

НОВЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ – «ЗЕЛЕННЫЕ» ОБЛИГАЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИХ РАЗВИТИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ

Авджи Алина Алимовна

*PhD старший преподаватель кафедры
«Корпоративная экономика и управление»
ТГЭУ*

***Аннотация** «Зеленое» финансирование рассматриваются Узбекистаном как инструмент решения экологических проблем, и как фактор экономического роста. Реализация концепции экологически устойчивого экономического развития связана с необходимостью разработки и управления затратными инвестиционными проектами, требующими значительного объема «зелёного» финансирования. Задача нахождения источников и механизмов финансирования чрезвычайно актуальна для Узбекистана. Все это оправдывает интерес к изучению международного опыта по управлению «зелёным» финансированием и позволит выбрать оптимальные варианты инструментов «зелёного» финансирования.*

***Ключевые слова:** «зеленые» облигации, «зеленая» экономика, «зеленые» инвестиции, механизм работы «зеленых» облигаций, Принципы зеленых облигаций, ESG.*

ВВЕДЕНИЕ.

Заинтересованность Узбекистана в «зеленых» облигациях обусловлена увеличивающимся разрывом между потребностями в инвестициях и фактическими расходами, которые в настоящее время производятся в значительной степени за счет государственного бюджета. Этот разрыв, по консервативным оценкам, составляющий 6 млрд. долларов США в год, невозможно покрыть только за счет государственного финансирования, поэтому необходимо мобилизовать как внутренний, так и иностранный частный капитал для инвестиций в проекты, способствующие достижению его целей в области окружающей среды и развития²¹.

В этой связи возникает необходимость в стимулировании развития рынка «зеленых» облигаций, создании механизма государственной поддержки и системы дополнительных стимулов для участников рынка – эмитентов и инвесторов.

В работе применялись общенаучные методы, включая анализ и синтез, сравнение, описание и классификация, что позволило комплексно оценить

²¹ OECD (2024), Финансирование перехода Узбекистана к «зеленой» экономике: Развитие рынка капитала и возможности для выпуска «зеленых» облигаций, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/62ea4f13-ru>.

текущее состояние и перспективы развития рынка «зеленых» облигаций. Для получения актуальной информации использовались ресурсы научных порталов «КиберЛенинка» и другие источники.

ОБСУЖДЕНИЕ.

«Зеленые» облигации во многих странах быстро превратились в интенсивно растущий сегмент рынка ценных бумаг. Вслед за международными финансовыми организациям их стали выпускать национальные органы власти, коммерческие банки и частные корпорации. Создание рынка «зеленых» ценных бумаг рассматривается как один из основных шагов, позволяющих осуществить переход к «зеленой» экономике.

«Зеленая» облигация, по своей сути, являются долговым инструментом, как и любая другая облигация (см. Таблицу 1) и предполагает фиксированную возвратность и использование всей суммы, полученной от размещении на финансирование или рефинансирование полностью или частично новых или существующих зеленых проектов.

Таблица 1.

Сравнительные характеристики «зеленых» и обычных облигаций²²

| Характеристика | Зеленые облигации | Обычные облигации |
|------------------------------|---|----------------------------------|
| Целевое использование | Строго на экологические проекты | На любые корпоративные цели |
| Стоимость выпуска | Высокая (требуется верификация) | Стандартная |
| Доходность (yield) | Сопоставима с обычными (премия < 0.02%) | Базовая рыночная |
| Прозрачность | Повышенная отчетность весь срок | Стандартное раскрытие информации |
| Риск | Кредитный + Репутационный (гринвошинг) | Кредитный |

Наличие стандартов и механизмов сертификации «зеленых» облигаций, а также особых критериев оценки и контроля за направлениями использования средств от размещения облигаций дают четкий ответ на вопрос, чем именно «зеленые» облигации отличаются от привычных, хорошо известных на рынке долговых инструментов, а также обеспечивают гарантию того, что эти средства действительно расходуются в соответствии с заявленными экологическими целями проекта.

В настоящее время маркирование осуществляется на основе

²² Climate Bonds Initiative (CBI), ежегодные и квартальные отчеты «Sustainable Debt Global State of the Market».

международных правил и процедур, содержащихся в Принципах «зеленых» облигаций разработанных Международной ассоциацией рынков капитала (International Capital Markets Association) и Стандарте климатических облигаций, принятыми международными организациями, которые не носит обязательного характера (СВИ).

«Зеленая» облигация, которая прошла проверку СВИ на предмет соответствия их критериям, изложенным в Стандарте, называется сертифицированной. В некоторых исследованиях подтверждается тот факт, что премия облигации может удваиваться или утраиваться, если облигация сертифицирована и соответствует требованиям СВИ.

Принципы «зеленых» облигаций (GBP) – это добровольно применяемые рекомендации, в которых содержатся положения относительно прозрачности и раскрытия информации, способствующие целостности в развитии рынка «зеленых» облигаций посредством разъяснения подхода к выпуску таких облигаций.

Соблюдение Принципов «зелёных» облигаций означает заверение инвесторам (полагаясь на независимого эксперта), что эмитент соответствует определенным стандартам в отношении того, куда направляются средства от облигаций, как выбираются проекты и какие отчеты необходимо предоставить инвесторам.

Принципы «зеленых» бондов содержат рекомендации по раскрытию эмитентами информации о предстоящем выпуске «зеленых» облигаций, позволяющей инвесторам и другим участникам рынка оценить основные характеристики облигаций и принять стратегические решения по размещению средств. Принципы состоят из четырех компонентов: 1) направления использования поступлений от размещения «зеленых» бондов, 2) процесс оценки и выбора проекта, 3) управление средствами эмиссии, 4) отчетность.

Особый акцент в Принципах сделан на обеспечении целевого характера использования вырученных от размещения «зеленых» облигаций средств (принцип 1), т.е. их безусловного инвестирования в программы и проекты в «зеленые» отрасли и сектора экономики. Кроме того, Принципы уделяют значительное внимание вопросу результативности «зеленых» инвестиций, т.е. оценке последствий реализации программ и проектов (impact assessment) с точки зрения сокращения объемов эмиссии парниковых газов, достигнутых объемов экономии энергии, увеличения числа потребителей, имеющих доступ к альтернативной («чистой») энергии, сокращения объемов загруженности автомагистралей и иных количественно измеряемых показателей.

Целью Принципов «зеленых» облигаций не является определение конкретных оптимальных «зеленых» технологий, стандартов и подтверждений, приносящих устойчивую экологическую выгоду, для этого существует международные и национальные инициативы по созданию таксономий и номенклатур, а также по обеспечению сопоставимости между ними. Это может обеспечить эмитентам «зеленых» облигаций дополнительные ориентиры

относительно того, что инвесторы могут считать зелеными и допустимыми проектами. Принципы «зеленых» облигаций полностью поддерживают важность разработки стандартов, необходимых для проведения сертификации «зеленых» облигаций, что обеспечивает маркирование «зеленых» облигаций и способствует повышению уверенности инвесторов в направлении средств на экологические цели²³.

«Зеленые» облигации различаются между собой, прежде всего, по механизмам формирования (прямая эмиссия или капитализация агрегированных залоговых активов), по эмитентам (суверенные, муниципальные, международные банковские, корпоративные, национальные банковские) и характеру долгового регресса (на какие активы обращается регресс и кто несет основное бремя риска невыплат по долговым обязательствам).

В «зеленых» облигациях прямой эмиссии можно выделить: обычные с общим обязательством («plain vanilla») и более сложные - проектные и доходные облигации.

Одна из существенных проблем «зеленого» проектного финансирования – относительно небольшие размеры многих «зеленых» проектов, что делает экономически неэффективным выпуск и вложение средств в облигации. Обычные объемы эмиссии облигаций составляют в настоящее время в среднем от 200 млн. долл., в развитых странах – от 1 млрд. долл. В то же время стоимость типичных проектов солнечных батарей для жилых домов составляет около 27,5 тыс. долл., коммерческих зданий – 3,52 млн. долл., промышленных проектов по внедрению энергосберегательного оборудования – от 1 до 11 млн. долл.

Это обусловило внедрение в практику механизмов агрегирования залоговых активов (денежные требования, кредиты, лизинг, ипотека) и выпуск на этой основе секьюритизированных «зеленых» облигаций.

В случаях отсутствия национальной методологии и терминологии зеленых облигаций, использование международных принципов является более эффективным для привлечения широкого круга инвесторов и обеспечения прозрачности «зеленых» облигаций.

В настоящее время мировой рынок «зеленых» облигаций демонстрирует устойчивый рост. Если первый выпуск состоялся в 2007 году (Европейский инвестиционный банк, 807 млн. долл.), то к концу 2020 года совокупный объем достиг 1 трлн. долл. (по данным Climate Bonds Initiative). К середине 2025 года кумулятивный объем климатически ориентированных устойчивых облигаций (GSS+) превысил 6 трлн. долл., из которых чисто «зеленые» облигации более 3 трлн. долл. В 2025 году только за первые три квартала объем новых «зеленых» эмиссий составил около 467 млрд. долл., а общий объем устойчивых облигаций (включая социальные и sustainability-linked) превысил 700 млрд. долл. за январь–сентябрь.

Крупнейшим источником новых размещений в 2025 году стал Азиатско-

²³ Принципы зеленых облигаций <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

Тихоокеанский регион, а Китай — крупнейшим эмитентом. Более 40% новых выпусков «зеленых» облигаций приходится на корпоративных заемщиков, что отражает растущую роль инструмента в корпоративных стратегиях.

Если смотреть отраслевую структуру «зеленых» облигаций, то наибольший удельный вес принадлежит проектам в области энергетики – 32%, строительства – 30%, транспорта – 20%, наименьшая доля принадлежит отраслям утилизации отходов, земельным и водным ресурсам.

Эксперты отмечают, что сочетание высокого спроса со стороны инвесторов и более строгих стандартов отчетности повышает роль «зеленых» облигаций как инструмента финансирования корпоративных климатических стратегий и достижения целей по сокращению выбросов²⁴.

Таблица 2.

Динамика ежегодной эмиссии устойчивых облигаций (aligned GSS+, млрд долл. США, по данным CBI и других источников)²⁵

| Год | Объем эмиссии (примерно) | Кумулятивный объем GSS+ |
|-----------|--------------------------|-------------------------|
| 2020 | ~300 | ~1 трлн |
| 2021 | ~500 | ~1,5 трлн |
| 2022 | ~450 | ~2 трлн |
| 2023 | ~600 | ~3 трлн |
| 2024 | ~900 | ~5 трлн |
| 2025 (H1) | 556 | >6 трлн |

Таблица 3.

Распределение кумулятивных инвестиций в зеленые облигации по секторам²⁶

| Сектор | Доля (%) | Объем (млрд долл., кумулятивно) |
|-------------------------------|----------|---------------------------------|
| Энергетика (ВИЭ) | ~35–40 | >1000 |
| Низкоуглеродное строительство | ~25–30 | ~800 |
| Транспорт | ~15–20 | ~600 |
| Водная инфраструктура | ~10 | ~300 |
| Управление отходами | ~5–10 | ~200 |

Рынок «зелёных» облигаций в Узбекистане находится на этапе активного формирования, однако уже демонстрирует положительную динамику и институциональное развитие. Этот сегмент финансового рынка развивается в контексте глобального тренда на устойчивое финансирование, декарбонизацию экономики и привлечение инвестиций в экологически ориентированные проекты.

В Узбекистане интерес к данному инструменту усилился на фоне

²⁴ <https://www.kommersant.ru/doc/8311990>

²⁵ На основе данных Climate Bonds Initiative (CBI), World Bank и S&P Global на февраль 2026 года

²⁶ Там же

реализации государственных программ по «зелёному» развитию и переходу к более устойчивой модели экономического роста.

Таблица 4.

Ключевые выпуски устойчивых/зеленых облигаций в Узбекистане (2021–2025)

| Год | Эмитент | Тип | Объем эквивалент | Направление средств |
|-----------|-----------------------|-----------------------|------------------|---|
| 2021 | Правительство | Sovereign SDG bonds | ~235 млн долл. | Бедность, образование, вода, инфраструктура |
| 2023–2024 | SQB / Agrobank | Корпоративные зеленые | >400 млн долл. | Энергоэффективность, ВИЭ |
| 2024 | Правительство | Sustainable bonds | €600 млн | Устойчивые проекты |
| 2025 | Правительство / банки | Sustainable / green | €500 млн + | Зеленая энергетика, климатические проекты |

В 2023 году Узбекистан впервые разместил на Лондонской фондовой бирже зеленые суверенные международные облигации на сумму 4,25 трлн. сумов и международные облигации на сумму 660 млн. долларов.

Поступления по «зеленым» облигациям направлены на финансирование «зеленых» проектов, таких как внедрение водосберегающих технологий, развитие железнодорожного транспорта и метро, организация санитарной очистки и поддержание чистоты в населенных пунктах, а также создание защитных лесных насаждений против ветровой эрозии и заиления водных объектов²⁷.

В сентябре 2024 года зарегистрирован первый выпуск «зелёных» корпоративных облигаций АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана» (50 млрд. сумов) для модернизации зданий и повышения энергоэффективности.

В 2024 «Узпромстройбанк» (SQB) разместил облигации на Лондонской фондовой бирже в сумме 400 млн. долл.США и 2,25 трлн сумов для финансирования «зеленых» проектов клиентов банка. Следует отметить, что это не первый выход «Узпромстройбанка» на международный рынок. В сентябре 2023 года банк разместил «зеленые» евробонды на 100 млн.долл. США, направленные на кредитование экологически чистых и устойчивых проектов.

«Зеленые» облигации для Узбекистана являются наиболее эффективным инструментом финансирования перехода национальной экономики на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь развития. Соответственно, для государства, важно обеспечить «запуск» рынка «зеленых» облигаций и создать благоприятные условия для всех стейкхолдеров и участников рынка, сбалансировав их экономические интересы. В стратегическом плане государству еще более важно скоординировать развитие этого рынка с

²⁷ <https://gov.uz/ru/news/view/3061>

решением макроэкономических задач, связанных со стабилизацией финансовой системы и «зеленым» ростом.

Основу для эмиссии зеленых облигаций в Узбекистане составляют:

Национальная таксономия, введенная в действие 26 октября 2023 года (постановление КМ-№561 от 26.10.2023), представляющая собой комплексную систему классификации для «зеленых» видов экономической деятельности и устанавливающая критерии для оценки того, соответствуют ли конкретные виды деятельности целям в области устойчивого развития, включая охрану окружающей среды, эффективность использования ресурсов и невосприимчивость к изменению климата

Правила эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг» (рег. № 2000-10 от 07.06.2024 г.), с учетом соответствующих дополнений внесенных в указанные правила по выпуску в обращение корпоративных облигаций для проектов, направленных на развитие зеленой экономики.

Перспектив эмиссии должен содержать информацию о целях использования средств от размещения облигаций согласно требованиям Национальной «зеленой» таксономии и/или согласно иным равнозначным таксономиям; планируемых результатах (KPI), достигаемых в рамках требований Национальной «зеленой» таксономии и/или согласно иным равнозначным таксономиям; наличии сертификата соответствия «зеленым» стандартам, а также об организации, выдавшей его²⁸.

Для дальнейшего повышения качества «зеленых» облигаций необходимо:

- внедрение национальных норм и правил по раскрытию информации и отчетности эмитентов «зеленых» облигаций. Эти отчеты должны содержать подробную детализацию фактического использования привлеченных средств, описание достигнутых экологических результатов, анализ соответствия реализованных мероприятий заявленным в рамках проекта целям.

- создание системы аккредитации внешних аудиторов и оценщиков зеленых облигаций. Эта система обеспечивает повышение доверия инвесторов, снижает риски «гринвошинга» (ложной экологичности) и стандартизацию оценки экологических проектов. Она подтверждает соответствие выпусков национальным и международным принципам (ICMA, CBI), гарантируя целевое использование средств.

Информация об использовании средств и достижении экологических целей должна представляться всем заинтересованным сторонам — инвесторам, регуляторам, широкой общественности — посредством интегрированной цифровой платформы, обеспечивающей единый доступ и актуальность данных.

- введение стимулов для развития рынка зеленых облигаций экологические налоговые льготы, государственные гарантии, бюджетная поддержка, прямое государственное финансирование на стадии подготовки и развития проекта, государственное страхование и т.д.

²⁸ https://www.norma.uz/novoe_v_zakonodatelstve/kak_budut_vypuskat_zelenye_korporativnye_obligacii

Все эти государственные меры по поддержке и стимулированию рынка «зеленых» облигаций будут способствовать устойчивому экономическому развитию и решению экологических проблем.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.

Инвестирование в настоящее время является ключевым аспектом существования «зеленого» финансового рынка. Объем таких инвестиций неуклонно растет, а развитию данного типа инвестиционной деятельности способствуют не только усиливающиеся тенденции обеспокоенности о направлениях использования финансовых потоков, но и особенности такого вида инвестирования. Зеленые облигации являются перспективным финансовым инструментом для Узбекистана. Сложившаяся инфраструктура должна успешно справляться с этой задачей и обеспечивать приток агентов на этот рынок.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ:

1. **Указ Президента Республики Узбекистан № УП-16 от 30 января 2025 года** «О Государственной программе по реализации Стратегии «Узбекистан — 2030» в «Год охраны окружающей среды и «зеленой экономики».
2. **Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № 561 от 26 октября 2023 года** «Об утверждении Национальной «зеленой» таксономии» (ключевой документ для классификации зеленых облигаций).
3. **Постановление Президента Республики Узбекистан № ПП-436 от 2 декабря 2022 года** «О мерах по повышению эффективности реформ, направленных на переход Республики Узбекистан на «зеленую» экономику до 2030 года».
4. **Закон Республики Узбекистан № ЗРУ-539 от 21 мая 2019 года** «Об использовании возобновляемых источников энергии».
5. **Стратегия по переходу Республики Узбекистан на «зеленую» экономику на период 2019–2030 годов** (утверждена Постановлением Президента № ПП-4477 от 4 октября 2019 года).
6. **UNDP (ПРООН). Green Development Finance Assessment for Uzbekistan (Green DFA). Summary Report, 2026.** (Анализ финансовых потоков и потребностей в «зеленом» финансировании).
7. **Asian Development Bank (АБР). Uzbekistan: Accelerating the Climate Transition Program.** ADB Project Report, 2024–2025.
8. **World Bank. Uzbekistan Country Climate and Development Report (CCDR).** Washington, DC: World Bank Group, 2024.
9. **OECD. Financing Uzbekistan’s Green Transition: The Role of Capital Markets and Green Bonds.** OECD Publishing, Paris, 2023.
10. **Центральный банк Республики Узбекистан. Обзор финансовой стабильности и устойчивости за 2025 год.** Ташкент, 2025.
11. **Pulatova, S. Green Finance Market in Uzbekistan: Progress, Challenges, and Prospects.** // International Scientific-Online Conference "Solution of Social Problems

in Management and Economy", 2025.

12. **Kholikov, Kh.** *Financing the Future: How Uzbekistan's Green and SDG Bonds are Powering Sustainable Economic Transformation.* // Zenodo Research Paper, February 2026.

13. **Алиева, С. С.** *Зеленые облигации: механизмы функционирования и перспективы развития в Узбекистане.* // Экономика и финансы (Uzbekistan), 2023.

14. **Liu, N.** *Green bond premium: A systematic review and future research agenda.* // International Review of Financial Analysis, Vol. 90, 2025.

15. **Wongaree, P.** *Do green bonds lower the cost of debt? Evidence from emerging markets.* // Journal of Sustainable Finance & Investment, 2025.