

## SUSTAINABILITY-LINKED BONDS AS A PART OF THE SUSTAINABLE DEBT MARKET – STATE, OPPORTUNITIES AND CHALLENGES

Vanya Dencheva Tsonkova

Finance and Accounting Department, Faculty of Economics, St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Turnovo, Bulgaria, [v.tsonkova@ts.uni-vt.bg](mailto:v.tsonkova@ts.uni-vt.bg)

**Abstract:** The roots of the sustainable bond market are connected to the ecological component – the basis of the concept of sustainable development, but the consolidation of this market is a consequence of the overlay of innovative and diverse products in the financial toolbox. Due to dynamic political, economic and social processes on a global scale, leading investment guidelines are also changing and therefore it is difficult to classify the sustainable debt instruments. As a suitable criterion for differentiation, the presence of a commitment on the part of the issuer for a specific direction of the accumulated funds or the connection between bond payments and the realization of certain goals can be used. On the one hand, there are bonds related to a specific purpose of the collected funds, popularly known as "use of proceeds". On the other hand, these are the bonds with a general purpose, the payments of which are aligned with the realization by the issuer of predefined, time-bound sustainability goals – environmental, social or governance, known as "sustainability-linked bonds". The latter have a fundamentally different model of formation of the financial-technical parameters of bonds in general – a model linking key performance indicators (KPIs) with the specific interest and/or principal payments, and are a variant of the so-called KPI-linked bonds.

Sustainability-linked bonds are young financial instruments, first issued by the Italian state energy company Enel, but have seen dramatic growth since then and are considered by financial analysts as a rising star in the sustainability market. However, the turbulent processes in 2022 led to cataclysms in the markets, as well as to changes in the direction and structure of the sustainable debt market.

In this article, we set out to explore the specifics of sustainability-linked bonds and their place in the global market of sustainable instruments, to analyse their strengths and weaknesses, as well as to outline future directions for the development of this market segment.

**Keywords:** sustainability, sustainable debt market, GSS+ bonds, sustainability-linked bonds.

## ОБЛИГАЦИТЕ, ОБВЪРЗАНИ С УСТОЙЧИВОСТТА, КАТО ЧАСТ ОТ ПАЗАРА НА УСТОЙЧИВ ДЪЛГ – СЪСТОЯНИЕ, ВЪЗМОЖНОСТИ, ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА

Ваня Денчева Цонкова

Катедра „Финанси и счетоводство“, Стопански факултет, Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“, [v.tsonkova@ts.uni-vt.bg](mailto:v.tsonkova@ts.uni-vt.bg)

**Резюме:** Корените на пазара на устойчиви облигации се свързват с екологичния компонент – основа на концепцията за устойчиво развитие, но утвърждаването на този пазар е следствие от наслагването на иновативни и разнообразни продукти във финансовия инструментариум. Динамичните политически, икономически и социални процеси в глобален мащаб изменят и водещите насоки за инвестиране, поради което е трудно класифицирането на устойчивите дългови инструменти. Като подходящ критерий за разграничение може да се използва наличието на ангажимент от страна на емитента за конкретна насоченост на набраните средства или обвързаността на плащанията по облигациите с реализирането на определени цели. От една страна са облигациите, свързани с конкретно предназначение на набраните средства, популярни като "use of proceeds". От друга страна – това са облигациите с обща цел, чиито плащания са съобразени с реализирането от емитента на предварително дефинирани, времево обвързани цели за устойчивост – екологични, социални или управленски, известни преди всичко като „sustainability-linked bonds“ (SLBs). Последните имат в основата си по-различен от традиционния модел на облигациите на формиране на финансово-техническите параметри – модел, свързващ ключовите индикатори на представянето с конкретните плащания по лихви и/или главница, и са вариант на т.нар. KPI-linked bonds. Облигациите, обвързани с устойчивостта, са млади финансови инструменти, емитирани са първи път от италианската държавна енергийна компания Enel през 2019 г., но отбелязали драматичен ръст впоследствие

и сочени от финансовите анализатори като изгряваща звезда на устойчивия пазар. Турбулентните процеси обаче през 2022 г. доведоха до катаклизми на редица пазари, както и до изменения в посоката и структурата на устойчивия дългов пазар.

В настоящата статия си поставяме за цел да изследваме спецификите на облигациите, обвързани с устойчивостта, и мястото им в глобалния пазар на устойчиви инструменти, да анализираме техните преимущества и слабости, както и да очертаем бъдещи насоки пред развитието на този пазарен сегмент.

**Ключови думи:** устойчивост; пазар на устойчив дълг, облигации, свързани с устойчивост.

## 1. ВЪВЕДЕНИЕ

Независимо от естествената склонност на финансовите пазари към иновации, институционализирането на концепцията за устойчиво развитие и неговото финансиране е в основата на формирането на пазара на устойчив дълг. За условно начало обикновено се приемат емисиите на наднационалните финансови институции – Европейската инвестиционна банка и Световната банка, съответно през 2007 и 2008 г., въпреки наличието на облигации с екологична насоченост и преди това (Цонкова, 2022, 61). Споразумения и форуми на официално равнище, като Парижкото споразумение за климата, приетите Цели за устойчиво развитие през 2015 г. и редица други, са истинските двигатели, довели до експоненциалния ръст на пазара и диверсификацията на неговите продукти. В търсене на детерминантите е редно да се подчертае, че важно значение имат частният сектор и инициативите за саморегулиране, в това число приетите принципи, ръководства и насоки с координацията на Международната асоциация на капиталовите пазари (ICMA) (Цонкова, 2022, 62). По време на сравнително краткото, но наситено със събития време от зараждането на пазара, въпреки оформянето на отделни негови сегменти, впечатление прави прилагането на единен модел на облигациите – т.нар. модел „използване на постъпленията“ (use of proceeds model). Той е заложен при зелените, социалните и облигациите за устойчивост, чиито емитенти трябва да докажат, че набраните капитали ще се инвестират в специфичните устойчиви проекти и/ или активи – с екологичен и/ или социален характер. Едва през 2019 г. най-голямата италианска електроразпределителна компания Enel лансира първите облигации, основани на друг модел, независимо че идеята първо е приложена през април 2017 г. от ING Bank чрез предоставяне на заем на Philips (ING, 2021). Моделът се състои в обвързването на устойчивата стратегия на холдинга като емитент с условията на дълг с обща насоченост, съдействащ за достигането на предварително дефинирани цели за устойчива ефективност (SPTs) в рамките на предварително определено време (Enel, 2019, 9). Така се слага началото на нов финансов инструмент в палитрата на устойчивия дълг – облигациите, обвързани с устойчивостта (SLBs).

*Облигациите, обвързани с устойчивостта*, са наричани още *облигации за изпълнение на политики* (policy performance bonds) и са теоретично разработени от проф. Майкъл Мейнели като част от дискусиите при формирането на т.нар. Лондонско споразумение (Z/Yen Group, 2023). Техният модел е заимстван от *инфлационно индексирани облигации*, емитирани още през 1780 г. от американския щат Massachusetts с цел справяне с тежката военна инфлация и недоволството на войниците от намаляващата покупателна сила на възнагражденията. Въпреки че облигациите са били успешни, концепцията е изоставена след преминаването на непосредствената екстремна инфлационна вълна и до голяма степен е забравена до двадесети век (Shiller, 2003, 2). Облигациите за изпълнение на политики имат сходна основа, но вместо инфлацията, те се фокусират върху въглеродните емисии. Идеята е представена на редица международни форуми и е обект на множество научни статии. Първоначално е насочена към правителствата, но е еднакво подходяща и за частния сектор, тъй като лихвените плащания се обвързват с действителните емисии на парникови газове на издателя на облигациите – инвеститорът получава допълнителна възвращаемост, ако парниковите емисии са над предварително обявената цел. В действителност, концепцията може да се обвърже с цяла гама от социални и екологични проблеми, които зависят от провежданата политика, като образование, изсичане на горите, жилищно строителство (Z/Yen Group, 2022, p. 3-4).

## 2. МЕТОДОЛОГИЯ И РЕЗУЛТАТИ

Разбирането за обхвата на анализираниите инструменти, следва да се основава на приетите през 2020 г. *Принципи за облигациите, обвързани с устойчивостта*, на Международната асоциация на капиталовите пазари. В тях се дава следното определение: „Облигации, свързани с устойчивостта, („SLB“) са всеки тип облигационен инструмент, за който финансовите и/или структурните характеристики могат да варират в зависимост от това дали емитентът постига предварително определени цели за устойчивост/ или екологични, социални, управленски (ESG) цели. Емитентите по този начин се ангажират изрично (включително в документацията за облигациите) за бъдещи подобрения в резултата (резултатите) за

устойчивост в рамките на предварително определен график. SLBs са ориентиран към бъдещето инструмент, базиран на ефективността“ (ICMA, 2020, 3). В допълнение, в отчетите на Инициативата за климатични организации (CBI) се отбелязва, че облигациите, обвързани с устойчивостта, набират финансиране за общи цели и включват наказания или награди – повишения или понижения на купона, ранно плащане на задълженията и пр., обвързани със съответствието или несъответствието с предварително дефинирани, времево поставени цели за устойчиво представяне, типични за ниво организация (CBI, 2022, 4).

Следователно облигациите, обвързани с устойчивостта, са вариант на тематичните или етикераните облигации, имащи в основата си положително въздействие върху околната среда и/или обществото, но за разлика от зелените, социалните и облигациите за устойчивост (sustainability bonds), имат следните особености:

- При т.нар. use-of-proceeds облигации, емитентите се ангажират да насочат набраните средства изключително за финансиране или рефинансиране на екологични и/или социални проекти, докато постъпленията от облигациите, обвързани с устойчивостта, се използват за общи цели в подкрепа на бъдещи подобрения в устойчивото представяне на емитента (Vilturius, Maltais, Forsbacka, 2022, 3). Според типа на емитента (от публичния или частния сектор) целта може да бъде различна – например, повишаване на нивото на грамотност, повишаване на нивото на рециклиране, абсолютна редукция на въглеродните емисии (обхват 1, 2 или 3) и т.н. По този начин се предоставя свобода на заемателя при избора на средства за постигане на целта – образование или обучение, назначаване на специалисти, реорганизация на веригата от доставки, покупка на заводи, оборудване, интелектуална собственост, земя и пр. (Z/Yen Group, 2022, 4).
- Докато традиционните инструменти за устойчив дълг са или с фиксирана доходност, или с променлива доходност спрямо базисен лихвен процент, при облигациите, обвързани с устойчивостта, плащанията зависят от ключови индикатори за ефективност (KPIs) и изпълнение спрямо поставени устойчиви цели (SPTs), т.е. тези облигации са от типа *performance-adjustable bond*. Или, както отбелязват някои автори, ключова иновация, която носят за финансовите пазари облигациите, обвързани с устойчивостта, е обстоятелството, че характеристиките им – купон, матуритет, схема на плащане на главницата, могат да варират според това дали избраните ключови индикатори за ефективност достигат предварително определените цели за устойчивост или не. Емитентите също така трябва да докладват индикаторите спрямо поставените цели и да търсят независима и външна верификация при тяхното отчитане. (Vilturius, Maltais, Forsbacka, 2022, 3). Промяната на купона „стъпка нагоре“ е най-често срещаната обвързаност с резултата, което означава, че лихвата нараства, ако не се изпълни поставената цел (Z/Yen Group, 2022, 4). В случая с Enel, неизпълнението на целта за повишаване на дела на възобновяемите източници в инсталирания капацитет до 60 % до 2022 г. би довело до увеличаване на купона с 25 базисни точки (Enel Group, 2020). Структурата на емисията на Уругвай промени коренно модела с наличието на клаузи както нагоре, така и надолу за лихвения процент, съответно при недостигането на първичната цел и при едновременното изпълнение на т.нар. свръх цел (Heng, 2023). Когато целта трябва да бъде достигната близо до падежа, купоновото обвързване не е подходяща характеристика – например корабната компания Odfjell емитира облигации, чиято цена на откупуване се повишава със 150 базисни точки, ако не се подобри средният коефициент на ефективност на поне 8,18 % до дата, близка до падежа. (Vilturius, Maltais, Forsbacka, 2022, 3)

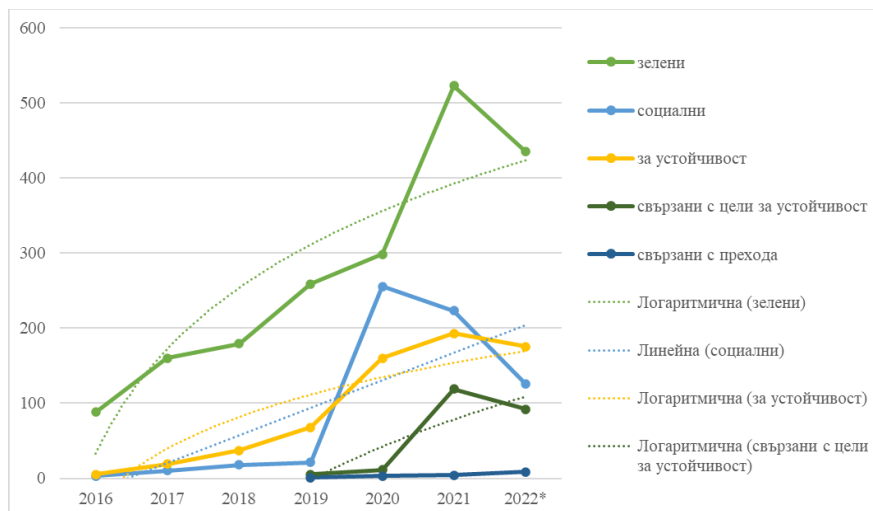
За целите на анализа на състоянието и очертаващите се тенденции в сегмента на облигациите, обвързани с устойчивостта, ще използваме преди всичко статистическата база данни на CBI, която непрекъснато се усъвършенства, съобразно развитието на пазара на устойчив дълг. В нея се включват инструментите, които имат наименование или т.нар. етикерани облигации (labelled bonds, още GSS+ bonds). В изданията на организацията се подчертава, че названията може да варират, като по-конкретно могат да се срещнат следните: обвързани с устойчивостта (SLBs); обвързани с екологичните, социалните и управленски проблеми (ESG-linked); обвързани с целите за устойчиво развитие (SDG-linked); обвързани със социалното въздействие (Social Impact-linked); обвързани със социални цели и устойчивостта (Social&Sustainability-linked).

По-конкретно, анализът е в следните насоки:

- Изследване динамиката на емисиите;
- Изследване на структурата по тип на емитента;
- Изследване на структурата по региони;
- Изследване на структурата по валути;
- Изследване на структурата по икономически сектор;
- Изследване според поставената цел и избран индикатор за ефективност.

Динамиката на пазара на облигациите, обвързани с устойчивостта, както и мястото му в цялостния пазар на устойчиви облигации са представени на Фиг. 1.

**Фиг. 1. Динамика на емитираните обеми устойчиви облигации и място на облигациите, обвързани с устойчивостта (в млрд. долара)**

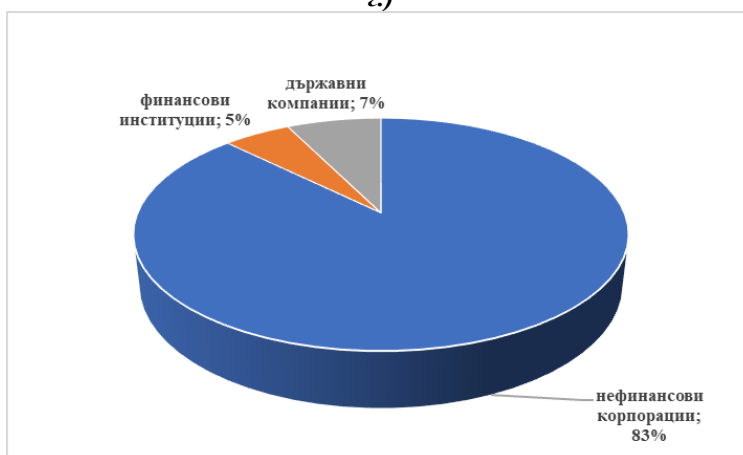


Източник: СВИ

\* Данните за 2022 г. са екстраполирани на база на данни от първото тримесечие.

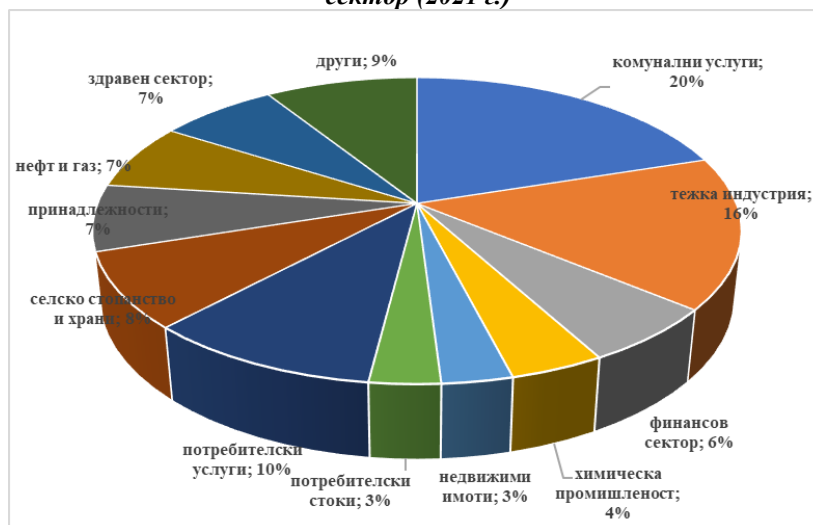
Независимо от „късия“ динамичен ред, характеризиращ обемите емитирани облигации, обвързани с устойчивостта, графиката илюстрира недвусмислено силната корелация с промените в глобалната конюнктура. След поставеното начало през 2019 г. не се наблюдава сериозен ръст в емисиите, поради влиянието на пандемията Ковид-19 и изместването на пазарния фокус върху справянето със здравни и социални ефекти, което води до ръст в социалните облигации и облигациите за устойчивост (с насоченост едновременно към социални и екологични проекти). Десетократният ръст в обемите на облигациите, обвързани с устойчивостта, през 2021 г. следва да се разглежда като функция от следните фактори: приемането на съответните принципи от ICMA през юни 2020 г. и Ръководството за финансиране на климатичния преход, натрупания опит при управление на преките и косвените ефекти от коронавирусната пандемия, катализиращия ефект от първите подобни емисии и ролята на публичния сектор и финансовите посредници. Промяната в геополитическата обстановка, постпандемичната инфлация в резултат на обективни фактори и увеличено парично предлагане оказва влияние върху динамиката на облигационните пазари. Повишаващите се лихвени проценти и сериозната волатилност на средата водят до намаляване на обемите и на тематичния дългов пазар (СВИ, 2022, 1). Обемите новоемитирани облигации, обвързани с устойчивостта, отбелязват спад в абсолютно изражение, макар че относителният им дял спрямо целия пазар на устойчиви облигации остава същия – около 11 %. Окончателните данни за 2022 г. и данните за началото на 2023 г. ще бъдат показателни, за да се направят изводи за представянето на анализирани облигации в променената световна икономическа конюнктура.

Фиг. 2. Структура на обемите нови облигации, свързани с устойчивостта по тип на емитента (2021 г.)



Източник: СВИ

Фиг. 3. Структура на обемите новоемитирани облигации, свързани с устойчивостта по икономически сектор (2021 г.)



Източник: СВИ

Анализът на емисиите в различен разрез може да доведе до важни изводи за потенциала на облигациите, обвързани с устойчивостта. За целта е избрана 2021 г. поради големия ръст на първичния пазар на обема и броя инструменти. От Фиг. 2 е видно, че преобладаваща част от облигациите – 88 %, са издадени от нефинансови корпорации, което е закономерно предвид спецификите на книгата. По-съществени изводи могат да се направят и от изследването на структурата по икономически сектори, показана на Фиг. 3. Комуналните услуги и тежката индустрия заемат най-голям дял, тъй като са едни от най-големите замърсители. Действително, облигациите, обвързани с устойчивостта са особено подходящи за проблемни сектори по отношение на околната среда, тъй като предприятията нямат необходимите активи, изисквани при традиционните тематични облигации, но в същото време търсят начини за постигане на екологични резултати. Все пак, спектърът от компании, емитиращи облигациите, обвързани с устойчивостта, е впечатляващо разнообразен, което показва амбициите им за подобряване на имиджа и реализиране на устойчиви стратегии.

Като се има предвид преобладаващите по тип и сектор емитенти, както и първоначалното предназначение на идеята за облигациите, обвързани с устойчивостта – за публичния сектор, прави впечатление, че до 2021 г. той е представен само от държавни компании – преди всичко в сферата на комуналните услуги и субсуверенната емисия от шведския град Хелзинбург (Jackman, 2022). През 2022 г. обаче са дебютите на

суверенни облигации в сегмента, представени от правителствата на Чили и Уругвай (Heng, 2023), поради което може да се очаква увеличаване на дела на правителствата и местните власти при емитиране на въпросните инструменти.

Изследването според отличителната характеристика на облигациите, обвързани с устойчивостта – избрания ключов индикатор за ефективност, показва, че над половината от облигациите са обвързани с намаляване на парниковите емисии в трите обхвата – обхват 1, 2 и 3 (Score 1, 2, 3). Сред останалите индикатори с най-голям принос са обвързаните с използването на възобновяеми енергийни източници, ESG оценката, социални показатели, нивото на отпадъци (напр. CBI, 2022, 6). Емитираните през 2022 г. суверенни облигации на Чили следват две цели – намаляване на общото количество парникови емисии, произведени в Чили и увеличаване дела на възобновяемите източници при производство на електрическа енергия. Суверенната емисия на Уругвай също има два ключови индикатора – редуцията на парниковите емисии и поддържането на естествените гори. Следователно независимо от разнообразието в избраните критерии за обвързаност с финансово-техническите параметри, на преден план са показателите, свързани с „мейнстрийм“ идеологията – постигането на т.нар. климатична неутралност.

Регионалната структура на облигациите, обвързани с устойчивостта, показва доминация на емитентите от Европа (над 55 %) и второ място за региона Азия – Тихоокеанска зона. Въпреки че съществуват представители на всички континенти, активността и в този сегмент е концентрирана на развитите пазари (OECD, 2022, 8). Все пак, в анализите на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие се подчертава, че 20 % от кумулативните емисии са от т.нар. държави, получаващи официална помощ за развитие (ODA-eligible countries) и 6 % са от нововъзникващите пазари (OECD, 2022, 18). Интересът на европейските инвеститори към проблемите на устойчивостта е свързан и с водещото място на еврото във валутната структура. На следващо място като предпочитани валути за деноминиране се подреждат щатският долар и китайският юан. През 2021 г. се наблюдава сериозна диверсификация в използваните валути – 16 спрямо само 7 през 2020 г.

### 3. ДИСКУСИЯ И ПРЕПОРЪКИ

На фона на изследването на динамиката и структурата на пазара на облигации, обвързани с устойчивостта, е подходящо да се подчертаят предимствата, недостатъците и насоките на неговото развитие чрез инструментариума на SWOT анализа.

Силните страни (*strengths*) на облигациите могат да се разгледат от позицията на емитентите и на инвеститорите. Предимствата за емитентите се изразяват в следното:

- Стимулиране на подобрения в устойчивия профил на равнище компания, регион или държава. Емитентите могат да си поставят амбициозни цели, извън обичайните, както и да използват респектиращото мнение на компания – независим външен оценител.
- Наличие на гъвкавост при използване на средствата. За емитентите – корпорации и правителства, няма задължение за насоченост на средствата към екологични проекти, както при зелените облигации. Те имат свободата да използват постъпленията, стига да бъдат реализирани поставените цели на съответните дати. При суверенните облигации това означава, че средствата могат да се насочат към социални програми като жилищно строителство, образование, инфраструктура, а също и за общи управленски разходи или реструктуриране на дълга (Heng, 2023).
- Демонстриране ангажираност към устойчивост пред акционерите и останалите заинтересовани лица. Така се съдейства за увеличаване на репутацията на компанията, за заздравяване отношенията с финансовите институции и за повишаване мотивацията на персонала (Sustainalytics, 2022, 11). Суверенните облигации, тъй като са със сравнително дълъг матуритет и отдалечени дати за постигане на целите, преминават през няколко изборни и административни цикъла. Ето защо те имат потенциал за ангажиране на няколко правителства и администрации към определени действия за общото благо.
- Възможност за диверсификация на инвеститорската база и за намаляване на цената на финансиране при изпълнение на целите. Практиката показва, че суверенните (а също и останалите) облигации могат да привлекат множество международни инвеститори, които влагат капитали в страната за първи път, и така да създадат свръхтърсене, водещо до намаляване на лихвените проценти (Z/Yen, 2022, 6). Съществен момент в научните изследвания за зелените облигации е съществуването на т.нар. greenium, или премия, плащана от държателите на зелените облигации, спрямо цената на сродни конвенционални. Тъй като облигациите, обвързани с устойчивостта, са все още нови инструменти, изследванията за разликата на тяхната цена и доходност спрямо тези на стандартните облигации, са все още в начален етап. Някои автори наричат въпросната разлика *ESG-cnped* и откриват конкретни случаи на нейното съществуване (Liberadzki M., Jaworski, Liberadzki K., 2021).

За инвеститорите, ползите от притежаване на облигациите, обвързани с устойчивостта, се изразяват в подобряване устойчивите характеристики на портфейла без поемане на допълнителен риск. Започналите промени в регулациите налагат присъствието на устойчиви инструменти в инвестиционните портфейли, а в конкретния случай нереализирането на поставената нефинансова цел води до „компенсиране“ на инвеститора с по-високо лихвено плащане или друг положителен финансов ефект. Облигациите, обвързани с устойчивостта, способстват инвеститорите да диверсифицират своите портфейли в географски аспект, а също и по отношение на срочността, индустрията и рейтинга (Mary, Pothalingam, Rojas, 2022).

Слабите страни (*weaknesses*) на разглежданите облигации произтичат от:

- Отсъствието на общоприети дефиниции и единна рамка на пазара на устойчив дълг, което води до склонност към неточно „самоопределяне“ на инструментите като попадащи в устойчивите категории. Приемането на единни стандарти в Европейския съюз съдейства за ограничаване на тази практика, но може пък да доведе до фрагментация на международния пазар на зелени и др. подобни облигации, поради различни правила спрямо останалия свят.
- Наличието на нечестни практики, известни като „размиване на устойчивите характеристики“, популярно като „greenwashing“ при зелените облигации. Това е ситуация, при която се лансират облигации с привидно устойчиви характеристики, с цел да се намалят лихвените проценти и цената на финансиране, но без да се цели в действителност устойчиво представяне на емитента. Така например, JBS – бразилска месопреработвателна компания, анонсира продажбата на 1 милиард облигации през юни 2021 г., без да споменава изсичането на горите, което е причинила, както и парниковите емисии от обхват 3 – свързани с цялата верига на доставките, с дял от 90 % от общите ѝ емисии. В други случаи, компаниите си поставят цели, които вече са постигнати, или леснопостижими цели (Z/Yen, 2022, 8-9).

Възможностите (*possibilities*), които се очертават пред пазара на облигации, обвързани с устойчивостта, произтичат от ползите на емитентите от тях, от високото търсене, надхвърлящо предлагането и от силното начало на сегмента. Бъдещите мащаби на първичния пазар ще се определят от строгото и адекватно структуриране на инструментите за поддържане на инвеститорското доверие. Емитентите би следвало да избягват поставянето на дати за изкупуване преди датите за наблюдение на индикаторите за представяне, да не прилагат клаузи за увеличения на лихвения процент, които носят плащания единствено на падежа, както и да не използват дати за наблюдение на целите след матуритета на облигацията. Статистическите данни на СВИ показват, че към края на 2022 г. само 8,5 % от облигациите, обвързани с устойчивостта имат първа дата на изкупуване преди датата наблюдение. Също така, облигациите със завишаване на купона (*step-ups*), съдържащи 5 и повече плащания са 45,7 % от общия дълг и само 15,1 % са с едно или две такива плащания (СВИ, December 2022, 16). В изследванията и препоръките на експертите също така се акцентира на поставянето на надеждни и материални ключови индикатори за ефективност (виж напр. Agreda, 2023; Murphy, 2022).

Заплахите (*threats*) пред развитието на пазара на облигации, обвързани с устойчивостта, произтичат от една страна от посочените недостатъци на инструментите и наличието на емисии, целящи единствено привличане на инвеститори без залагането на строги и адекватни финансово-технически параметри. В същото време, геополитическата обстановка и газовата криза, доведоха до известно увеличение на производството на енергия от въглищни централи, което поставя под въпрос бъдещето на пазара на устойчив дълг. Тъй като облигациите, обвързани с устойчивостта, са нови финансови инструменти, тепърва ще се отчита съответствие или несъответствие с поставените цели. Полската петролна рафинерия PKN Orlen's стана първия емитент на такива облигации, който плати увеличение на купона през 2021 г., след като нейния рейтинг за устойчивост беше намален от доставчика на данни MSCI. Италианската компания Enel вероятно ще трябва също да увеличи лихвените си плащания заради недостигнат капацитет за производство на енергия от възобновяеми източници (Иванова, 2023).

Както бе отбелязано по-горе, по-голямата част от анализирани облигации са свързани с емисиите на парникови газове и проблемите на околната среда и климата. Научни изследвания доказват, че съществува статистически значима връзка на емисиите на облигации, обвързани с устойчивостта, с по-високите емисии въглероден диоксид от изкопаеми горива общо и на глава от населението по държави (Chidaushe, 2022, 53). Това показва ангажираността на тези държави към устойчивия преход и осъзнаване на ползите, които могат да донесат подобни финансови инструменти.

Наличието на социални проблеми, както и редица други от екологично естество, извън „мейнстрийм“ насоката към нулеви въглеродни емисии, представлява потенциал за развитието на устойчивия финансов пазар, в това число за сегмента на облигациите, обвързани с устойчивостта. За успешното му функциониране обаче е необходимо поставянето на по-трудно постижими цели и адекватно обвързване с финансово-техническите параметри на ценните книжа. В противен случай въздействието на облигациите би

било незначително, би поставило под съмнение тяхната специфика и в крайна сметка би обезсмислило наличието на устойчивия дългов пазар.

#### 4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящата икономическа конюнктура – рецесия, сериозна инфлация и нарастващи лихвени проценти, облигациите, обвързани с устойчивостта, имат сериозни предимства пред стандартните дългови инструменти. При строго поставени цели и ключови индикатори за измерване на ефективността, облигациите, обвързани с устойчивостта, предлагат отлична възможност на корпорации, местни власти и правителства да намалят цената на своето финансиране, едновременно с реализирането на позитивни ефекти за обществото. Неправилно структурираните инструменти и пропуснатите/нереализираните цели, от друга страна, не само че ще доведат до финансови разходи, но също така ще увеличат репутационния и кредитния риск, което ще постави под въпрос бъдещото съществуване на компанията – емитент, респективно социално-икономическото развитие на държавата – емитент.

#### БИБЛИОГРАФИЯ

- Иванова, М. (2023). Пазарът на облигации, свързани с устойчивост, се препъва. Извлечено от: <https://www.investor.bg/a/538-pazari/369384-pazarat-na-obligatsii-svarzani-s-ustoychivost-se-prepava>.
- Agreda, E. (2023). Sustainability-Linked Financial Instruments: Creating Targets and Measuring Your Company's Performance. Retrieved from: <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/corporate-esg-blog/sustainability-linked-financial-instruments-creating-targets-and-measuring-your-company's-performance>.
- CBI (April 2022). Sustainable debt global state of the market 2021. <[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02h\\_0.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02h_0.pdf)>.
- CBI (August 2022). Sustainable Debt Market. Summary H1 2022. <[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_susdebtsum\\_h1\\_2022\\_02c.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h1_2022_02c.pdf)>.
- CBI (December 2022). Scaling credible transition finance – ASEAN the transition plan. [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_asean\\_scalable\\_22\\_03b\\_0.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_asean_scalable_22_03b_0.pdf).
- Chidaushe, W. (2022). Global Determinants of Sustainability Linked Financial Markets. *Journal of Economics and Sustainable Development* Vol.13, No.22, 202246.
- Enel (2019). Enel's General Purpose SDG Linked Bond. Context and Principles. <<https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/investire-in-enel/programmi-principali/sdg-bond/enel-general-purpose-sdg-linked-bond.pdf>>.
- Enel (2020). Investor Presentation, March 2020. <[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2020/investor-presentation\\_march2020.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2020/investor-presentation_march2020.pdf)>
- Heng, J. (2023). Sovereign sustainability-linked bonds: The dawn of a revolution. Addleshaw Goddard LLP. Retrieved from <https://www.addleshawgoddard.com/en/insights/insights-briefings/2022/finance/sovereign-sustainability-linked-bonds-dawn-revolution/>.
- ICMA (2021). Sustainability-Linked Bond Principles. Voluntary Process Guidelines. <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>>.
- ING (2021). Sustainability-linked success. Retrieved from <https://www.ing.com/Newsroom/News/Sustainability-linked-success.htm>.
- Liberadzki, M. Jaworski, P. Liberadzki, K. (2021). Spread Analysis of the Sustainability-Linked Bonds Tied to an Issuer's Greenhouse Gases Emissions Reduction Target. *Energies* 14 (23), 7918. <https://doi.org/10.3390/en14237918>.
- Mary, S. Pothalingam, K. Rojas, J. (2022). Sustainability-Linked Bonds: Coming of Age. Retrieved from: <https://europe.pimco.com/en-eu/insights/viewpoints/sustainability-linked-bonds-coming-of-age>.
- Murphy, D. (2022). What are sustainability linked bonds and how can they support the net-zero transition? Retrieved from: <https://www.weforum.org/agenda/2022/11/cop27-sustainability-linked-bonds-net-zero-transition/>.
- OECD (2022). Green, social, sustainability and sustainability-linked bonds in developing countries: how can donors support public sector issuances? <[Green, social, sustainability and sustainability-linked bonds in developing countries \(oecd.org\)](https://www.oecd.org/green-social-sustainability-and-sustainability-linked-bonds-in-developing-countries/)>
- Jackman, F. (2022). Helsingborg prints first government SLBs. Retrieved from: <https://www.globalcapital.com/article/29n2wg41u2ehtogc42iv4/ssa/sub-sovereigns/helsingborg-prints-first-swedish-municipal-slb>.



- Shiller, R. J. (2003). The Invention of Inflation-Indexed Bonds in Early America. *NBER Working Paper No. w10183*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=481460>.
- Sustainalytics (2022). Sustainability-Linked Finance: A Bridge to Funding Corporate Sustainability. Retrieved from <https://connect.sustainalytics.com/scs-ebook-sustainability-linked-finance>.
- Tsonkova, V. (2022). About the Thematic Bonds Market: Formation and Development in the Context of Thematic Investing. *International Journal 'Knowledge'*. Vol. 54.1, p. 59-67.
- Vilturius, G. Maltais, A. Forsbacka K. (2022). Sustainability-linked bonds – their potential to promote issuers' transition to net-zero emissions and future research directions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. DOI: 10.1080/20430795.2022.2040943.
- Z/Yen Group Ltd. (2022). Sovereign Sustainability-Linked Bonds: Chile Sets A High Bar. <[https://www.longfinance.net/media/documents/policy\\_performance\\_bond\\_supplement\\_1.3\\_SM\\_220506.pdf](https://www.longfinance.net/media/documents/policy_performance_bond_supplement_1.3_SM_220506.pdf)>
- Z/Yen Group Ltd. (2023). Policy Performance Bonds. Retrieved from <https://www.zyen.com/research/research/sustainability/policy-performance-bonds>.