



РЕЦЕНЗИЯ

От: *доц. д-р Александър Ангелов Косулиев;*
Русенски университет “Ангел Кънчев”;
3.8. Икономика

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по научна специалност в УНСС.

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед заповед № 448/19.02.2025 на Ректора на УНСС.

Автор на дисертационния труд: *Николай Йорданов Йорданов*
Тема на дисертационния труд: *Макроикономическите последици от инвестициите в зелени облигации в Централна и Източна Европа: Анализ на финансирането на борбата с климатичните промени, интеграцията на ESG и устойчивостта*

1. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към катедра/факултет на УНСС по научна специалност 3.8. Икономика (ДП “Политическа икономика” (Микроикономика и макроикономика)) съгласно Заповед на Зам.-ректора по НИД на УНСС №848/31.03.2023 г. Обучението е осъществено в задочна форма през периода 31.03.2023 г. до настоящия момент. Научен ръководител на докторанта е доц. д-р Камелия Боянова Асенова.

Докторантът е завършил висше икономическо образование със степен бакалавър в УНСС и със степен магистър от университета Дъръм. Той е дипломиран експерт-счетоводител и член на Асоциацията на дипломираните експерт-счетоводители във Великобритания. Работил е като одитор и консултант в Ernst and Young Bulgaria и като финансов мениджър в още няколко организации. От 12.2023 г. до момента заема позицията “финансов директор” на “Фонд мениджър на финансови инструменти в България” ЕАД.

Докторантът е изпълнил заложените дейности в индивидуалния план и е отчислен с право на защита.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд на Николай Йорданов е в **обем** от 232 страници, от които 166 страници текст на изложението. В основния текст са представени 1 таблица с данни и 13 фигури. Към изложението има пет приложения. В библиографията са посочени общо 169 източника, по-голямата част от които са на английски език.

Трудът се състои от увод, три глави, заключение, пет приложения след основния текст и списък на използваната литература.

Уводът обосновава актуалността на дисертацията, като посочва предизвикателствата, които поставя изменението на климата за селскостопанския сектор, потреблението и производството на енергия, застрахователния бизнес, туризма, градската среда, транспортната инфраструктура, веригите за доставка и здравето. На макроикономическо ниво съвкупното действие на тези ефекти застрашава икономическия растеж и ценовата стабилност. Борбата срещу климатичните промени предполага осигуряване на необходимото финансиране, където основна роля играят зелените облигации като инструмент за набиране на средства за екологични промени. Дефинирани са обектът, предметът и целта на изследването, както и работните хипотези. Обосновани са неговият обхват и включените в него страни.

Първа глава представя правната рамка, регулираща борбата с климатичните промени и историята на финансирането на борбата с климатичните промени. Посочени са основните организации, които осъществяват това финансиране, както и фондовете и каналите, посредством които то се осъществява на регионално, национално и международно ниво. Разкрита е същността на зелените облигации, техния произход, категории, функции и цели. Важно място в тази глава заема параграфът за рамките и стандартите за зелени облигации, тяхното регулиране и сертифициране, защото плуралистичният подход и липсата на унификация се явява един от факторите, които забавят развитието на техния пазар. Направено е сравнение между зелените облигации и традиционните пазари на облигации. Разгледани са предимствата и недостатъците на зелените облигации спрямо другите финансови инструменти. Налице е контекстуална съпоставка на зелените облигации при използването на екологичните, социални критерии и критерии за управление (ESG) в процеса на вземане на решения от страна на инвеститорите и на компаниите.

Във *втора глава* е направен анализ на глобалния пазар на зелени облигации чрез сегментация на емисиите на зелени облигации по регион, тип на емитента, валута, размер на емисиите, кредитен рейтинг на емитентите и матуритетната структура. Поставен е акцент върху пазара на зелени облигации в Централна и Източна Европа и неговите специфики от гл.т. на регулаторната среда, интереса на институционалните и малките инвеститори и параметрите на пазара (например ограничената ликвидност). Посочени са потенциалните канали на въздействие на инвестициите в зелени облигации върху икономиката на макро ниво (през пазарите на труда и капитала), както и трансформацията, която могат да породят в енергийния сектор, транспортната инфраструктура и градската среда. На база на това са формирани и политически препоръки. Подробно са представени емисиите на зелени облигации в ЦИЕ по страни и години.

Глава трета излага методологията на изследването и представя подробно източниците на данни (които са с вторичен характер от официални източници - МФВ, СБ и ООН). Основният изследователски метод е панелният регресионен тест, в който зависимата променлива е избран показател, описващ икономическото състояние на страните от ЦИЕ. Инвестициите в зелени облигации са зависимата променлива. Добавени са контролните променливи: търговия, индекс на човешкото развитие, ПЧИ, население, инфлация, правителствени разходи, развитие на финансовите пазари, реален валутен курс. Докладвани са резултатите от статичен иконометричен модел без лагове и с лагове. И в двата случая статистическата значимост на коефициента на зелените облигации в текущия период върху БВП зависи от конкретната спецификация на модела. Тя е налице при използването на индивидуални фиксирани ефекти. При същите обстоятелства се регистрира статистически значимо влияние в обратната посока - от нивото на БВП към обемите инвестиции в зелени облигации.

Заклучението обобщава изложеното в трите глави и прави цялостни изводи от тях, на основата на които се формулират препоръки към правителствата на страните от ЦИЕ относно провеждането на политики, свързани със зелените облигации.

Актуалността на темата на дисертационния труд е обусловена от обективно протичащи глобални процеси и от все по-засилващото се внимание към тях в обществата. Климатичните промени изправят пред предизвикателство както съществуващите локални и глобални екосистеми, така и социалните структури и икономическите единици. Изменението на климата е свързано както с непосредствени рискове (напр. екстремни метеорологични явления), така и с дългосрочни

предизвикателства (напр. енергиен преход) за икономиките в световен мащаб. Зелените облигации са важен инструмент за финансиране на прехода към нисковъглеродна икономика и адаптирането към климатичните промени. Тяхното емитиране расте бързо през последните години, което поставя въпроса за макроикономическите последици от употребата им и адекватния баланс между решаването на проблемите на климата и постигането и запазването на устойчив икономически растеж. В контекста на горното, страните от Централна и Източна Европа (ЦИЕ) представляват особен интерес, тъй като глобалните аспекти на проблема са пречупени през спецификите на региона - сравнително късния старт към пазарна икономика, по-ниска зрялост на финансовите пазари, по-ниски доходи на населението спрямо държавите от Западна Европа и съществен дял на индустриите, зависими от изкопаеми горива.

Целта на дисертационния труд е да анализира макроикономическите последици от инвестициите, финансирани със зелени облигации в Централна и Източна Европа. Тя е подкрепена от три **задачи**: систематизиране и анализ на историческото развитие на борбата с климатичните промени през призмата на зелените облигации; да бъде проучено развитието на пазара на зелени облигации в ЦИЕ; да се анализира макроикономическото въздействие на тези облигации и финансираните чрез тях инвестиции в икономиките от ЦИЕ.

Обект на изследването са основни макроикономически последици от инвестициите, финансирани със зелени облигации в група страни от ЦИЕ.

Предмет е въздействието на инвестициите, финансирани със зелени облигации върху ключови макроикономически показатели в група страни от ЦИЕ.

Основната **теза** е, че инвестициите, финансирани чрез зелени облигации, оказват положително и статистически значимо влияние върху растежа на реалния БВП в страните от Централна и Източна Европа, като този ефект се проявява по-отчетливо в средносрочен план.

Смятам, че актуалността на темата е безспорна, а целта на дисертационния труд е с формулирани задачи, чието изпълнение улеснява и нейното постигане. Обектът и предметът са адекватни за целите на дисертационния труд, а основната теза е построена по начин, който принципно позволява да бъде подложена на проверка и доказана или отхвърлена.

Използваната литература също е поставена в услуга на целите на дисертацията и е в достатъчен обем, за да бъде доказана основната теза.

Преобладават източниците на английски език, което е разбираемо с оглед на това, че публикациите на български по темата са по-малко.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Дисертантът не доказва по категоричен начин формулираната в увода теза. Това обаче не е критика към неговата работа. Изследователят трябва да се води от данните и подходящата за техния анализ методология, не от стремежа да докаже предварително зададена теза на всяка цена. Защото получените резултати могат да станат основа за провеждането на политики, които засягат голям брой хора и е важно решенията, които се вземат, да бъдат информирани, а не идеологизирани. В този контекст, нюансираността на изводите, направени от дисертанта на базата на различията в резултатите при различни спецификации на модела, възприемам като демонстрация на изследователски интегритет, а не като пълен или частичен неуспех. Смятам, че с оглед обхвата на данните (13 държави и 8 години) и избрания метод на иконометричен анализ, трудно може да се докаже по безспорен начин статистически значимо и положително влияние на инвестициите в зелени облигации върху БВП, ако такова влияние има. До голяма степен разработката е изчерпала обяснителния потенциал на панелната регресия по метода на най-малките квадрати, отчитайки включването на модел с лаг, използването на фиксирани и случайни ефекти, провеждането на регресионни диагностики, прилагането на групирани стандартни грешки и проверката за наличието на обратна връзка между инвестиции в зелени облигации и БВП.

С оглед на това смятам, че поставените задачи са изпълнени и целта на дисертационния труд е постигната.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Дисертантът посочва следните научни и научно-приложни приноси, изведени от него в дисертационни труд:

- 1) Разработване на емпиричен модел за оценка на макроикономическите последствия от инвестициите в зелени облигации;
- 2) Тествани са регресионни модели за анализ на данни
- 3) Оценка на икономическите ползи от зелените облигации
- 4) Разширяване на теоретичната рамка за макроикономическите ефекти на зелените облигации в ЦИЕ;

По мое мнение първият принос е *адаптиране на иконометричен инструментариум за оценка на макроикономическите последствия от инвестициите в зелени облигации*. В общия си вид моделът е регресионен

анализ на панелни данни по метода на най-малките квадрати и използваните конкретни спецификации са по-скоро приложението му за нуждите на анализа. Вторият и третият принос са естествено продължение на това приложение. Четвъртият принос в концентриран вид описва значението на дисертационния труд. Приносите са адекватни за разработка от този вид и имат нужната тежест, изисквани от подобна научна публикация. Научно-приложният им характер може да послужи като основа за информиране при провеждането на политики в областта и самият дисертант отправя препоръки в тази насока в текста.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

За присъждането на ОНС “доктор” дисертантът представя четири публикации по дисертацията:

- 1) Do fund managers herd in frontier markets – And why? International Review of Financial Analysis, April 2015, Authors: Fotini Economou, Konstantinos Gavriilidis, Vasileios Kallinterakis, Nikolay Yordanov; DOI: 10.1016/j.irfa.2015.03.017
- 2) Institutional Herding in a Transition Economy: Evidence from Bulgaria, Vanguard Scientific Instruments in Management, vol. 19, no. 1 2023, Author: Nikolay Yordanov; ISSN 1314-0582
- 3) Bridging the Gap: Financing the Circular Economy for Sustainable Development in Central and Eastern Europe, Conference Paper, Bourgas Free University, pp. 150-160, Authors: Nikolay Yordanov; assoc. prof. Kamelia Asenova
- 4) Анализ на текущото състояние на борбата с изменението на климата в България, Научни трудове на УНСС, ИК-УНСС; ISSN (online): 2534-8957; ISSN (print): 0861-9344;

Две от тях са самостоятелни и две - в съавторство. Три са на английски език, а една - на български. Публикациите са във форуми или платформи, които са достатъчно престижни и осигуряват необходимото разпространение на научната литература

6. Оценка на автореферата

Цялостно авторефератът отразява коректно съдържанието и структурата на дисертационния труд. Обектът, предметът, тезата и целта се припокриват. Има известно разминаване като формулировка и брой в поставените задачи. В автореферата те са с една повече. Четвъртата задача, посочена в реферата (превръщането на научните резултати в

прагматични политически предложения), не е експлицитно заявена като такава в дисертационния труд, въпреки че съдържателно е реализирана в него.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Критичните бележки са малко и не променят цялостно оценката за дисертационния труд. По отношение на структурата и съдържанието 3.1. и 3.2. могат да бъдат обединени, като описанието на променливите в регресионното уравнение може да бъде преместено в 3.3. Също така, в началото на 3.1. са споменати изследвания на ефекта от зелените облигации върху икономическия растеж в други региони. Разработката щеше да спечели, ако авторът беше представил по-подробно как се е стигнало до тези резултати, каква е методологията на тези изследвания, доколко техният иконометричен инструментариум е приложим в контекста на зелените облигации в ЦИЕ, ако е различен в настоящата разработка, какво налага тези разлики.

Препоръката ми е също в тази насока. При изследването на проблема в бъдеще може да се излезе извън рамките на регресията по метода на най-малките квадрати и да се приложи например GMM регресия. Последващи разработки могат да проверят за наличието на прагови ефекти - дали пазарите на зелени облигации трябва да достигнат определен размер, преди да започнат да оказват значителен ефект върху БВП. Потенциален интерес представлява и въпросът кои сектори от икономиката в най-голяма степен се повлияват положително от финансиране през зелени облигации.

Въпросът ми към дисертанта е дали практиките на “greenwashing” и “window dressing” се нуждаят от регулаторни мерки или пазарът е в състояние да се справи с тях сам?

8. Заключение

С оглед на рецензирания от мен дисертационен труд и представените други документи, подкрепям присъждането на ОНС “доктор” на Николай Йорданов Йорданов.

10.03.2025 г.
гр. Русе

Подпис:



R E V I E W

From: Assoc. Prof. Aleksandar Angelov Kosuliev, Ph.D.;

"Angel Kanchev" University of Ruse;

3.8. Economics

About: dissertation work for the award of an educational and scientific degree "**doctor**" by science major in UNWE.

Reason for presentation of the review: participation in the composition of the scientific jury for the defense of the dissertation according to Order No. 448/19.02.2025 of the Rector of the UNWE.

Author of the dissertation: *Nikolay Yordanov Yordanov*

Dissertation topic: *The macroeconomic implications of green bond investments in Central and Eastern Europe: An analysis of climate finance, ESG integration and sustainability*

1. Information for the dissertation student

The dissertation student was trained in a doctoral program at department/faculty of the UNSS under scientific specialty 3.8. *Economuics (DP "Political Economy" (Microeconomics and Macroeconomics))* according to the Order of the Vice-Rector for scientific work of UNWE No848/03/31/2023. The training was carried out part-time during the period 31.03.2023 up to the present moment. The scientific supervisor of the doctoral student is Assoc. Prof. Kamelia Boyanova Asenova, Ph.D.

The PhD student got his bachelor degree in Economics from UNWE and his master's degree from Durham University. He is a Chartered Accountant and a member of the Association of Chartered Accountants in Great Britain. He worked as an auditor and consultant at Ernst and Young Bulgaria and as a financial manager in several other organizations. From 12.2023 until now he has been in the position of "financial director" of "Fund manager of financial instruments in Bulgaria" Ltd.

The doctoral student has completed the activities set out in the individual plan and has been awarded with the right to defense.

2. General characteristics of the presented dissertation work

The dissertation work of Nikolay Yordanov is in **volume** of 232 pages, of which 166 pages are text of the exhibition. 1 data table and 13 figures are presented in the main text. There are five appendices to the exhibition. A total of 169 sources are listed in the bibliography, the majority of which are in English.

The work consists of an introduction, three chapters, a conclusion, five appendices after the main text and a list of references.

The introduction justifies the relevance of the thesis by pointing out the challenges that climate change poses for the agricultural sector, energy consumption and production, insurance business, tourism, urban environment, transport infrastructure, supply chains and health. At the macroeconomic level, the cumulative effect of these effects threatens economic growth and price stability. The fight against climate change implies securing the necessary financing, where green bonds play a major role as a tool for raising funds for environmental change. The object, the subject and the purpose of the research, as well as the working hypotheses, are defined. Its scope and the countries included in it are justified.

The first chapter presents the legal framework regulating the fight against climate change and the history of financing the fight against climate change. The main organizations that carry out this financing, as well as the funds and channels through which it is carried out at the regional, national and international level, are indicated. The essence of green bonds, their origin, categories, functions and objectives is revealed. An important place in this chapter is the paragraph on the frameworks and standards for green bonds, their regulation and certification, because the pluralistic approach and the lack of unification is one of the factors that slow down the development of the market. A comparison is made between green bonds and traditional bond markets. The advantages and disadvantages of green bonds compared to other financial instruments are discussed. There is a contextual comparison of green bonds in the use of environmental, social and governance (ESG) criteria in the decision-making process of investors and companies.

In the second chapter the global green bond market is analyzed by segmenting green bond issues by region, issuer type, currency, issue size, issuer credit rating and maturity structure. Emphasis is placed on the green bond market in Central and Eastern Europe and its specifics from the point of view of the regulatory environment, the interest of institutional and small investors and market parameters (e.g. limited liquidity). The potential channels of impact of green bond investments on the economy at the macro level (through labor and

capital markets) are indicated, as well as the transformation they can bring about in the energy sector, transport infrastructure and the urban environment. Based on this, political recommendations were also formed. CEE green bond issues by country and year are presented in detail.

Chapter Three sets out the methodology of the research and presents in detail the sources of data (which are secondary in nature from official sources - IMF, WB and UN). The main research method is the panel regression test, in which the dependent variable is a selected indicator describing the economic status of the CEE countries. Investment in green bonds is the dependent variable. The following control variables are added: trade, human development index, FDI, population, inflation, government spending, financial market development, real exchange rate. The results of a non-lagged and lagged static econometric model are reported. In both cases, the statistical significance of the coefficient of green bonds in the current period on GDP depends on the particular model specification. It is present when using individual fixed effects. Under the same circumstances, a reverse statistically significant influence is registered - from the level of GDP to the volumes of investments in green bonds.

The conclusion summarizes what is presented in the three chapters and makes overall conclusions from them, based on which recommendations are formulated to the governments of the CEE countries regarding the implementation of policies related to green bonds.

The topicality of the dissertation work is conditioned by objectively ongoing global processes and by the ever-increasing attention to them in societies. Climate change challenges existing local and global ecosystems as well as social structures and economic units. Climate change is associated with both immediate risks (e.g. extreme weather events) and long-term challenges (e.g. energy transition) for economies worldwide. Green bonds are an important tool for financing the transition to a low-carbon economy and adaptation to climate change. Their emission has grown rapidly in recent years, which raises the question of the macroeconomic consequences of their use and the adequate balance between solving climate problems and achieving and maintaining sustainable economic growth. In the context of the above, the countries of Central and Eastern Europe (CEE) are of particular interest, since the global aspects of the problem are refracted through the specifics of the region - the relatively late start to a market economy, lower maturity of the financial markets, lower incomes of the population compared to the countries of Western Europe and a significant share of industries dependent on fossil fuels.

The goal of the dissertation is to analyze the macroeconomic implications of green bond-financed investments in Central and Eastern Europe.

It is supported by three **tasks**: systematization and analysis of the historical development of the fight against climate change through the prism of green bonds; to study the development of the green bond market in CEE; to analyze the macroeconomic impact of these bonds and the investments financed through them in the CEE economies.

The object of the study are the macroeconomic implications of investments financed with green bonds in a group of CEE countries.

The subject is the impact of green bond-financed investments on key macroeconomic indicators in a group of CEE countries.

The main **thesis** is that investments financed through green bonds have a positive and statistically significant impact on real GDP growth in Central and Eastern European countries, and this effect is more pronounced in the medium term.

I believe that the topicality of the dissertation is indisputable, and its goal is complemented with the formulated tasks, whose implementation facilitates the goal's achievement. The object and subject matter are adequate for the purposes of the dissertation, and the main thesis is constructed in a way that, in principle, allows it to be subjected to scrutiny and proved or disproved.

The literature used is also placed at the service of the objectives of the dissertation and is in sufficient volume to prove the main thesis. Sources in English predominate, which is understandable considering that there are fewer publications in Bulgarian on the subject.

3. Evaluation of the obtained scientific and scientific-applied results

The dissertation student does not conclusively prove the thesis formulated in the introduction. However, this is not a criticism of his work. The researcher must be guided by the data and the appropriate methodology for their analysis, not by the desire to prove a predetermined thesis at any cost. Because the obtained results can become the basis for the implementation of policies that affect a large number of people, it is important that the decisions that are made are informed and not ideological. In this context, I take the nuanced approach to the inferences drawn based on different model specifications as a demonstration of research integrity rather than failure to achieve the goal. I believe that given the scope of the data (13 countries and 8 years) and the chosen method of econometric analysis, it is difficult to prove in an indisputable way a statistically significant and positive impact of green bond investments on GDP, if such an impact exists. The work has largely exhausted the explanatory potential of panel least squares regression, accounting for the inclusion of a lagged model, the use of fixed and random effects, the running of regression

diagnostics, the application of clustered standard errors, and testing for the presence of an inverse relationship between green bond investment and GDP.

In view of this, I believe that the set tasks have been fulfilled and the aim of the dissertation work has been achieved.

4. Evaluation of scientific and scientific-applied contributions

The dissertation student indicates the following scientific and scientific-applied contributions, brought out by him in the dissertation abstract:

- 1) Development of an empirical model to assess the macroeconomic consequences of investments in green bonds;
- 2) Regression models were tested for data analysis;
- 3) Evaluation of the economic benefits of green bonds;
- 4) Expanding the theoretical framework for the macroeconomic effects of green bonds in CEE;

In my opinion, the first contribution is *adapting an econometric toolkit to assess the macroeconomic consequences of green bond investments*. In its general form, the model is a least-squares panel regression analysis, and the particular specifications used are rather its application to the needs of the analysis. The second and third contributions are a natural continuation of this. The fourth contribution in a concentrated form describes the importance of the dissertation work. The contributions are adequate for a work of this kind and have the necessary weight required of such a scientific publication. Their scientific-applied nature can serve as a basis for information in the implementation of policies in the field, and the dissertation student himself makes recommendations in this direction in the text.

5. Evaluation of dissertation publications

For the award of the doctoral degree the dissertation student presents four publications on the dissertation:

- 1) Do fund managers herd in frontier markets – And why? International Review of Financial Analysis, April 2015, Authors: Fotini Economou, Konstantinos Gavriilidis, Vasileios Kallinterakis, Nikolay Yordanov; DOI: 10.1016/j.irfa.2015.03.017
- 2) Institutional Herding in a Transition Economy: Evidence from Bulgaria, Vanguard Scientific Instruments in Management, vol. 19, no. 1 2023, Author: Nikolay Yordanov; ISSN 1314-0582
- 3) Bridging the Gap: Financing the Circular Economy for Sustainable Development in Central and Eastern Europe, Conference Paper, Bourgas Free

University, pp. 150-160, Authors: Nikolay Yordanov; assoc. prof. Kamelia Asenova

4) Analysis of the current state of the fight against climate change in Bulgaria, Scientific works of UNSS, IC-UNSS; ISSN (online): 2534-8957; ISSN (print): 0861-9344; (in Bulgarian)

Two of them are independent and two - in co-authorship. Three are in English, and one is in Bulgarian. Publications are in forums or platforms that are sufficiently prestigious and provide the necessary dissemination of scientific literature

6. Assessment for the dissertation abstract

Overall, the abstract correctly reflects the content and structure of the dissertation work. The abstract matches the object, subject, thesis, and the goal laid out in the dissertation. There is some discrepancy in terms of wording and number of tasks. In the abstract they are one more. The fourth task stated in the abstract (the transformation of scientific results into pragmatic policy proposals) is not explicitly stated as such in the dissertation, although it is meaningfully realized in it.

7. Critical notes, recommendations and questions

Critical notes are few and do not change the overall evaluation of the dissertation work. In terms of structure and content 3.1. and 3.2. can be combined, and the description of the variables in the regression equation can be moved to 3.3. Also, at the beginning of 3.1. studies of the effect of green bonds on economic growth in other regions are mentioned. The paper would have benefited if the author had presented in more detail how these results were arrived at, what the methodology of these studies is, how applicable their econometric toolkit is to the context of green bonds in CEE, and if it is different in the present paper, what necessitates these differences.

My recommendation is also in this direction. Future research on the problem may go beyond least squares regression and apply, for example, GMM regression. Further work could test for threshold effects—whether green bond markets need to reach a certain size before they begin to have a significant effect on GDP. Also of potential interest is the question of which sectors of the economy are most positively affected by green bond financing.

My question to the dissertation is do the practices of "greenwashing" and "window dressing" need regulatory measures or is the market able to deal with them on its own?

8. Conclusion

In view of the dissertation work reviewed by me and the other documents presented, I support the awarding of the scientific and educational degree “doctor” to Nikolay Yordanov Yordanov.

10 March 2025
Ruse, Bulgaria

Signature: