

АНАЛИЗ НА НАГЛАСИТЕ НА БЪЛГАРСКИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИ ПОСРЕДНИЦИ ОТНОСНО УСТОЙЧИВОТО РАЗВИТИЕ. МОДЕЛ ЗА УСТОЙЧИВО РАЗВИТИЕ НА БЪЛГАРСКИЯ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

Антон Кушев¹

e-mail: anton.kushev@unwe.bg

Резюме

Изследването има за цел да изгради модел за устойчиво развитие на българските инвестиционни посредници чрез интегриране на принципите на устойчивото развитие в тяхната стратегия, управление на риска и инвестиционни практики.

Във връзка с това е направен кратък литературен преглед на теоретичните основи на устойчивото развитие и зеленото финансиране. Представени са резултатите от проведено проучване между българските инвестиционни посредници относно нагласите им към устойчивото развитие. Въз основа на тези резултати е изграден и описан авторски модел за устойчиво развитие.

Основните резултати показват висок консенсус в полза на устойчивото развитие, зелените облигации и финансовите иновации, но фрагментарна практическа имплементация, недостатъчна регулаторна яснота, липса на системни критерии за устойчиви инвестиции и слабо развито измерване на въздействието. Заключават се, че секторът се намира на междинно ниво на зрялост и се нуждае от цялостен модел, който да свърже политика, процеси и измерим ефект.

Предложеният модел има приложимост за инвестиционните посредници.

Ключови думи: устойчиво развитие, инвестиционни посредници, зелено финансиране, екологични, социални и управленски (ESG) фактори, зелени облигации, корпоративна социална отговорност, финансови иновации, управление на риска, устойчиви инвестиции, модел за устойчиво развитие

JEL: G30

Увод

Преходът към устойчиво развитие през последните години се утвърждава като водеща тема в трансформацията на глобалната икономика. Засилващите се екологични, социални и икономически предизвикателства изискват преосмисляне на традиционните модели на растеж и налагат необходимостта от интегриране на устойчивостта като основен принцип в икономиче-

¹ Докторант, катедра „Икономика“, Общоекономически факултет, УНСС

ските процеси. В този контекст финансовата система придобива ключова роля, тъй като чрез нея се насочват ресурсите към дейности, които могат да подпомогнат или възпрепятстват устойчивия преход.

Особено значение в този процес имат финансовите посредници, включително инвестиционните посредници, които функционират като връзка между инвеститорите и реалната икономика. Чрез своите решения относно разпределението на капитала, управлението на риска, инвестиционните стратегии и обслужване на клиентски средства те могат да окажат съществено влияние върху насочването на финансовите потоци към устойчиви проекти и инициативи. Въпреки това, степента на тяхната готовност да интегрират принципите на устойчивото развитие в своята дейност остава ограничено изследвана, особено в контекста на българския финансов пазар.

Обект на настоящото изследване са инвестиционните посредници в България. Предмет на изследването са техните нагласи, практики и възможности за интегриране на принципите на устойчивото развитие в дейността им и възможността за изграждане на модел за устойчиво развитие. Целта на настоящото изследване е да се разработи модел за устойчиво развитие на българските инвестиционни посредници, основан на емпиричен анализ на техните нагласи, практики и степен на готовност за интегриране на принципите на устойчивостта в тяхната дейност.

Научната теза, която се защитава, е че българските инвестиционни посредници демонстрират принципна подкрепа за устойчивото развитие, но реалното му въвеждане в дейността им е ограничена поради липса на стандартизирани практики, регулаторна яснота и измерими критерии, което налага разработването на модел за неговото системно въвеждане.

За целите на изследването е формулирана анкета. Тя включва 30 въпроса, създадени въз основа на теоретичния преглед и идентифицираните ключови изследователски направления и структурирани в тематични направления, обхващащи ключови аспекти на устойчивото развитие и ролята на инвестиционните посредници. Въпросникът изследва стратегиите и политиките за устойчивост, корпоративната социална отговорност, управлението на рисковете, както и практиките при инвестиране на собствени и клиентски средства. Допълнително се изследва ролята на капиталовите пазари, нивото на информираност и ефективността на регулаторната рамка в контекста на устойчивото финансиране. Чрез метода на социологическо проучване чрез анкета е събрана информация за нагласите на инвестиционните посредници относно устойчивото развитие (Приложение 1). Проучването беше адресирано до всички инвестиционни посредници, но акцент е търсен към по-големите по обем и сложност на дейност инвестиционни посредници, при които се очаква да имат потенциала и ресурса да инвестират в устойчи-

во развитие. На анкетата отговориха 14 от 34 инвестиционни посредника, което представлява почти $\frac{3}{4}$ от пазара на база балансови активи или 69,12%. Също така отговорилите инвестиционни посредници представляват 65,05% от размера на собствения капитал и 52,92% от размера на общата сума на активите. Въпреки че изследването не обхваща мнението на всички инвестиционни посредници, което представлява негово ограничение, може да се приеме, че направените изводи се характеризират с висока степен на достоверност. Следва да се отбележи също, че макар значителна част от анкетирания да са избирали предварително зададени стандартизирани отговори, при някои въпроси се наблюдаваше разнообразие от отговори, което наложи тяхното групиране и обобщаване за целите на анализа. Представените емпирични резултати не се разглеждат само като описателни, а като основа за изграждане на модел, който свързва нагласите, практиките и регулаторната среда в единна рамка (модел за устойчиво развитие на българския инвестиционен посредник).

Основно изложение

Природата се е разглеждала като източник на богатство в продължение на хилядолетия. Използването на природни ресурси е било с приоритет пред състоянието на екологичната система. С индустриализацията през XIX век използването на ресурси от локално ниво придобива други измерения (Гечев, 2011; Ножаров, 2021, с. 6). Това налага необходимостта да се потърсят други посоки на развитие, които да позволят съхраняване на природни ресурси.

Икономическите кризи показват необходимостта от усъвършенстване на индустриалната политика, като в основата ѝ следва да бъдат заложени принципите на устойчивото развитие (Гечев, 2013, с. 26). Макроикономическата ситуация през 2022 г. потвърди необходимостта от устойчиво развитие. Глобалната икономика беше изправена пред сериозни сътресения, произтичащи от енергийната криза, военния конфликт в Украйна и прекъсванията във веригите на доставки. Към тях се добавиха и високата инфлация, както и нарастващите лихвени проценти, които оказаха натиск върху икономическата активност. Тези фактори ясно показаха уязвимостта на икономическите модели, основани на краткосрочна ефективност за сметка на дългосрочна устойчивост. В този контекст устойчивото развитие се явява не просто теоретична концепция, а стратегическа необходимост. То е ключът към изграждането на по-устойчиви, диверсифицирани и адаптивни икономики, способни да посрещат глобални кризи, без да застрашават социалната стабилност и екологичното равновесие.

В теоретичен аспект следва да се направи ясно разграничение между основните направления, използвани в настоящото изследване. Устойчивото развитие представлява обща концепция, обхващаща икономическите, социалните и екологичните измерения на развитието. То обхваща широк спектър от глобални предизвикателства, свързани с опазването на околната среда, защитата на основните човешки права и утвърждаването на принципите на върховенството на закона. ESG факторите от своя страна представляват инструментален подход за измерване и оценка на устойчивостта на ниво компания и инвестиции. Зеленото финансиране се разглежда като инструмент на устойчивото финансиране, насочено към финансиране на проекти с пряко екологично въздействие. Следвайки тези три направления се постига по-прецизен анализ на ролята на инвестиционните посредници.

Smol (2022) посочва, че зеленото възстановяване има потенциала да предефинира показателите за качество на живот на планетата. То може да допринесе за повишаване на социалното благосъстояние и за по-голямо равенство в доходите. Zhao и колегите му (2022) изследват ролята на зеленото възстановяване като ключов фактор за устойчивото развитие на енергийното производство и насърчаването на кръговата икономика. Според Wan и колегите му (2022) зеленото възстановяване оказва положително въздействие върху намаляването на въглеродните емисии и ограничаването на замърсяването на околната среда. Lee и колегите му (2023) разглеждат зеленото възстановяване като възможност за държавите да подобрят пазарните механизми в контекста на екологичните предизвикателства, а Han и колегите му (2022) допълват, че то може да ускори прехода към по-устойчиви икономически модели.

Khan и колегите му (2022) посочват, че зелените финансови инструменти са особено подходящи за преодоляване на предизвикателството, свързано с недостига на капитал в развиващите се икономики. Rasoulinezhad и Taghizadeh-Hesary (2022) потвърждават положителния ефект на зеленото финансиране върху насърчаването на възобновяемите енергийни източници и върху повишаването на ефективността при използването на изкопаеми ресурси. Umar и Safi (2023) стигат до заключението, че зеленото финансиране е основен двигател на иновациите в рамките на зелената икономика. Развитието на зелените финансови инструменти увеличава прозрачността и ефективността на устойчивите проекти. Shang и колегите му (2023) откриват положително въздействие на зеленото финансиране върху внедряването на възобновяема енергия в туристическия сектор на Китай. Jiaku и колегите му (2023) допълват, че зеленото финансиране стимулира натрупването на зелен капитал чрез увеличаване на инвестициите в екологични проекти, като по този начин ускорява прехода към устойчива икономика.

На база на установеното, авторът счита, че глобалната икономика трябва да премине през структурна трансформация, която да интегрира принципите на устойчивото развитие във всички свои процеси. Устойчивото развитие също се определя като социално справедливо и екологосъобразно икономическо развитие (Гечев, 2005).

Република България трябва да разгледа дилемата дали следва да се запази традиционен икономически модел или следва да се премине към икономически модел, основан на зелена икономика (Иванова, 2013).

Не на последно място следва да се обърне внимание на институционалните основи за конкурентна и устойчива икономика. Във връзка с това може да се направят следните препоръки за институционализацията на националната стратегия за устойчиво развитие: Министерство на околната среда и водите да прерасне в ключово министерство по въпросите на устойчивото развитие; да се създаде държавна комисия по устойчиво развитие; във всяко министерство да се обособи специализирана дирекция занимаваща се с въпроси по устойчиво развитие; да се обособи консултативен съвет в структурата на парламента, който да предприема съответни мерки за нормативни промени във връзка с устойчивото развитие; да се предприемат действия за оптимизиране на координацията между регионални и национални мерки в областта на устойчивото развитие и изграждане на система за постигане на обществен консенсус с неправителствени организации (Беев, 2013, с. 70).

Анализ и тенденции за изграждането на модела за устойчиво развитие на българския инвестиционен посредник

С цел проверка на посочените заключения и установяване на нагласите на българските инвестиционни посредници сред тях е проведено проучване относно устойчивото развитие. Отговорите са систематизирани като са формирани изследователски въпроси и въз основа на тях са формулирани изводи и е изграден модел за устойчиво развитие.

Формулираните изследователски въпроси са обединени в пет направления, които ще служат като аналитична рамка:

Изследователски въпрос 1: Адаптираната ли е глобалната икономика към концепцията за устойчиво развитие и дали експлоатацията на ресурси представлява съществена пречка за устойчивото развитие?

Изследователски въпрос 2: Достатъчни ли са регулациите за по-висока осведоменост за устойчивото развитие в световен мащаб?

Изследователски въпрос 3: Достатъчно информирани ли са инвестиционните посредници по въпроси, свързани с устойчивото развитие?

Изследователски въпрос 4: Има ли роля, която трябва да изиграят финансовите посредници и пазарите за устойчивото развитие?

Изследователски въпрос 5: Подготвени ли са инвестиционните посредници за устойчивото развитие през призмата на въвеждане и прилагане на стратегия, инвестиране на собствени и клиентски средства, поемане на рискове и имплементиране на корпоративната социална отговорност в тяхната дейност?

Разглеждането на тези въпроси има за цел не само да констатира текущото състояние на сектора, но и да послужи като основа за формулиране на модел, който да осигури систематичен и приложим подход за въвеждане на устойчивото развитие в практиката на инвестиционните посредници.

Изследователски въпрос 1: Адаптираната ли е глобалната икономика към концепцията за устойчиво развитие и дали експлоатацията на ресурси представлява съществена пречка за устойчивото развитие?

В резултат на дадените отговори се установява силно изразена подкрепа за устойчивото развитие. 11 от 14 респонденти (78,6%) подкрепят нуждата от адаптация на глобалната икономика чрез устойчиво развитие. Това показва доминиращо мнение в полза на дългосрочни мерки и промени, които обхващат не само икономическата, но и социалната и екологичната устойчивост. На второ място може да се твърди, че комплексният подход е предпочитан. Най-много участници (9 от 14) подкрепят цялостен подход, включващ: диверсификация от глобалните пазари, подкрепа за регионални инициативи, отговорно потребление и икономическа справедливост. Това води към осъзнаване на нуждата от системни и многопластови решения, а не само икономическа адаптация. На трето място може да се каже, че се наблюдава ограничена подкрепа за това, че е необходимо само ограничаване на зависимостта от промените на световните пазари. Само 2 от анкетираните смятат, че е нужно такова ограничено действие, което показва, че повечето участници не вярват в частични решения. На четвърто място може да се каже, че се наблюдава предпазливост и умереност. Трима анкетираните (21,4%) признават нуждата от адаптация, но смятат, че тя трябва да бъде постепенна. Това говори за известна загриженост относно икономическите последици от рязка промяна. На последно място може да се каже, че липсва отрицание. Нито един анкетиран не е избрал опцията, че не е необходима адаптация. Това е ясен сигнал за съгласие с нуждата от промяна в посока устойчивост.

Може да се направи извода, че резултатите показват категорично одобрение за адаптиране на глобалната икономика към принципите на устойчивото развитие (78,6% от анкетираните подкрепят нуждата от адаптация на

глобалната икономика). Повечето участници подкрепят цялостен, интегриран подход, който включва екологични, социални и икономически характеристики. В същото време се наблюдава и глас на умереност, който настоява за по-бавни темпове на промяна. Липсата на отрицателни отговори допълнително подчертава обществената зрялост по темата.

На зададения въпрос дали експлоатацията на ресурси, включително природни, представлява съществена пречка за постигане на устойчиво развитие, инвестиционните посредници посочват, че в по-голяма степен тя представлява такава пречка. 7 участника категорично смятат, че експлоатацията на ресурси е съществена пречка за устойчиво развитие. В допълнение още 2 участника също споделят това мнение, но поставят географски контекст – основно за страни-износители. Общо 9 от 14 участници (64%) възприемат експлоатацията на ресурси като пречка за устойчивото развитие, поне в определен контекст. На противоположно мнение са 3 участника, които не виждат експлоатацията на ресурси като съществена пречка, което показва наличие на алтернативна гледна точка (възможно е да смятат, че устойчивата експлоатация е възможна). Двама от участниците отбелязват, че липсва устойчиво развитие в корпоративната стратегия и че нямат информация или капацитет да преценят.

В резултат на получените отговори може да се направи извод, че преобладаващо мнозинство (над 60%) приемат експлоатацията на ресурси като пречка за устойчивост – изразява се общо притеснение относно изчерпването или неправилното използване на природните ресурси. В същото време има различия във възприемането на проблема – някои го разглеждат през геополитически/икономически аспект (влияние върху износителите), други изобщо не го отчитат като пречка.

На база на данните може да се твърди, че експлоатацията на природни ресурси се възприема като реален и важен риск за устойчивото развитие от повечето анкетирани. Различните отговори предполагат липса на консенсус или на споделени дефиниции за експлоатация на ресурси в контекста на устойчивото развитие.

В контекста на Изследователски въпрос 1 могат да се направят следните препоръки:

1. Провеждане на обучения за устойчиво управление на ресурси, икономика на кръговата система и въглероден отпечатък. Изясняване как експлоатацията влияе върху климатичните, социалните и икономическите измерения на устойчивото развитие.

2. Насърчаване на стратегическа интеграция.

Подпомагане на организациите да включат устойчивото развитие като част от стратегическото планиране. Изработване на шаблони или модели за

въвеждане на устойчиви практики, включително оценка на въздействието от използването на ресурси.

3. Разграничаване между „експлоатация“ и „устойчиво използване“. Да се направи ясно разграничение между разрушителна експлоатация и отговорно, възобновяемо използване на ресурси.

4. Фокус върху локалния контекст. Проучване на конкретни индустрии и сектори, където проблемът с ресурсите е засилен, и насочване на усилия там.

5. Платформи за обмен на добри практики. Създаване на мрежи и форуми, където организациите могат да обменят успешни стратегии за управление на ресурси по устойчив начин.

Изследователски въпрос 2: Достатъчни ли са регулациите за по-висока осведоменост за устойчивото развитие в световен мащаб?

На въпроса дали предприетите в световен мащаб действия за повишаване на осведомеността относно дейността на предприятията, свързана с устойчивостта, представляват подходящ инструмент за преминаване към устойчива икономика, всички инвестиционни посредници потвърждават, че осведомеността е ефективен и необходим инструмент. В същото време те проявяват критичност към нейната практическа ефективност, подчертавайки необходимостта от постигане на баланс между разходите за прилагане на подобни мерки и реалните им ползи за бизнеса и обществото.

Въз основа на това може да се твърди, че има широко съгласие, че усилията за осведомяване са важни, но към момента се възприемат като неоптимални или неефективни през призмата на разходи и ползи.

В допълнение инвестиционните посредници са запитани дали считат, че действащата регулация е достатъчна и/или подходяща за стимулиране на устойчивото развитие. Само 3 участника възприемат регулацията като едновременно достатъчна и подходяща. Повечето инвестиционни посредници (9 от 14 или 63,4%) считат, че съществуват съществени недостатъци – или по отношение на обхвата, или на приложимостта. 2 участника подчертават, че регулацията е твърде обременяваща и неработеща на практика.

Предвид, което може да се заключи, че регулацията в сегашния ѝ вид не се възприема като ефективна, нито като мотивираща за устойчиво развитие (63,4% от анкетираниите считат, че съществуват съществени недостатъци, или по отношение на обхвата, или по отношение на приложимостта). Има ясно изразена нужда от ревизия и адаптация към практическите нужди на бизнеса.

В продължение на темата за приложимостта на регулацията инвестиционните посредници са запитани ако считат действащата регулация за не-

достатъчна и/или неподходяща, в каква посока трябва да се промени. В отговор много от тях посочват, че опростяване на регулацията е много важно – над 60% от участниците. Някои искат повече конкретика (детайлизиране), което предполага неяснота или двусмисленост в настоящите регулации. Никой не подкрепя пълна отмяна, което означава, че някаква форма на регулация се приема за необходима.

От това може да се изведе, че регулацията трябва да се преработи с фокус върху яснота, приложимост и ефективност (60% от участниците считат, че регулацията трябва да се опрости), а не да се премахва напълно. Действащата регулация съдържа прекомерна сложност, което води до трудности в прилагането и ниска практическа стойност.

В контекста на Изследователски въпрос 2 могат да се направят следните препоръки:

1. Опростяване и оптимизиране на регулацията.

- да се извърши преглед и редакция на действащите регулации, с цел премахване на излишна сложност и административна тежест;
- при възможност, да се въведе по-гъвкава, модулна или поетапна регулаторна рамка, особено приложима за малки и средни предприятия;
- да се осигури яснота и практичност, като се разработят допълнителни обяснителни материали, ръководства и примери за прилагане на нормите.

2. Балансиране на усилията за осведомяване с реалните ползи:

- да се подобри качеството и съдържанието на оповестяваната информация, като се наблегне на икономическата логика и възвръщаемостта от устойчиви практики;
- да се акцентира върху конкретни резултати, добри практики и измерими ползи, за да се повиши мотивацията на бизнеса;
- да се избягва прекомерно формализиране – усилията за осведомяване трябва да водят до реални действия, а не само до отчитане на активности.

3. Въвеждане на механизми за обратна връзка и участие на бизнеса:

- да се ангажират представители на бизнеса, браншови и професионални организации в процеса на изработване и преразглеждане на регулации и политики;
- да се създадат консултативни формати или платформи за диалог, чрез които заинтересованите страни да споделят трудности и предложения;
- да се оценява практическата приложимост на всяка регулация или информационна инициатива чрез редовна обратна връзка от целевите групи.

Изследователски въпрос 3: Достатъчно информирани ли са инвестиционните посредници по въпроси, свързани с устойчивото развитие?

С цел установяване дали инвестиционните посредници са достатъчно информирани за въпроси свързани с устойчивото развитие се разглеждат въпроси, свързани с тяхното разбиране за стойността на активите/инвестициите, които спомогнат за устойчивото развитие, мястото на устойчивото развитие в корпоративната стратегия, мястото на финансовите иновации в устойчивото развитие, силата на устойчивото развитие да се бори с изпирането на пари и финансиране на тероризма и необходимостта от образователни ресурси за клиенти във връзка с устойчивите инвестиции.

На въпроса дали зелените облигации представляват подходящ инструмент за финансиране на устойчивото развитие, 11 от 14 участници ги определят като ефективен механизъм, двама ги смятат за неподходящи, а един не може да прецени. Това показва висок консенсус относно потенциала на зелените облигации като инструмент за насърчаване на устойчиви практики.

Въпреки това се наблюдава спад в ръста на инвестициите в зелени облигации. Повечето участници (10 от 14) посочват като основна причина липсата на качествени емисии, а девет изразяват притеснение от явлението greenwashing. Единични мнения акцентират върху насищане на пазара, регулаторна неяснота и политическа нестабилност. Основните пречки следователно не произтичат от самия инструмент, а от качеството, прозрачността и доверието в емисиите.

Съществува и разделение относно възвръщаемостта на устойчивите активи – шестима посредници смятат, че те носят по-висока доходност, докато осем не виждат такава зависимост. Това показва липса на единно разбиране и ограничена емпирична база при оценката на дългосрочната стойност на устойчивите инвестиции.

Във връзка с това може да се направи извод, че въпреки положителното отношение към зелените облигации (11 от 14 участници), съществува дефицит на доверие и стандартизация. Необходима е по-голяма прозрачност и регулаторна яснота.

На следващо място се разглежда връзката на устойчивото развитие с корпоративната стратегия. Отговорите показват, че 7 от 14 участници считат интегрирането на устойчивото развитие за правилно оценено при определяне стойността на компанията. Двама смятат, че това води до надценяване, а други двама – че не оказва влияние. Никой не споделя мнение, че устойчивостта води до подценяване. Двама участници заявяват, че не прилагат устойчиво развитие и не могат да направят оценка.

Резултатите показват, че устойчивостта се възприема като неутрален или умерено положителен фактор за стойността на дружеството. Липсата на

мнение за подценяване сочи към отсъствие на негативни нагласи, но и към непълно разбиране на дългосрочните ефекти.

Финансови иновации също следва да бъдат разгледани през призмата на устойчиво развитие. 12 от 14 участници смятат, че финансовите иновации ще стимулират устойчивото развитие, като подчертават значението на пазарната реакция и доверието. Само един инвестиционен посредник изразява скептицизъм. Това показва почти пълно единодушие относно позитивния ефект на иновациите.

На база на това може да се заключи, че финансовите иновации се възприемат като двигател на устойчивото финансиране (12 от 14 участници смятат, че финансовите иновации ще стимулират устойчивото развитие), но тяхната ефективност зависи от регулаторната рамка и пазарното доверие.

Също така може да се търси връзка между устойчивото развитие и борбата с изпирането на пари и финансирането на тероризма. Повечето участници (71%) не виждат пряка връзка между устойчивото развитие и ограничаването на прането на пари. Едва 21% смятат, че може да има положителен ефект.

В заключение може да се каже, че липсата на консенсус показва, че устойчивите политики не се възприемат като инструмент на AML/CFT рамките, а по-скоро като паралелна, допълваща концепция.

Образователни ресурси също могат да имат отношение върху устойчивите инвестиции. Нито един от участниците не предлага специализирани образователни ресурси за устойчиви инвестиции. Девет посочват, че предоставят само частична информация или смятат въпроса за неприложим. Това показва ниска степен на институционализирано образование и липса на систематичен подход към информираността на клиентите.

Във връзка с това може да се направи извод, че образователната функция на инвестиционните посредници в областта на устойчивите финанси е слабо развита, което ограничава пазарната осведоменост и доверието.

Предвид посоченото за това дали инвестиционните посредници са достатъчно информирани по въпроси свързани с устойчивото развитие могат да се направят следните препоръки:

Таблица 1: Препоръки относно достатъчността на информиране

№	Тематично направление	Ключови препоръки	Целева група
1	Регулации и стандарти	- По-строги критерии за зелени облигации - Сертификация и надзор срещу greenwashing - Стабилна рамка за иновации	Регулатори, компании
2	Прозрачност и доверие	- Отчети за въздействие - Публични бази данни - Проследимост и отчетност	Емитенти, компании, инвеститори
3	Образование и пазарна култура	- Обучения свързани с устойчивото развитие за клиенти и бизнес - Достъпна информация с цел обучение, включително самообучение - Интегриране на устойчивото развитие в съществуващи ресурси	Инвестиционни посредници, неправителствени организации, компании, с акцент върху малките и средни предприятия
4	Финансови иновации и инфраструктура	- Подкрепа за финтех решения - Индекси за устойчиви активи осигуряващи по-точна оценка - Подкрепа за изследвания и анализи	Финтех компании, инвеститори, академична общност
5	Корпоративна стратегия и оценка на въздействие	- Имплементиране на устойчивото развитие в стратегическите планове - Създаване и прилагане на методики за оценка на стойността на устойчивите активи - Провеждане на консултации и създаване на капацитет за оценка на стойността на устойчивото развитие	компании, с акцент върху малките и средни предприятия, анализатори
6	Изпиране на пари и финансиране на тероризма и устойчивото развитие	- Идентифициране на пресечни точки между изпирането на пари и финансиране на тероризма и устойчивото развитие - Повишаване на осведомеността за рисковете - Провеждане на семинари и предоставяне на насоки	Инвестиционни посредници, компании, регулатори

Източник: Авторска разработка

Изследователски въпрос 4: Има ли роля, която трябва да изиграят финансовите посредници и пазарите за устойчивото развитие?

На въпроса дали финансовите посредници имат ключова роля за постигането на устойчиво развитие, малко над половината участници (57%) посочват, че тяхната роля е основополагаща. Петима от анкетираните (36%) не споделят това виждане, като смятат, че ролята на финансовите посредници не е решаваща. Един участник (7%) изразява междинна позиция, според която финансовите посредници могат да имат подпомагаща, но не и задължителна функция в процеса на устойчивото развитие.

Съществува преобладаващо мнение, че финансовите посредници (банки, инвестиционни посредници, управляващи дружества и др.) имат важна роля в насочването на капитали към устойчиви проекти (57% от анкетираните). Част от участниците не възприемат ролята им като водеща, което може да е резултат от липса на регулаторни изисквания, информационен дефицит или пазарен скептицизъм.

В допълнение, запитани дали отвореността на капиталовите пазари играе роля за устойчивото развитие, значителна част (79%) отговарят, че играе, но само при спазване на принципите на устойчивост. Само 1 участник (7%) отговаря безусловно положително. 2 участника (14%) смятат, че отвореността няма да допринесе за устойчиво развитие.

Почти всички участници (86%) подкрепят идеята за привличане на чуждестранни инвестиции, но поставят условие за ангажимент към принципите на устойчивото развитие.

В резултат на това може да се заключи, че финансовите посредници се възприемат като ключов двигател на устойчивото финансиране. Ролята на чуждестранните капитали се приема позитивно, но при условие за ангажираност към принципите на устойчиво развитие.

В контекста на Изследователски въпрос 4 могат да се направят следните препоръки:

1. Роля на финансовите посредници:
 - въвеждане на задължителни политики относно устойчивото развитие за финансови посредници;
 - интеграция на устойчивото развитие в процеса на отпускане на кредити и инвестиции.
2. Чуждестранни инвестиции:
 - създаване на критерии за „устойчив достъп“ до местните капиталови пазари;
 - прилагане на скрининг за устойчиви проекти за международни инвеститори;
3. Образование и осведоменост:

- обучение на посредниците за ролята в устойчивото развитие и международните капитали;
- насърчаване на прозрачност и отчетност чрез пазарни механизми.

4. Регулации и стандарти:

- разработване на насоки за устойчиво развитие от страна на регулаторите;
- насърчаване на оповестяване на информация за имплементиране на устойчивото развитие от финансови институции.

Изследователски въпрос 5: Подготвени ли са инвестиционните посредници за устойчивото развитие през призмата на имплементиране на стратегия за устойчиво развитие, инвестиране на собствени и клиентски средства, поемане на рискове и имплементиране на корпоративната социална отговорност в тяхната дейност?

С цел установяване дали инвестиционните посредници са подготвени за устойчивото развитие се разглеждат въпроси свързани с имплементиране на стратегия за устойчиво развитие, удовлетвореност на служителите и корпоративна социална отговорност, инвестиране на собствени и клиентски средства, поемане на рискове и имплементиране на корпоративната социална отговорност в тяхната дейност.

Преобладава мнението, че устойчивостта трябва да е интегрирана в корпоративната стратегия. Около 77% подкрепят този подход, а 23% виждат устойчивостта като отделна функция. Последното е индикатор за по-ниска организационна зрялост. Половината посредници вече прилагат комплексни политики (екологични, социални, управленски), докато останалите основно социални и управленски аспекти. Самостоятелен екологичен фокус почти не се среща.

На база на това може да се направи извод, че има консенсус за стратегическа интеграция, но степента на реално внедряване е неравномерна и изисква насоки, стандарти и целенасочено обучение на висшия мениджмънт.

Над 85% от участниците приемат, че по-високата удовлетвореност на служителите е свързана с по-добра възвръщаемост. Това легитимира инвестициите в човешкия капитал като стратегически актив. Едновременно с това над 75% смятат, че в практиката не се прави достатъчно за корпоративната социална отговорност. Налице е разминаване между декларативна подкрепа и реална имплементация.

В резултат на това може да се заключи, че съществува ясна връзка между удовлетвореността на служителите и бизнес резултатите (85% от анкетиранияте приемат, че по-високата удовлетвореност на служителите е свързана с по-добра възвръщаемост), което отваря врата за инвестиции в човешки ка-

питал като стратегически актив. Корпоративната социална отговорност все още не е достатъчно застъпена в практиките на компанията. Наблюдава се различно виждане между теоретичната подкрепа за корпоративната социална отговорност и реалната ѝ реализация. Отчита се недостиг или липсва осведоменост в областта на корпоративната социална отговорност, както и евентуална липса на мотивация или конкретни механизми за нейното внедряване.

Над половината посредници виждат устойчивостта и като източник на нови рискове, най-вече свързани с конкурентоспособност и разходи по съответствие. Отговорите за ролята на устойчивото развитие в намаляването на риска са разнопосочни: част от участниците признават потенциала за редуциране на дългосрочни рискове, други не виждат пряка връзка. Около половината не прилагат целенасочени устойчиви мерки в ежедневното управление на риска.

На база на това може да се изведе извода, че устойчивото развитие се възприема като източник на нови рискове, а от гледна точка на тяхното ограничаване има противоречиво мнение. Част от компаниите не планират действия за интегриране на устойчивото развитие в риск мениджмънта, което е индикатор за нужда от повече информация, насоки и добри практики.

Повечето посредници не планират инвестиране на собствени средства в устойчиви активи. Причините включват лицензионни ограничения и отсъствие на целева стратегия. В случаите когато се инвестира, критерии се прилагат неравномерно; често липсва систематичен скрининг, прагове за допустимост и процедури за одобрение. Около половината не измерват въздействието върху общество и околна среда. Комуникацията за ефективността на устойчивите инвестиции е слаба. Въпреки това се отчита интерес към климат, енергетика и здравеопазване – теми с висока обществена значимост и потенциал за портфейлна диференциация.

Във връзка с това може да се направи извод, че повечето участници не включват инвестиции със собствени средства в устойчиви инициативи, често поради лицензионни ограничения или липса на стратегия. От участниците, които инвестират, част не използват систематични критерии, а други не оценяват въздействието на инвестициите си. Има интерес към устойчивото развитие, особено свързани с климат и социални услуги, но липсва практическа ангажираност.

Повечето участници не управляват клиентски средства или не предлагат устойчиви продукти или услуги. Сред управляващите няма единни критерии за устойчиво инвестиране, а проследяването на въздействията е ограничено. Стандартизацията, методологии за измерване на ефектите и прозрачността са недостатъчни. Това намалява доверието и възможностите за мащабиране на устойчиви предложения към различни клиентски сегменти.

На база на горното може да се заключи, че мнозинството участници не управляват клиентски средства или не предлагат услуги, свързани с устойчиво инвестиране. Сред онези, които инвестират от името на клиенти, липсва последователен подход, свързан с устойчивото развитие, както и задълбочена оценка на въздействието. Наблюдава се ниска степен на отчетност и прозрачност – малко участници измерват ефекта върху околната среда и обществото.

В контекста на Изследователски въпрос 5 могат да се направят следните препоръки:

1. Стратегия и управление. Интеграция „устойчивост по подразбиране“: поставяне на цели, роли и отговорности на ръководните органи и изграждане на връзка с корпоративната стратегия и бюджета. Създаване на рамки и насоки за имплементация: стандартни политики, матрици на съответствие, пътни карти по функции. Обучение за ръководните органи и ключови роли; вътрешни академии/наръчници.
2. Корпоративна социална отговорност и човешки капитал. Програми за развитие и ангажираност; регулярна обратна връзка; здравословна работна среда. Създаване на индикатори, публични годишни отчети, вътрешни одити. Обвързване на възнагражденията и оценката на изпълнението на резултати.
3. Управление на риска. Вграждане на рискове свързани с устойчивото развитие. Създаване на критерии и прагове. Формиране на индикатори, топлинни карти, сценарии и стрес тестове. Процеси за корективни действия и ескалация. Въвличане в процеса вътрешния контрол и одита. Регулярна самооценка и независим мониторинг на напредъка.
4. Инвестиране на собствени средства. Формиране на ясна стратегия: приоритетни теми, лимити, допустимост, цели за въздействие. Системен скрининг, одобрения, таксономични критерии и изключения. Измерване на въздействия и прозрачна комуникация. Обучение на екипи.
5. Инвестиране на клиентски средства. Стандартизирани критерии по продукти и сегменти. Ясно формулирана методика и представена на клиентите. Създаване на методологии за измерване на ефектите. Включване на информация в регулярни клиентски отчети. Поддържане на въпроси и отговори, комуникиране на казуси, формиране на показатели за ефективност. Създаване на нови продукти и услуги.
6. Данни, прозрачност и регулации. Формирани на публични бази с одобрени устойчиви инструменти. Създаване на борсови бенчмаркове. Въвличане в процеса на вътрешни и външни одити. Съпоставка с европейски стандарти. Сътрудничество с регулатори, борса и неправителствени организации за повишаване на пазарната грамотност.

Като цяло българските инвестиционни посредници изразяват обща подкрепа за трансформиране на глобалната икономика в посока устойчивост. Считат, че завишената осведоменост е подходящ инструмент за стимулиране на устойчивото развитие, но трябва да се прекарва през призмата на разходи и ползи. Действащата регулация трябва да се преработи в посока да е по-ефективна, да се опрости и да се даде повече практическа стойност. Зелените облигации имат потенциал да са основен инструмент за финансиране на устойчиви проекти. Обстоятелствата, които ограничават развитието на устойчивото развитие са качеството на предлаганите емисии и страхът от *greenwashing*. Инвестиционните посредници остават разделени относно възможността за по-висока възвръщаемост на устойчивите активи, което показва нужда от повече доказателства и прозрачност. Преобладава мнението, че интегрирането на устойчивото развитие не води до изкривяване на стойността – нито в посока надценяване, нито подценяване. Финансовите иновации се разглеждат като ключов лост за ускоряване на устойчивото развитие. Общото разбиране е че устойчивото развитие не се разглежда като основен инструмент в борбата срещу финансови престъпления като пране на пари или финансиране на тероризъм.

Обучението и повишаването на осведомеността на клиентите по теми, свързани с устойчивото финансиране, остава слабо застъпен аспект в политиките на повечето инвестиционни посредници. Финансовите посредници се възприемат като ключов двигател на устойчивото финансиране. Ролята на чуждестранните капитали се приема позитивно, но при условие, че чуждестранните инвеститори са ангажирани с принципите на устойчиво развитие. Интегрирането на устойчивостта в основната стратегия се разглежда като път към дългосрочна стойност, управление на риска и подобряване на репутацията. Съществува ясна положителна връзка между удовлетвореността на служителите и бизнес резултатите, което отваря врата за инвестиции в човешки капитал като стратегически актив. Повечето инвестиционни посредници не включват инвестиции със собствени средства в устойчиви инициативи, често поради лицензионни ограничения или липса на стратегия. При инвестиционните посредници, които инвестират от името на клиенти, липсва последователен подход свързан с устойчивото развитие, както и задълбочена оценка на въздействието. Наблюдава се ниска степен на отчетност и прозрачност.

Въз основа на анализа на резултатите и направените заключения авторът предлага цялостен модел за устойчиво развитие на българския инвестиционен посредник. Този модел е пряко свързан с целите на настоящото изследване и има за цел да обедини основните изводи от изследването в системна рамка, която да очертае посоките за интегриране на принципите

на устойчивостта в стратегическото управление, оперативните процеси и организационната структура на инвестиционните посредници.

Модел за устойчиво развитие на българския инвестиционен посредник

Моделът отчита ключовите стълбове на устойчивото развитие. В основата му стои ясно дефиниран механизъм на функциониране, представен чрез схема на взаимодействие между отделните елементи. За оценка на резултатите и проследяване на напредъка са заложени индикатори за ефективност (KPIs). Моделът включва и последователни етапи на усъвършенстване, чрез които се осигурява постепенно и устойчиво въвеждане на принципите на устойчивото развитие в дейността на инвестиционния посредник.

1. Визия.

Българският инвестиционен посредник да се трансформира в активен участник в устойчивата икономика чрез прилагане на ESG (екологични, социални и управленски) принципи, иновации, прозрачност и отговорно инвестиране, като същевременно защитава интересите на инвеститорите и насърчава дългосрочната стабилност на капиталовите пазари.

2. Основни стълбове на устойчивото развитие.

За да се постигне ефективно интегриране на принципите на устойчивото развитие в дейността на българските инвестиционни посредници, е необходимо да се изгради система от фундаментални стълбове, които да осигурят устойчивост и последователност на процеса. Тези стълбове следва да създадат условия за дълбока трансформация както в стратегическото мислене, така и в оперативните практики на посредниците, насочвайки ги към модели на управление, основани на дългосрочна перспектива, социална отговорност и екологична ангажираност. Само чрез такава структурирана и осъзната промяна може да се постигне реално прилагане на концепцията за устойчиво развитие като неразделна част от корпоративната култура и пазарното поведение на инвестиционните посредници.

Таблица 2: Стълбове на устойчивото развитие

Стълб	Съдържание и цели
1. ESG Интеграция в управлението	<ul style="list-style-type: none"> - Внедряване на ESG принципи в стратегическото и оперативното управление - Създаване на вътрешни ESG политики и кодекси на поведение - Регулярни вътрешни ESG оценки
2. ESG Капацитет и знание	<ul style="list-style-type: none"> - Обучения за служители и мениджмънт по устойчиво финансиране и оценка на въздействието - Изграждане на екипи, които да се занимават с устойчивото развитие - Създаване на процеси за сътрудничество с външни експерти - Осигуряване на обучителни ресурси свързани с устойчивото развитие за клиенти
3. Продукти и услуги с устойчив фокус	<ul style="list-style-type: none"> - Разработване и предлагане на устойчиви инвестиционни продукти - ESG скрининг и класификация на портфейли - Използване на иновативни финтех решения за анализ на устойчивото развитие
4. Надеждна информация и прозрачност	<ul style="list-style-type: none"> - Публикуване на ESG отчети (вкл. нефинансови резултати) - Ясна комуникация към клиентите относно въздействието на инвестициите - Публични бази данни и ESG бенчмаркове
5. Вътрешна култура и отговорно поведение	<ul style="list-style-type: none"> - Интеграция на политика за корпоративна социална отговорност с ESG цели - Стимулиране на служителите за поведение основаващо се на принципите на устойчиво развитие(мотивационни системи) - Включване на ESG цели в системите за оценка на изпълнение
6. Надзор, регулации и партньорства	<ul style="list-style-type: none"> - Съответствие с европейски регулации (SFDR, Taxonomy, MiFID II и др.) - Сътрудничество с БФБ, КФН, БНБ и неправителствения сектор - Активно участие в разработването на политики и законодателство
7. Оценка на въздействието и мониторинг	<ul style="list-style-type: none"> - Създаване на система от показатели за измерване на устойчиво въздействие (KPIs) - Създаване на системи за самооценка относно устойчивото развитие - Мониторинг на дългосрочно въздействие върху клиенти, пазар и околна среда

Източник: Авторска разработка

За да може принципите на устойчивото развитие да бъдат ефективно въведени в дейността на българските инвестиционни посредници, е необходимо изграждането на устойчива концептуална рамка, основана на няколко взаимосвързани стълба. Тези стълбове представляват структурни и функционални елементи на процеса на институционална трансформация, насочена към интегриране на устойчивото развитие във всички ключови аспекти на управлението, инвестиционната дейност и корпоративната култура. Те целят не просто формално съответствие с международните и европейски стандарти, а изграждане на дългосрочен модел на поведение и вземане на решения, който да осигури реална промяна в начина, по който финансовите институции функционират и взаимодействат с икономическата, социалната и природната среда.

Първият основен стълб е интеграцията на екологични, социални и управленски фактори в управленските процеси. Той изисква въвеждането на тези принципи не като допълнителен административен инструмент, а като неразделна част от стратегическото и оперативното управление на посредниците.

Вторият стълб е свързан с изграждането на капацитет и знание в областта на устойчивото развитие. Той предполага систематичен подход към обучението на служителите и мениджмънта по теми като оценка на въздействието, устойчиви инвестиции и управление на климатични, управленски и социални рискове. Освен вътрешен капацитет, този стълб обхваща и сътрудничеството с външни експерти и академични институции, както и осигуряването на образователни ресурси за клиентите.

Третият стълб обхваща разработването и предлагането на продукти и услуги с акцент върху устойчивото развитие. Тук се поставя акцент върху създаването на инвестиционни инструменти, които имат измеримо положително въздействие върху околната среда и обществото.

Четвъртият стълб е осигуряването на надеждна информация и прозрачност. Принципът на отчетност е в основата на устойчивото развитие, поради което инвестиционните посредници следва да публикуват редовни ESG отчети, включително нефинансови резултати, да комуникират ясно с клиентите относно въздействието на техните инвестиции и да участват в създаването на публични бази данни и ESG бенчмаркове.

Петият стълб е вътрешната култура и отговорното поведение на организациите. Този аспект се отнася до интегрирането на принципите на корпоративната социална отговорност в ежедневната практика и насърчаването на организационна култура, която възнаграждава устойчивото мислене и поведение.

Шестият стълб поставя акцент върху надзора, регулациите и партньорствата. За да бъде постигната реална трансформация, е необходимо съответствие с европейската нормативна рамка – Регламентът за разкриване на информация (SFDR), Таксономията на ЕС, директивата MiFID II и други релевантни актове. Наред с това посредниците трябва да си сътрудничат активно с ключови институции. Публично-частните партньорства са от решаващо значение.

Последният, седми стълб, е свързан с оценката на въздействието и мониторинга. Една устойчива система не може да функционира без измерими резултати и периодична обратна връзка.

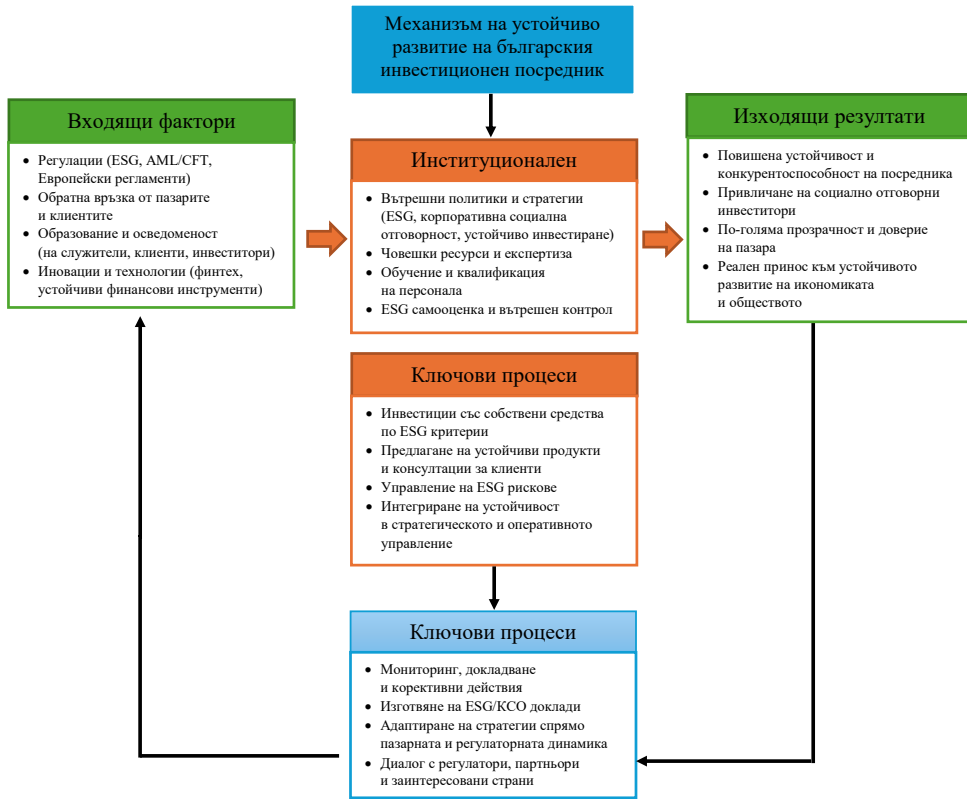
Предложените стълбове очертават отделни направления на действие, а цялостен системен модел за въвеждане на устойчивото развитие в българските инвестиционни посредници трябва да се основава и на взаимовръзките между тях.

3. Механизъм на функциониране (схема на взаимодействие).

Механизъм на функциониране на модела за устойчиво развитие на българския инвестиционен посредник описва как различните елементи на устойчивостта си взаимодействат, за да осигурят ефективна и интегрирана реализация на принципите на устойчивото развитие в дейността на посредника.

Механизмът има за цел изграждане на устойчив, адаптивен, прозрачен и социално отговорен инвестиционен посредник, който не само съответства на съвременните изисквания в областта на устойчивото развитие, но и се превръща в активен двигател на устойчивото развитие в България.

Представената графична схема онагледява системния подход към въвеждането на устойчивото развитие в дейността на българските инвестиционни посредници. Тя показва как отделните структурни елементи – входящи фактори, институционален капацитет, ключови процеси и изходящи резултати – са взаимосвързани в единен механизъм, който осигурява трансформация на посредника от традиционен участник на финансовия пазар към активен носител на устойчив растеж. Моделът изхожда от логиката, че устойчивото развитие не може да бъде постигнато чрез изолирани инициативи, а изисква последователна връзка между регулации, организационен капацитет, оперативни практики и резултати, измерими в обществен и икономически контекст.



Източник: Авторска разработка.

Фигура 1: Механизъм за устойчиво развитие

На първо място, входящите фактори очертават средата и условията, в които се изгражда устойчивият модел. Те включват приложимите европейски и национални регулации, които създават нормативна рамка и минимални стандарти за отговорно поведение. В съчетание с това ключова роля имат образованието и осведомеността – както на служителите и мениджърите, така и на клиентите и инвеститорите. Третият фактор е иновационният – развитието на технологиите и финтех решенията позволява автоматизация и прецизност при анализа на устойчиви инвестиции, а обратната връзка от пазара и клиентите служи като коректив и катализатор за по-добри практики.

Тези фактори формират входната основа, от която се развива институционалният капацитет на посредниците. Той включва вътрешните политики и стратегии, свързани с устойчивото развитие и корпоративната социална отговорност, както и процесите по изграждане на човешки ресурси

и експертиза. Капацитетът се проявява чрез квалификация на персонала, вътрешен контрол и механизми за самооценка. На практика това означава, че посредникът трябва да изгради вътрешна структура, която да може не само да прилага регулациите, но и да ги адаптира към собствените си бизнес модели.

На следващо ниво се разполагат ключовите процеси, които са прякото проявление на устойчивото поведение в дейността на инвестиционния посредник. Сред тях се открояват инвестициите със собствени средства по ESG критерии, предлагането на устойчиви продукти и консултации за клиенти, управлението на рискове от екологичен, социален и управленски характер и интеграцията на устойчивостта в стратегическото и оперативното управление. Тези процеси превръщат стратегическите намерения в реални действия. Именно тук устойчивото развитие се материализира чрез решения за портфейли, клиентски политики и вътрешни механизми за контрол.

Ключова роля има и механизмът за наблюдение и обратна връзка, който се изразява в системите за мониторинг, докладване и предприемане на корективни действия. Изготвянето на доклади относно устойчивото развитие и корпоративната социална отговорност позволява измерване на постигнатите резултати и идентифициране на области за подобрене. Адаптирането на стратегиите спрямо пазарната динамика и диалогът с регулаторите и заинтересованите страни гарантират, че процесът е непрекъснат и подлежи на актуализация спрямо реалната икономическа и социална среда. По този начин устойчивостта се превръща в цикличен процес.

В резултат на прилагането на описаните фактори и процеси се постигат изходящите резултати, които са индикатор за ефективността на модела. Сред тях се открояват повишената устойчивост и конкурентоспособност на инвестиционните посредници, привличането на социално отговорни инвеститори, както и по-голяма прозрачност и доверие на пазара. Освен това, чрез правилното прилагане на принципите на устойчиво развитие се реализира реален принос към устойчивото развитие на икономиката и обществото – не само чрез финансова ефективност, но и чрез социална ангажираност и екологично въздействие.

Взаимовръзките между отделните елементи на модела са двупосочни. Регулациите, образованието и технологиите стимулират изграждането на институционален капацитет, който от своя страна определя качеството на ключовите процеси. Резултатите от прилагането на тези процеси водят до повишено доверие и устойчивост, което се отразява обратно на пазара и нормативната рамка, създавайки положителна обратна връзка. Така моделът функционира като саморегулиращ се механизъм, при който знанието, практиката и отчетността взаимно се подсилват, осигурявайки непрекъснатата адаптация и устойчив растеж.

В допълнение може да се твърди, че графичната схема представя не просто последователност от действия, а цялостен механизъм на устойчиво развитие, който обединява нормативната рамка, организационните способности и пазарното поведение на инвестиционните посредници в България. Тази взаимосвързана структура осигурява преход от декларативна устойчивост към реална трансформация – от реактивно спазване на регулации към проактивно създаване на устойчиви икономически и социални резултати.

За да бъде възможно обективното проследяване на степента, до която процесът на устойчиво развитие води до реална и дългосрочна трансформация, е необходимо въвеждането на система от ясно дефинирани и измерими индикатори за ефективност (Key Performance Indicators – KPIs).

4. Индикатори за ефективност (KPIs).

Индикаторите за ефективност (KPIs) служат като инструмент за оценка на напредъка, осигурявайки възможност за количествено и качествено измерване на резултатите от прилаганите политики, стратегии и оперативни практики. Могат да се разгледат следните примерни индикатори:

Таблица 3: Индикатори за ефективност

Категория	Примери за KPI
Внедряване на устойчивото развитие в дейността на инвестиционния посредник	- дял на размера на портфейлите свързани с устойчивото развитие - дял на служителите преминали обучения свързани с устойчивото развитие
Прозрачност	- брой изготвени ESG отчети за период от една година - ниво на достъпност до нефинансова информация
Ефекти за клиентите	- дял на клиентите, инвестиращи в устойчиви инструменти - обратна връзка при получаване на консултации свързани с устойчивото развитие
Въздействие	- намаляване на въглеродния отпечатък от инвестиции - брой стартирани зелени проекти

Източник: Авторска разработка.

В контекста на финансовите институции индикаторите могат да бъдат обединени в няколко ключови категории, които обхващат организационното внедряване, прозрачността, ефектите за клиентите и въздействието върху околната среда.

Първата категория включва внедряването на устойчивото развитие в дейността на инвестиционния посредник. Тук фокусът е върху институционалната ангажираност и реалните действия, чрез които принципите на устойчивото развитие се интегрират в бизнес процесите. Един от водещите индикатори е дялът на размера на портфейлите, свързани с устойчивото развитие. Той измерва относителния дял на инвестициите, насочени към зелени, социални или етични активи, в общия инвестиционен портфейл на посредника. По този начин показателят предоставя количествена мярка за степента, до която устойчивото развитие е включено в основната инвестиционна стратегия. Друг важен индикатор е дялът на служителите, преминали обучения, свързани с устойчивото развитие. Този показател има качествено и културно значение, тъй като отразява степента на вътрешна осведоменост и готовност на организацията да прилага устойчиви практики. Колкото по-висок е този дял, толкова по-голяма е вероятността принципите на устойчивото развитие да бъдат разбрани, приети и прилагани на всички управленски нива.

Втората категория отразява прозрачността като ключов принцип на устойчивото управление. Тук индикаторите измерват способността на инвестиционния посредник да предоставя достоверна, навременна и разбираема информация на заинтересованите страни. Един от основните показатели е броят на изготвените отчети, свързани с устойчивото развитие за определен период (например една година). Този количествен индикатор показва степента на отчетност при разкриването на нефинансова информация. В допълнение, нивото на достъпност до нефинансова информация отразява доколко посредникът осигурява прозрачност пред обществеността и инвеститорите относно своята устойчивост. То може да бъде измерено чрез наличието на публични отчети свързани с устойчивото развитие, специализирани уебстраници или информационни платформи. Прозрачността играе решаваща роля за изграждане на доверие, особено в контекста на борбата срещу „зеленото изопачаване“ (greenwashing) и за утвърждаването на инвестиционните посредници като надеждни партньори в устойчивото финансиране.

Третата категория е свързана с ефектите за клиентите, които представляват прякото отражение на устойчивите практики върху пазарните участници. Показател като дялът на клиентите, инвестиращи в устойчиви инструменти, измерва степента на ангажираност и интерес към устойчивите продукти. Нарастването на този дял сигнализира за успешно пазарно позициониране на посредника като участник, който предлага отговорни и модерни инвестиционни решения. Друг важен индикатор е обратната връзка от клиентите при получаване на консултации, свързани с устойчивото раз-

витие. Той има качествен характер и предоставя информация за възприемането на услугите, свързани с устойчивото развитие от клиентите, за тяхната удовлетвореност и за възможните области на подобрене. Тези индикатори не само отразяват пазарната ефективност, но и подпомагат създаването на дългосрочни взаимоотношения, основани на доверие и прозрачност.

Последната категория включва индикаторите за въздействие, които измерват реалните резултати от устойчивите инвестиции върху околната среда и обществото. Сред тях намаляването на въглеродния отпечатък от инвестициите е един от най-съществените показатели, тъй като директно отразява екологичния ефект от дейността на посредника. Измерването му позволява оценка на степента, до която инвестиционните решения допринасят за прехода към нисковъглеродна икономика. Друг показател – броят на стартираните зелени проекти – има двоен ефект: от една страна, служи като измерител на активната подкрепа за устойчиви инициативи, а от друга – показва готовността на посредника да поема социална и екологична отговорност чрез реални инвестиционни действия.

Взаимодействието между тези категории КРІ формира цялостна система за оценка на устойчивото развитие. Докато първата и втората група индикатори измерват степента на вътрешна интеграция и прозрачност, третата и четвъртата категория оценяват външното въздействие – върху клиентите, пазара и околната среда. Комбинацията от количествени и качествени показатели позволява обективен анализ на устойчивостта, осигурявайки основа за стратегическо планиране, управление на риска и непрекъснато усъвършенстване на практиките в областта на устойчивото развитие.

Въвеждането и пълното прилагане на принципите на устойчивото развитие в дейността на инвестиционните посредници представлява комплексен, многоетапен и непрекъснат процес, който изисква стратегическа визия, институционален капацитет и последователност в изпълнението и следва да премине през различни етапи.

5. Етапи на усъвършенстване въвеждането на устойчивото развитие в дейността на инвестиционния посредник.

Процесът на усъвършенстване въвеждането на устойчивото развитие в дейността на инвестиционния посредник не може да бъде разглеждан като еднократно действие или административна промяна, а по-скоро като постепенна трансформация на организационната култура, управленските практики и пазарното поведение. Устойчивото развитие предполага интегриране на икономически, социални и екологични цели във всички нива на корпоративното управление – от формулирането на стратегията до оперативните решения и оценката на резултатите.



Източник: Авторска разработка

Фигура 2: Етапи на въвеждане

Процесът по въвеждане на принципите на устойчивото развитие в дейността на инвестиционните посредници представлява структурирана и циклична система, която преминава през няколко последователни етапа – оценка и планиране, подготовка и обучение, внедряване, мониторинг и прозрачност и непрекъснато усъвършенстване. Всеки от тези етапи има своята специфична роля и функции, като заедно те формират цялостен управленски механизъм, гарантиращ ефективната трансформация на посредниците към устойчив бизнес модел.

Първият етап – оценка и планиране – е фундаментален за изграждането на устойчива рамка. В този етап инвестиционният посредник извършва ESG самооценка, с цел да идентифицира текущото състояние на своите политики, структури и процеси спрямо изискванията на устойчивото развитие. Резултатите от самооценката служат като основа за изготвяне на стратегически план, който определя визията, целите и приоритетите в краткосрочен и дългосрочен план. Този процес често включва и съгласуване с регулаторните органи, което осигурява съвместимост с националните и европейските изисквания, като по този начин се гарантира правната и институционалната легитимност на предприетите стъпки. На този етап се поставя стратегическата основа на устойчивото развитие като управленска философия, а не като изолирана инициатива.

Следващият етап – подготовка и обучение – има за цел изграждане на капацитет и повишаване на експертизата в организацията. В рамките на този етап се разработват и прилагат ESG програми за обучение, насочени както към ръководния състав, така и към служителите, с цел изграждане на необходимите знания за прилагане на устойчиви практики. Паралелно с това се създава експертен екип, който да координира и управлява процеса на устойчиво развитие, да следи за съответствие с изискванията и да

разработва конкретни инициативи. Този етап има не само образователна, но и културна функция, тъй като насърчава промяна в организационното мислене – от фокус върху краткосрочната печалба към ориентация към дългосрочна стойност и социална отговорност.

Третият етап – внедряване – представлява практическата реализация на стратегическите намерения. На този етап се създават и предлагат устойчиви продукти, които отговарят на стандартите за устойчиво финансиране, извършва се категоризация на портфейли, свързани с устойчивото развитие и се въвеждат механизми за оценка на риска и въздействието. Именно тук устойчивото развитие придобива измеримо пазарно изражение. Етапът на внедряване е критичен, тъй като той показва до каква степен стратегическите намерения могат да бъдат превърнати в реални действия, интегрирани в ежедневната дейност на посредника.

След внедряването следва етапът на мониторинг и прозрачност, който осигурява отчетност и обратна връзка. На този етап посредникът изготвя отчети, свързани с устойчивото развитие и корпоративната социална отговорност, публикува индикатори за въздействие и поддържа активна комуникация с клиентите относно резултатите от своите инициативи. Прозрачността се превръща в основен механизъм за изграждане на доверие, както между посредника и неговите клиенти, така и между институцията и обществото.

Последният етап – непрекъснатото усъвършенстване – гарантира устойчивостта на самия процес. В неговите рамки се реализира обратна връзка, която позволява актуализация на политиките, стратегиите и процедурите в съответствие с променящата се пазарна, регулаторна и социална среда. В този етап се засилва сътрудничеството с други участници, включително регулатори, пазарни организации и неправителствени институции, което подпомага обмена на добри практики и хармонизиране на стандартите.

В своята цялост схемата отразява логиката на непрекъснатия управленски цикъл – от стратегическо планиране, през изпълнение и оценка, до корекция и подобрене. Тя показва, че устойчивото развитие не е еднократен проект, а постоянен процес на организационно учене и еволюция. Само чрез такава системност инвестиционните посредници могат да гарантират, че устойчивото развитие ще бъде трайно интегрирано в техните структури, политики и пазарно поведение, превръщайки се в основен двигател на тяхната конкурентоспособност и обществена отговорност.

Заклучение

Въз основа на всичко представено по-горе може да се заключи, че емпиричният преглед очертава консистентна, но все още фрагментирана насока на сектора към устойчивост, която обуславя нуждата от модел, интегриращ политика,

процеси и измерване на ефекта. По Изследователски въпрос 1 се наблюдава силен консенсус, че глобалната икономика следва да се адаптира към принципите на устойчивото развитие и че интензивната експлоатация на ресурси е съществен риск – особено в ресурсно ориентирани икономики. Изследователски въпрос 2 показва противоречиви нагласи към действащата регулация: осведомяването се оценява като нужно, но рамките се възприемат за прекомерно сложни и недостатъчно приложими; приоритети стават опростяване, детайлизиращи насоки и механизми за обратна връзка с индустрията. По Изследователски въпрос 3 посредниците демонстрират принципно одобрение за инструмента зелени облигации и на ролята на иновациите, но практическата увереност е ограничена от качеството на емисиите, страха от „greenwashing“ и дефицит на надеждни данни и методики за въздействие. Също така не се обръща внимание на образованието. Изследователски въпрос 4 потвърждава, че финансовите посредници и капиталовите пазари се възприемат като ключови трансмисионни механизми за насочване на капитал към устойчиви проекти, включително чрез международни инвеститори при условие за спазване на принципите на устойчиво развитие. Изследователски въпрос 5 разкрива неравномерна организационна зрялост: интеграцията на устойчивостта в корпоративната стратегия напредва, но често липсват системни критерии при инвестиции със собствени и клиентски средства, последователно измерване на въздействието и проактивно управление на риска. Тенденциите водят до заключение, че се наблюдава „междина зрялост“: висока декларативна подкрепа, но ограничена практическа реализация. Оттук следва необходимостта от цялостен концептуален модел, който включва устойчивото развитие в стратегическото управление, изгражда капацитет и стандарти за продукти, данни и измерители, засилва прозрачността и образованието на клиентите и въвежда цикъл за мониторинг и непрекъснато усъвършенстване, за да се превърне устойчивостта от намерение в повторям организационен резултат.

Предложеният модел очертава целенасочена трансформация на българския инвестиционен посредник от пасивен изпълнител на регулаторни изисквания към активен агент на устойчивата икономика. Визията поставя интеграцията на принципите на устойчиво развитие, иновациите, прозрачността и отговорното инвестиране в центъра на корпоративното управление, така че да се защитят интересите на инвеститорите и да се укрепи дългосрочната стабилност на капиталовите пазари. Моделът се структурира около седем взаимосвързани стълба: въвеждане на принципите за устойчиво развитие във всички управленски нива чрез политики, кодекси и вътрешни оценки, системно изграждане на капацитет – обучение на персонала, експертни екипи и партньорства с външни специалисти, развитие на продуктов портфейл с устойчив фокус, ESG скрининг и финтех решения, надеждна информация и отчетност чрез регулярни нефинансови отчети и ясна комуникация към клиентите, организа-

ционна култура и стимули, които правят устойчивостта поведенческа норма, съответствие и координация с регулатори и пазарни институции, подкрепено от публично-частни партньорства, измеримост и контрол посредством индикаторите, самооценка и мониторинг на дългосрочното въздействие. Механизмът на функциониране свързва входящите фактори (регулации, образование, иновации и пазарна обратна връзка) с институционалния капацитет и ключовите процеси (инвестиране, управление на рискове, консултиране), а резултатите се изразяват в по-висока конкурентоспособност, прозрачност и реален принос към общественото и екологичното благосъстояние. Рамката е практическа приложена чрез индикатори, които проследяват степента на внедряване, прозрачността, ефектите за клиентите и екологично-социалното въздействие. Така моделът превръща устойчивото развитие от декларативна цел в управляем, измерим и самоусъвършенстващ се процес, съвместим с европейските стандарти и приложим в българския пазарен контекст.

Спонсориране на научното изследване

Изследването не е спонсорирано.

Използвана литература

- Беев, И. и колектив (2013). *Устойчиво развитие и конкурентноспособност на българската икономика*. София: УНСС. (Beev, I. et al., 2013, Sustainable development and competitiveness of the Bulgarian economy. Sofia: UNWE).
- Гечев, Р. и колектив (2013). *Устойчиво развитие и конкурентноспособност на българската икономика*. София: УНСС. (Gechev, R. et al., 2013, Sustainable development and competitiveness of the Bulgarian economy. Sofia: UNWE).
- Иванова, В. (2013). Opportunities for the Green Economy in Bulgaria, *Economic Alternatives*, 4, (Ivanova, V., 2013, Opportunities for a green economy in Bulgaria, *Economic Alternatives*, 4), <https://www.unwe.bg/eajournal/en/journalissues/article/5241> (accessed 29.03.2026)
- Ножаров, Щ. (2021). *Корпоративна социална отговорност: учебно-методическо помагало*. София: УНСС. (Nozharov, Sh., 2021, Corporate social responsibility: a teaching and methodological manual. Sofia: UNWE).
- Han, B., Pu, Y. and Wu, Y. (2023). How does sustainable energy utilities integration promote green recovery? Case of Central and Eastern Europe. *Utilities Policy*, 83, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0957178723001145> (accessed 29.03.2026)
- Chen, J., Abbas, J., Najam, H., Liu, J., Abbas, J. (2022). Green technological innovation, green finance, and financial development and their role in green total factor productivity: Empirical insights from China. *Journal of*

- Cleaner Production*, 382, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652622047059> (accessed 29 March 2026)
- Lee, C.-C., Chen, P.-F., Chu, P.-J. (2022). Green recovery through financial inclusion of mobile payment: A study of low- and middle-income Asian countries“, *Economic Analysis and Policy*, 77, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S031359262200220X> (accessed 29 March 2026)
- Rasoulinezhad, E., Taghizadeh-Hesary, F. (2022). Role of green finance in improving energy efficiency and renewable energy development. *Energy Efficiency*, 15, <https://link.springer.com/article/10.1007/s12053-022-10021-4> (accessed 29 March 2026)
- Gechev, R. (2005). Sustainable Development: Economic Aspects. *University of Indianapolis Press*, https://books.google.bg/books?id=fPq_zx_vGm4C&printsec=frontcover&hl=bg&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false (accessed 29 March 2026)
- Zhao, L., Chau, K.Y., Tran, T.K., Sadiq, M., Xyen, N.T.M., Phan, T.T.H. (2022). Enhancing green economic recovery through green bonds financing and energy efficiency investments. *Economic Analysis and Policy*, 76, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0313592622001369> (accessed 29 March 2026)
- Smol, M. (2022). Is the Green Deal a global strategy? Revision of the Green Deal definitions, strategies and importance in post-COVID recovery plans in various regions of the world. *Energy Policy*, 169, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301421522003779> (accessed 29 March 2026)
- Khan, M.A., Riaz, H., Ahmed, M., Saeed, A. (2021). „Does green finance really deliver what is expected? An empirical perspective. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214845021000806> (accessed 29 March 2026)
- Umar, M., Safi, A. (2023). „Do green finance and innovation matter for environmental protection? A case of OECD economies. *Energy Economics*, 119, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988323000580> (accessed 29 March 2026)
- Wan, Q., Qian, J., Baghirli, A., Aghayev, A. (2022). Green finance and carbon reduction: Implications for green recovery. *Economic Analysis and Policy*, 76, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0313592622001643> (accessed 29 March 2026)
- Shang, Y., Lian, Y., Chen, H., Qian, F. (2023). The impacts of energy resource and tourism on green growth: Evidence from Asian economies. *Resources Policy*, 81, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301420723000673> (accessed 29 March 2026)

**ANALYSIS OF THE VIEWS OF BULGARIAN INVESTMENT
INTERMEDIARIES REGARDING SUSTAINABLE
DEVELOPMENT. MODEL FOR SUSTAINABLE DEVELOPMENT
OF THE BULGARIAN INVESTMENT INTERMEDIARY**

Anton Kushev, PhD Student
Department of Economics
University of National and World Economy
e-mail: anton.kushev@unwe.bg

Abstract

The study aims to develop a model for the sustainable development of Bulgarian investment intermediaries by integrating the principles of sustainability into their strategy, risk management, and investment practices. In this regard, a brief literature review of the theoretical foundations of sustainable development and green finance is provided. The results of a survey conducted among Bulgarian investment intermediaries regarding their attitudes toward sustainable development are presented. Based on these results, an original model for sustainable development is constructed and described. The main findings indicate a high declarative consensus in favor of sustainable development, green bonds, and financial innovations, but also reveal fragmented practical implementation, insufficient regulatory clarity, a lack of systematic criteria for sustainable investments, and underdeveloped impact measurement. It is concluded that the sector is at an intermediate stage of maturity and requires a comprehensive model that links policy, processes, and measurable outcomes. The proposed model has practical applicability for investment intermediaries.

Keywords: sustainable development, investment intermediaries, green finance, environmental, social and governance (ESG) factors, green bonds, corporate social responsibility, financial innovation, risk management, sustainable investments, sustainable development model

JEL: G30

Приложение 1

Въпросник за определяне нагласите относно устойчивото развитие

1. Считате ли, че глобалната икономика трябва да се адаптира през призмата на устойчивото развитие?

- Да, необходимо е ограничаване на зависимостта от световните пазари, насочване към регионални инициативи, отговорно потребление и ефективна справедливост;
- Да, необходимо е само ограничаване на зависимостта от световните пазари;
- Не считам, че трябва да се адаптира;
- Адаптирането е неизбежно, но със забавени темпове;
- Друго:

2. Считате ли, че ролята на финансовите посредници при насочване на капитали към устойчиво развитие е основополагаща?

- Да
- Не
- Друго:

3. Стратегията за устойчивост трябва да бъде:

- Отделена от корпоративната стратегия;
- Интегрирана в корпоративната стратегия;
- Друго:

4. Предприетите действия за повишаване на осведомеността относно устойчивостта са:

- Добър инструмент;
- Добър инструмент, но трябва да бъде балансиран спрямо ползите и разходите;
- Неподходящ инструмент;
- Друго:

5. Зелените облигации са подходящ инструмент за финансиране на устойчиви проекти:

- Да
- Не
- Друго:

6. Причини за задържане на растежа на зелените облигации (може повече от един избор):

- Не са подходящ инструмент
- Липсват качествени емисии
- Насищане на пазара
- Риск от „зелена заблуда“ (greenwashing)
- Регулаторни ограничения
- Друго:

7. Отвореността на капиталовите пазари ще засили устойчивото развитие:

- Да
- Да, ако инвеститорите следват принципите на устойчивостта
- Не
- Друго:

8. Принципите на устойчивостта ще ограничат изпирането на пари и финансирането на тероризма:

- Да
- Не
- Друго:

9. Финансовите иновации ще стимулират устойчивото развитие:

- Да
- Не
- Друго:

10. Действащата регулация е:

- Достатъчна, но не е подходяща
- Достатъчна и подходяща
- Недостатъчна, но подходяща
- Недостатъчна и неподходяща
- Друго:

11. Ако регулацията е недостатъчна/неподходяща (може повече от един избор):

- Твърде сложна – трябва да се опрости
- Трябва да се детайлизира
- Трябва да се отмени
- Не считам, че е недостатъчна
- Друго:

12. Активите, свързани с устойчивостта, реализират по-висока възвръщаемост:

- Да – надценени
- Да – справедливо оценени
- Да – подценени
- Не считам, че имат по-висока стойност
- Друго:

13. Има ли връзка между удовлетвореността на служителите и възвръщаемостта?

- Да
- Не
- Друго:

14. Устойчивото развитие води до генериране на нови рискове:

- Да
- Не
- Друго:

15. Устойчивото развитие води до ограничаване на рискове:

- Да
- Не
- Друго:

16. Стратегията предвижда ли инвестиране на собствени средства в устойчиви инвестиции?

- Да
- Не
- Друго:

17. Прилагате ли критерии при избор на устойчиви инвестиции (собствени средства)?

- Само качествени
- Само количествени
- И двата вида
- Не прилагам критерии
- Друго:

18. Измервате ли въздействието върху общество и околна среда (собствени средства)?

- Да
- Не
- Друго:

19. Предприемате ли мерки при съмнения относно ефективността на устойчивите инвестиции (собствени средства)?

- Да
- Не
- Друго:

20. Посочете примери за устойчиви инвестиции (собствени средства):

21. Политики по корпоративна социална отговорност:

- Екологични
- Екологични и социални
- Екологични, социални и управленски
- Екологични и управленски
- Социални и управленски
- Друго:

22. Дейности по управление на рисковете във връзка с устойчивостта:

- Ограничаване на ESG рискове
- Опазване на околната среда
- Околна среда и ESG при наемане
- Не планирам дейности
- Друго:

23. Прилагате ли критерии при избор на устойчиви инвестиции (клиентски средства)?

- Само качествени
- Само количествени
- И двата вида
- Не прилагам критерии
- Друго:

24. Измервате ли въздействието върху общество и околна среда (клиентски средства)?

- Да
- Не
- Друго:

25. Предприемате ли мерки при съмнения относно ефективността (клиентски средства)?

- Да
- Не
- Друго:

26. Предлагате ли образователни ресурси на клиентите?

- Екологични
- Екологични и социални
- ESG
- Екологични и управленски
- Социални и управленски
- Друго:

27. Интегрирането на устойчивостта води до:

- Надценяване
- Подценяване
- Не води до надценяване
- Не води до подценяване
- Оценява се правилно
- Друго:

28. Експлоатацията на ресурси е пречка за устойчивото развитие:

- Да
- Да – основно за износители
- Не
- Друго:

29. Прави ли се достатъчно за КСО?

- Да, достатъчно
- Да, прекалено много
- Не, недостатъчно
- Нищо не е направено
- Друго:

30. В коя област бихте инвестирали? (може повече от един избор)

- Климатични промени
- Икономическо неравновесие
- Енергиен недостиг
- Достъп до здравеопазване
- Достоверна информация
- Преквалификация на работната сила
- Друго: