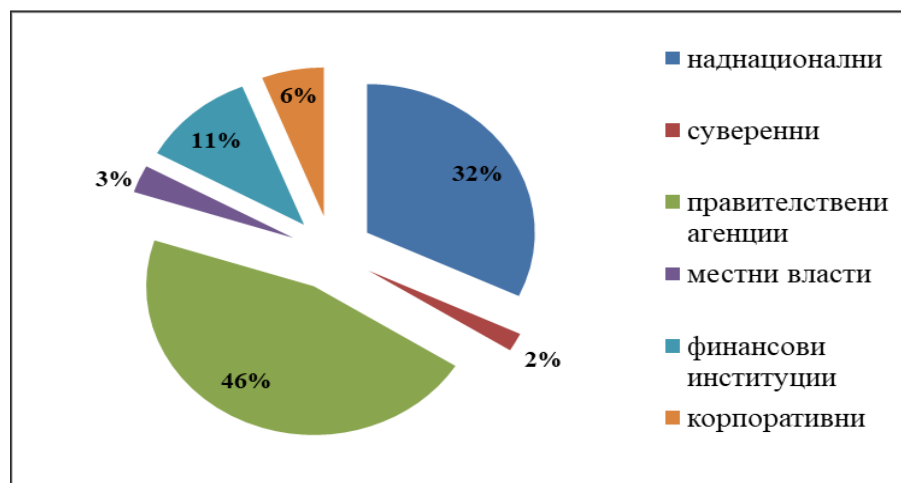
Показателно за динамиката на дълговия пазар на устойчиви инструменти е нарастването не само на обема, но и на броя на емисиите и новите емитенти. Данните за периода 2016–2020 г. (фигура 5.) потвърждават не само възходящите тенденции на пазара, но показват и почти четирикратно увеличение на броя на емисиите за последната година, отразяващо ефектите на COVID-19 и търсенето на възможности за финансирането на възникналите социални и здравни проблеми.



Източник: По данни на Bloomberg LP

Фиг. 5. Динамика на емисиите на социални облигации за периода 2015–2020 г.

За изследване тенденциите на пазара на социални облигации от важно значение е неговата структурата според типа на емитента. На устойчивия пазар като цяло е водеща ролята на наднационалните институции, както и на правителствата, тъй като техните емисии стимулират включването на емитенти от други сектори, увеличават инвеститорското доверие и изпълняват ролята на бенчмарк за останалите тематични облигации. Данните от фигура 6. потвърждават този модел конкретно при социалните облигации. Към края на 2020 г. водещи емитенти с почти 50% тежест са правителствените агенции, включващи банките със специална цел и заемните агенции. На второ място са наднационалните институции, в това число многостранни банки за развитие и други емитенти, като например Европейската комисия – с общ дял от 32%. На трето място са финансовите институции с дял от 11%.



Източник: По данни на Bloomberg LP

Фиг. 6. Структура на наличните социални облигации в зависимост от типа на емитента към 2020 г.

Следвайки логиката на развитието на сродния пазар – този на зелени облигации, чиято основа полагат наднационалните и суверенните емисии, но впоследствие отбелязва съществено разнообразие, може да се очаква нарастване на абсолютния обем на емисиите на корпоративни социални облигации. Основание за това ни дава и непрекъснатият стремеж на инвеститорите към по-висока доходност и диверсификация на инвестиционните портфейли, реакция на който са иновациите на финансовите пазари. В същото време противодействието срещу ефектите на COVID-19 увеличава ролята и мястото на националните и наднационалните правителства, чиито политики са тясно обвързани със социални проекти и активи.

През 2020 г. именно наднационалните и правителствените емисии стават двигател за развитието на социалните облигации. С голямо въздействие върху динамиката на пазара могат да бъдат открити емисиите, показани на таблица 1.

Табл. 1. Някои от знаковите емисии на социални облигации

Дата на емисия	Матуритет	Институция	Тип емитент	Обем	Предназначение
11 март 2020	3 години	Международна финансова корпорация	Наднационални институции	1 млрд. USD	Подкрепа на частния сектор и работните места в развиващите се страни, засегнати от кризата
27 март 2020	3 години	Африканска банка за развитие	Наднационални институции	3млрд. USD	Облекчение срещу негативните ефекти на пандемията върху изхранването в африканските икономики
Май 2020	4 години	Bank of America	Финансови институции	1 млрд USD	Заеми за частния сектор, в подкрепа на компаниите за тестване, диагностика, лечение и предпазване от коронавируса

Април 2020	6 месеца	Шведска медицинска компания Getige	Корпоративни (commercial papers)	1 млрд SEK (ок. 100 млн. USD)	Финансиране на производството на медицински доставки, като вентилатори и оборудване за интензивни грижи
Август 2020	6 месеца	Того	Суверенни	108 XOF (190 млн. USD)	Във връзка с увеличаващите се бюджетни разходи вследствие от пандемията
Април 2020	12 години	Гватемала	Суверенни	500 млн. USD	За социални инвестиции, директно или индиректно свързани с превенция, ограничаване и смекчаване на COVID-19
20 октомври 2020	10 години 20 години	Европейска комисия	Наднационални	17 млрд. EUR	В рамките на инструмента SURE

Източник: IFC, ICMA, електронни страници на емитентите

Данните в таблицата са показателни както за разнообразието по тип на емитентите, така и за значителните обеми на емисиите. Матуритетите също варират в зависимост от целите на финансирането. Някои от финансовите инструменти са с краткосрочен характер, което е свързано с рязко увеличените нужди за производство на медицинско оборудване и консумативи, или с нарасналите бюджетни разходи за социални програми и мерки. Повечето инструменти обаче са средносрочни или дългосрочни с матуритети, достигащи дори 20 години.

Сред емитираните инструменти се открояват облигациите на Европейската комисия, които са първият проект на Европейския съюз за съвместно емитиране на социален дълг от държавите членки. Впоследствие са емитирани още няколко емисии социални облигации по инструмента SURE. Набраните средства от емисиите се прехвърлят на държавите членки под формата на заеми с цел покриване на разходите, свързани със затварянето на бизнеси поради пандемията².

2. Предизвикателства и възможности

Няколко причини допринасят за прилива на инвеститорския интерес към устойчивите инвестиции като цяло, и в частност – към социалните облигации. Най-сериозният стимул е нарастващата обществена и политическа мобилизация около проблемите на човечеството и околната среда. Доказателство за това е ръстът на подписаните Принципи за отговорно инвестиране на ООН (PRI) от тяхното начало през 2006 г. Понастоящем те възлизат на 3068, като са представители на всички континенти на земното кълбо и с разнообразен статут – от мениджъри на активи и хедж фондове до банки и пенсионни фондове³.

Възходящата тенденция при емитиране на социални облигации следва инвеститорския интерес към пазара на устойчиви дългови инструменти и се наблюдава и преди ковидкризата. Разрастването на пандемията обаче показва търсенето на бързи възможности за финансиране на преките и индиректни негативни здравни, социални и икономически ефекти.

Основен проблем както преди, така и след началото на пандемията на пазара на социални облигации е рискът от т.нар. social washing, т.е. рискът набраните ресурси да се използват за раз-

² По данни на Европейската комисия, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/bg/ip_21_209

³ По данни на ООН, <https://www.unpri.org/annual-report-2020/how-we-work/more/new-and-former-signatories>

лични от първоначално обявените цели. По-конкретно постъпленията от COVID-19 облигациите следва да бъдат насочени единствено към социални проблеми, произтичащи от пандемията. В проспектите и информационните съобщения емитентите заедно с инвестиционните посредници следва да декларират употребата на средствата и осигурят прозрачността при изразходването им. Голяма част от емитентите в своите т.нар. рамки и програми за социални облигации се придържат към Принципите за социални облигации, актуализирани (допълнени) във връзка с корона облигациите. Принципите насочват компаниите: да дефинират т.нар. допустими проекти, да формулират социалните си цели и точно определени критерии за постигането им, да осигуряват прозрачност и т.нар. външен преглед, да структурират своите операции, за да избегнат неправилно насочване на средствата, и редовно да докладват използването на средствата (Social Bond Principles, 2020). По данни на специализираните информационни агенции, за разлика от зелените облигации, където над 80% от облигациите са емитирани на база на съответните принципи – GBPs, редица институции са издали COVID-19 и собствено наименувани облигации, които не са в съответствие с Принципите на ICMA (Shapiro, 2021).

Спазването на насоките в Принципите за социални облигации, особено предшестващия емисиите външен преглед чрез второ мнение, верификация, сертификация и/или рейтинг на инструментите, е един от най-важните фактори за запазване на инвеститорския интерес и развитието на пазара.

Както свидетелстват по-ранни изследвания, мултиплициращ ефект за развитието на пазара на социални облигации, но и на устойчивия пазар като цяло, има нарастването на суверенните и надсуверенните емисии както в рамките на Европейския съюз, така и в останалия свят (Tsonkova, 2020, p. 104). Емитирането от Европейската комисия на поредните социални облигации в рамките на програмата SURE, както и успешните емисии на пазара на зелен дълг на няколко европейски държави (Tsonkova, 2019, 1, pp. 87–107) увеличава възможностите и е добра практика за емитиране на съкровищни облигации с устойчиви характеристики и в България.

В деловите среди у нас също се наблюдава увеличаване на интереса към устойчиво инвестиране в различните му направления. Така например експерти в областта на корпоративната социална отговорност считат, че един от стратегическите инструменти, на които трябва да заложи България през следващите години са социалните облигации⁴. В същото време в края на март 2021 г. у нас се създава Съвет по устойчиви финанси и енергетика, обединяващ заинтересовани държавни ведомства, институции на капиталовия пазар, браншови организации и академична общност⁵. Макар и на този етап неговата дейност да е обвързана преди всичко с екологията, начинанието показва новата насока на заинтересованите лица по проблемите на финансирането на устойчивото развитие у нас.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Едно от важните отражения на устойчивите финанси като съвременна парадигма е изграждането на пазар на финансови инструменти със специфични характеристики.

Коронакризата ясно илюстрира, от една страна, вредните ефекти на бизнеса и индустрията върху околната среда чрез по-чистия въздух по време на твърдия локдаун, но от друга страна – отвори опасността от игнориране на социалния риск при финансово-инвестиционните решения. Това конкретно означава, че инвестиционни носители, имащи освен финансова, но и социална стойност ще имат критично въздействие върху социално-икономическото развитие. Съществено място и роля има пазарът на социални облигации. Направените проучвания показват бурното разрастване на пазара на социални облигации в света като цяло и конкретно на европейския континент през 2020 г.

Цялостният пазар на устойчиви дългови инструменти заема само около 5% дял от световния дългов пазар (Primer on Social Bonds and Recent Developments in Asia, 2021, p. 44). Глобалната

⁴ По данни на Bloomberg TV Bulgaria, <https://www.bloombergtv.bg/a/17-v-razvitie/83218-imame-sotsialni-obligatsii-i-sega-predizvikatelstvoto-e-otchetnostta-po-tyah>

⁵ Green Finance & Energy Centre (gfecentre.org).

епидемия обаче доказва полезността на социалните облигации за въздействие върху дългосрочно очертаващите се социални проблеми и постигане целите на устойчивото развитие. Всичко това води до заключението, че пазарът на социалните облигации ще продължава своето разрастване и в постпандемична обкръжаваща среда.

REFERENCES

Burges. (2020). *COVID-19 Response Bonds. What Are The Issues?* Clifford Chance, London. Viewed 20 March 2021 <<https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2020/05/COVID-19-response-bonds-what-are-the-issues.pdf>>

Nietvelt, K. (2020). *The Pandemic-Driven Surge in Social Bond Issuance Shows Sustainable Debt Market is Evolving.* 2020, Infrastructure Finance Outlook, Issue 2, 2020, S&P Global Rating, London. Viewed 20 March 2021 <<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200622-a-pandemic-driven-surge-in-social-bond-issuance-shows-the-sustainable-debt-market-is-evolving-11539807>>

Peeters, S., Schmitt, M., Volk, A. (2020). *Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis.* EM Compass, Note 89, International Finance Corporation, Washington, DC. Viewed 20 March 2021 <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34853>>. *Primer on Social Bonds and Recent Developments in Asia.* (2021). Asian Development Bank, Philippines, Viewed 20 March 2021 <<http://dx.doi.org/10.22617/SPR210045-2>>

Ross, U. (2016). *Social Bonds*, HSBC, London. Viewed 20 March 2021 <<https://www.gbm.hsbc.com/-/media/gbm/reports/insights/social-bonds.pdf>>

Schäfer, H. (2012). *Sustainable Finance – conceptual outline.* Working Paper Series. № 03/2012, University of Stuttgart, Stuttgart.

Shapiro, L. (2021). *The Emergence of Social Bonds as a New Rating.* Viewed 20 March 2021 <<https://www.brinknews.com/the-emergence-of-social-bonds-as-a-new-rating/>>. *Social Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds.* 2020, ICMA Paris Representative Office, Paris.

Tsonkova, V. (2019). *Good Practices and Innovations of Sovereign Green Bonds in Europe and the World.* Economic Horizons '21 – Financial and accounting Perspectives. Vol. 1, Veliko Tarnovo (in Bulgarian)

Tsonkova, V. (2019). *The Sovereign Green Bonds Market in the European Union: Analysis and Good Practices.* Knowledge International Journal, Vol. 30.1, Skopje. (in Bulgarian)

Tsonkova, V. (2020). *The Impact of COVID-19 on the Sustainable Debt Market.* Knowledge International Journal, Vol. 41.1: Knowledge – Capital of the Future, Skopje. (in Bulgarian)

За контакти:

Ваня Цонкова, доцент, доктор
Служебен адрес: гр. В. Търново, ул. „Арх. Георги Козаров“ № 1,
ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, Стопански факултет,
катедра „Финанси и счетоводство“
Ел. поща: v.tsonkova@ts.uni-vt.bg; vdtsonkova@gmail.com
