

На пути к созданию тематического рынка облигаций в Таджикистане

Декабрь 2024



**United
Nations**

Об этом докладе

Этот аналитический документ является результатом сотрудничества между Экономической Комиссией ООН для Азии и Тихого океана (ЭСКАТО), Офисом Постоянного Координатора ООН в Таджикистане и Агентством по развитию рынка ценных бумаг и специализированной регистрации Министерства финансов Таджикистана в рамках проекта ЭСКАТО «Поддержка развития рынка «зеленых» облигаций в Таджикистане.» Предварительные выводы отчета были представлены на тренинге ЭСКАТО на тему «Инструменты устойчивого финансирования: тематические облигации», который состоялся 2-3 сентября 2024 года в Душанбе, Таджикистан.

Благодарность

Отчет был подготовлен Айгуль Кусалиевой, консультантом ЭСКАТО, под руководством Кьяры Амато и Альберто Исгута, сотрудников по экономическим вопросам Секции финансирования развития, Отдела макроэкономической политики и финансирования развития ЭСКАТО.

Автор хотела бы выразить свою благодарность Маджиди Юсуф Хайрулло, Первому заместителю Министра финансов Республики Таджикистан; Нигине Абдурахмановой, Директору Агентства ценных бумаг и специальной регистрации Министерства финансов Таджикистана, Манучехру Рахмонову, сотруднику по координации развития, партнерству и финансированию развития, Офис Постоянного Координатора ООН в Таджикистане; Диане Келехсаевой, Специалисту по развитию частного сектора, Офис Постоянного Координатора ООН в Таджикистане Фаруху Султонову, страновому менеджеру Международной финансовой корпорации; Пьетро Каличе, старшему финансовому экономисту Всемирного банка; Шухрату Мирзоеву, старшему специалисту по экономике Азиатского банка развития в Таджикистане; Ара Саргсян, руководителю отдела финансовых институтов Амерабанка, Армения; Артему Антонову, старшему менеджеру Ernst and Young в Казахстане; Розани Османи, консультанту Альянса по наращиванию потенциала в области устойчивого инвестирования; Мадине Тукуловой, руководителю хаба исламских финансов Международного финансового центра «Астана»; и Михаилу Коростикову, старшему аналитику Climate Bonds Initiative, за полезные комментарии и предложения.

Примечание

Любые мнения, выраженные в настоящем документе, представляют исключительно мнения авторов и не обязательно отражают мнения Экономической и социальной комиссии Организации Объединенных Наций для Азии и Тихого океана. Документ подготовлен на английском языке с неофициальным переводом на русский язык. В случае несоответствия, английская версия считается основной.

Как цитировать настоящий доклад

Кусалиевой, Айгуль (2024). На пути к созданию тематического рынка облигаций в Таджикистане. Бангкок: Экономическая и социальная комиссия ООН для Азии и Тихого океана.

Обращения

Обращения в отношении этой статьи можно направлять по адресу:

Директор, Отдел макроэкономической политики и финансирования развития, Экономическая и Социальная комиссия Организации Объединенных Наций для Азии и Тихого океана, Здание Организации Объединенных Наций, Раджадамнерн Нок авеню, Бангкок, 10200, Таиланд Escap-mpfd@un.org

Авторство за иллюстрацию на обложке: Парвиз Бобоев, Офис Постоянного Координатора ООН в Таджикистане

Copyright © Организация Объединенных Наций, 2024. Все права защищены.

Содержание

Аббревиатуры	ii
Основные положения	iii
Предисловие	Error! Bookmark not defined.
1. Вступление.....	1
1.1. Использование потенциала «зеленых» и других тематических облигаций для финансирования мер по борьбе с изменением климата в Таджикистане	3
2. Состояние традиционного и устойчивого рынка капитала Таджикистана	5
2.1. Основные препятствия для развития рынка «зеленых» облигаций	10
3. Создание политики и нормативно-правовой базы зеленых и устойчивых финансов в Таджикистане	16
3.1. Развитие рынка «зеленых» облигаций в Таджикистане.....	22
3.2. Процесс выпуска «зеленых» облигаций.....	26
3.3. Основные тенденции на рынке ЗСУО+ облигаций в Северной и Центральной Азии	27
3.4. Другие инструменты устойчивого финансирования	28
4. Региональные тематические исследования и извлеченные уроки	29
5. Оценка энтузиазма инвесторов	39
6. Рекомендации в отношении политик	46
7. Ссылки.....	54
8. Приложения.....	58

Аббревиатуры

Аббревиатура	Значение
АБР	Азиатский банк развития
МФЦА	Международный финансовый центр «Астана»
АИХ	Международная биржа «Астана»
АРРФР	Агентство по регулированию и развитию финансового рынка
CASE	Центральноазиатская фондовая биржа
ИКО	Инициатива по климатическим облигациям
ТОП	Таксономия общих принципов ЕС и Китая
ЕЭС	Евразийский экономический союз
ЭСКАТО	Экономическая и социальная комиссия для Азиатско-Тихоокеанского региона
ПЗО	Принципы «зеленых» облигаций
ВПГ	Выбросы парниковых газов
ЗСУО	Зеленые, социальные облигации, облигации устойчивого развития и связанные с устойчивым развитием
МАРК	Международная ассоциация рынков капитала
KASE	Казахстанская фондовая биржа
МОЕХ	Московская фондовая биржа
ОНУВ	Определяемый на национальном уровне вклад
СЭФС	Сеть по озеленению финансовых систем
НБТ	Национальный банк Таджикистана
СУБФ	Сеть устойчивого банкинга и финансов
РКИК	Рамочная конвенция Организации Объединенных Наций об изменении климата
ПРООН	Программа развития Организации Объединенных Наций
ВБ	Всемирный банк
«Зеленый камуфляж»	Экологическое позиционирование компании товара/услуги без достаточных для этого оснований

Основные положения

Основной целью данного исследования является оценка целесообразности и потенциальных преимуществ создания зеленого и устойчивого рынка облигаций в Таджикистане, для финансирования инициатив в области изменения климата и содействия устойчивому развитию, а также разработка политических рекомендаций для содействия росту рынка. Будучи одной из наиболее уязвимых к изменению климата стран Центральной Азии, Таджикистан остро нуждается в устойчивых к изменению климата финансовых решениях для выполнения своих определяемых на национальном уровне вкладов (ОНУВ) и достижения целей Парижского соглашения.

Общий объем финансирования, необходимого для борьбы с изменением климата, к 2030 году превысит 1 миллиард долларов США в год. Для решения проблем, связанных с изменением климата, и создания условий для перехода к «зеленой» экономике, Таджикистан принял Стратегию развития «зеленой» экономики на 2023–2037 годы. В настоящее время правительство реализует ряд инициатив, направленных на реформирование регулирования рынка капитала и использование различных методов направления финансирования в области изменения климата, включая получение доступа к Зеленому климатическому фонду.

В то же время «зеленые» и тематические облигации, как набирающие обороты инструменты для мобилизации финансирования, связанного с изменением климата, могут направлять инвестиции в приносящие пользу окружающей среде проекты, такие как возобновляемые источники энергии, устойчивое сельское хозяйство и инфраструктура. Однако для этого требуется сильный рынок капитала и целенаправленная политика, которая обеспечит четкие определения для предотвращения «зеленого камуфляжа» и привлечет интерес инвесторов. Кроме того, необходимо создать стимулы для привлечения потенциальных эмитентов для участия в новом рынке.

Прочная политическая и нормативная база, адаптированная к местным потребностям, наряду с эффективными маркетинговыми стратегиями, могли бы значительно укрепить способность Таджикистана финансировать устойчивые проекты, стимулировать экономический рост и выполнять свои обязательства в области климата. Такая структура не только способствовала бы прозрачности и подотчетности при выпуске облигаций, но и поощряла бы участие различных заинтересованных сторон, включая государственные предприятия, представителей частного сектора и международных партнеров по развитию.

В исследовании представлен региональный опыт Казахстана, Узбекистана и Российской Федерации, лежащий в основе успешных инициатив, основанных на главных принципах «зеленого» финансирования: (i) таксономия, (ii) раскрытие климатической и экологической информации, (iii) политика стимулирования, (iv) международное сотрудничество и (v) «зеленый» центральный банкинг.

Таджикистан, в свою очередь, должен устранить существующие препятствия на пути развития сильного рынка капитала, способного поддерживать выпуск тематических облигаций, и заложить основу для рынка облигаций в местной валюте. Это может значительно укрепить тематический рынок, который в настоящее время находится на ранней стадии становления в стране.

Основываясь на стратегиях преодоления существующих препятствий на пути развития местного рынка облигаций и используя лучшие региональные практики, исследование

содержит подробные рекомендации, сосредоточенные на ключевых принципах «зеленой» финансовой системы, для создания эффективного рынка «зеленых» облигаций в Таджикистане, ориентированного как на суверенные, так и на корпоративные тематические выпуски (таблица 1).

Рекомендации делятся на два основных этапа с дополнительными мерами на третьем этапе. Большинство рекомендаций по пересмотру существующего законодательства и повышению осведомленности могут принести быстрые результаты, подавая первые сигналы рынку. Разработка национальной таксономии, соответствующей целям Стратегии развития «зеленой» экономики на 2023–2037 годы, является важным шагом, поскольку она обеспечивает ясность как для местных участников рынка, так и для международного сообщества. Кроме того, целенаправленные действия, такие как налоговые льготы и изменения в оценке рисков, потребуют тщательного анализа бюджета страны наряду со сбором предварительной статистики в соответствии с национальными определениями. Реализация различных программ стимулирования и развития талантов, скорее всего, потребует содействия со стороны международных партнеров, за помощью которых можно обратиться.

Важно понимать, что успех этих инициатив зависит от скоординированных усилий различных государственных органов, руководствующихся тематической дорожной картой, в которой четко определены их роли и обязанности, а также от успешного завершения первоначальных реформ на рынке капитала.

Таблица 1. Рекомендации по разработке политики и нормативно-правовой базы в области «зеленых» облигаций

РЕКОМЕНДАЦИИ	СРОКИ	ОТВЕТСТВЕННЫЙ ОРГАН
Стадия 1 – Краткосрочные (высокая срочность, высокий приоритет, высокий результат)		
<i>Регулирование и политика (РП)</i>		
#1: Завершить комплексные реформы рынка капитала	+6 месяцев	Агентство
#2: Внести изменения в национальное законодательство о рынке ценных бумаг, касающиеся определения, процедуры выпуска, внешней оценки и отчетности по корпоративным «зеленым» и другим тематическим облигациям	+12 месяцев	Агентство
#3: Дополнить правила о суверенных ценных бумагах отдельным приказом о межведомственном комитете по выпуску суверенных «зеленых» облигаций с четкими функциями и мандатом	+6 месяцев	Агентство
#4: Определить типы организаций, имеющих право проводить внешнюю оценку, в отдельном законодательном акте	6 месяцев	Агентство

РЕКОМЕНДАЦИИ	СРОКИ	ОТВЕТСТВЕННЫЙ ОРГАН
#5: Пересмотреть инвестиционные рекомендации национальных институциональных инвесторов, с тем чтобы они могли и поощряли их инвестировать в «зеленые» облигации	+12 месяцев	Министерство финансов, Агентство
#6: Разработать дорожную карту «зеленого»/устойчивого финансирования в соответствии со стратегией «зеленой» экономики и определить мандаты учреждений	+6 месяцев	Правительство, Агентство
Развитие рынка (PP)		
#1: Принять правила по «зеленым» и ESG облигациям/отразить в правилах листинга	+6 месяцев	Агентство, CASE
#2: Ввести льготы по уплате сборов для эмитентов «зеленых» облигаций	+6 месяцев	Агентство, Министерство финансов
#3: Кампания по повышению осведомленности	На постоянной основе	Агентство
#4: Разработать схему предоставления грантов для покрытия расходов на внешнюю оценку	+6 месяцев	Агентство
#5: Разработка перечня «зеленых» проектов	+6 месяцев	Агентство, Министерство экономического развития и торговли, Правительство
Стадия 2 – Среднесрочный период		
Регулирование и политика (PP)		
#1: Разработать национальную зеленую таксономию	+9 месяцев	Правительство, Агентство, Министерство экономического развития и торговли, Министерство финансов
#2: Ввести налоговые льготы для эмитентов «зеленых» облигаций	+12 месяцев	Министерство финансов
#3: Внедрить маркировку «зеленого»/климатического бюджета	+18 месяцев	Министерство финансов

РЕКОМЕНДАЦИИ	СРОКИ	ОТВЕТСТВЕННЫЙ ОРГАН
#4: Скорректировать весовые коэффициенты риска по требованию к капиталу и резервам для учета климатического риска	+24-36 месяцев	НБТ
<i>Развитие рынка (PP)</i>		
#1: Развивать сегмент «зеленых» облигаций на фондовой бирже	+12 месяцев	Агентство, CASE
Стадия 3 – Дополнительные действия (ДД)		
<i>Развитие талантов и международное сотрудничество</i>		
#1: Проводить структурированные тренинги и семинары по зеленому финансированию в сотрудничестве с партнерами по развитию	На постоянной основе	Агентство
#2: Оказывать помощь финансовым учреждениям в подготовке тренеров	На постоянной основе	Агентство, НБТ
#3: Международное сотрудничество в целях согласования определений и совершенствования нормативно-правовой базы	На постоянной основе	Агентство, НБТ

Предисловие

Республика Таджикистан реализует политику и меры, направленные на обеспечение справедливого и зелёного перехода для достижения Целей устойчивого развития.

В рамках Национальной стратегии развития на 2016–2030 годы и «Стратегии развития «зеленой» экономики на 2023–2037 годы» страна стремится содействовать экономическому развитию посредством устойчивого и эффективного использования природных ресурсов, повышения уровня жизни и содействия социальной стабильности населения. Кроме того, предпринимаются согласованные усилия для достижения долгосрочного экологического баланса, ускорения низкоуглеродного развития для стимулирования экономического роста, улучшения качества воздуха, повышения энергетической безопасности и увеличения экспорта. Конечной целью является создание «зеленых» рабочих мест при одновременной реализации нормативно-правовых реформ для эффективного использования природного капитала, привлечения инвестиций, внедрения современных технологий и укрепления международного сотрудничества в области «зеленой» экономики.

В настоящее время мир сталкивается со множеством вызовов: от изменения климата и утраты биоразнообразия до социального неравенства и кризисов в сфере здравоохранения. Для того, чтобы достичь климатических целей, Таджикистану необходимо инвестировать дополнительные средства, эквивалентные 7% национального ВВП или около 1 миллиарда долларов США в год. Достижение климатических амбиций Таджикистана требует преобразования государственной политики, нормативных актов и финансовых систем. Это позволит стране использовать возможности, предоставляемые новыми финансовыми инструментами, а также мобилизовать капитал в масштабах и темпах, необходимых для достижения этих целей.

В этой связи «зеленые» и тематические облигации во всем мире зарекомендовали себя как эффективные долговые инструменты для финансирования проектов, приносящих экономическую, социальную и экологическую пользу. Однако сложность заключается в том, что использование таких инструментов требует наличия эффективных рынков капитала, нормативно-правовых рамок и политик, которые бы мотивировали эмитентов и инвесторов использовать эти новые инструменты. Заслуживает особого внимания тот факт, что Республика Таджикистан прилагает все усилия для создания среды и инфраструктуры, способствующих развитию рынка капитала, отвечающего потребностям развития страны.

Данный аналитический документ является результатом плодотворного сотрудничества между Агентством ценных бумаг и специальной регистрации Министерства финансов Республики Таджикистан, Экономической и социальной комиссией ООН для Азии и Тихого океана и Офисом Постоянного Координатора ООН в Таджикистане.

В документе представлены концепции "зеленых", социальных, устойчивых, связанных с устойчивостью, и других облигаций с маркировкой (GSS+); оценивается состояние рынка капитала Таджикистана с особым вниманием к препятствиям для развития рынка "зеленых" облигаций; и предлагается "зеленая" и устойчивая политико-правовая основа для страны. Важно отметить, что в документе приводятся практические рекомендации по политике, направленные на внедрение тематических и "зеленых" облигаций в Таджикистане.

Правительство Республики Таджикистан и ООН намерены продолжить это эффективное сотрудничество по выпуску первых государственных "зеленых" облигаций в Таджикистане, приветствуя участие других партнеров по развитию.



**Е.П. Файзиддин
Каххорзода**

Министр Финансов
Республики Таджикистан



**Г-жа Армида Салсия
Алишахбана**

Заместитель Генерального
секретаря ООН и
исполнительный секретарь
ЭСКАТО ООН



Г-жа Парвати Рамасвами

Постоянный Координатор
ООН в Таджикистане

1. Вступление

Таджикистан не имеет выхода к морю и является одной из наиболее уязвимых к изменению климата стран в Центральной Азии. Географические и экономические особенности Таджикистана, которые включают высокий уровень зависимости от импорта, бедность и зависимость от сельскохозяйственного сектора (таблица 1), создают серьезные проблемы для смягчения рисков и последствий изменения климата.

Таблица 2. Отдельные экономические показатели

Показатель	Значение
ВВП	12,2 млрд. долларов США (130,8 млрд. сомони) в 2023 году
Население	10,3 млн. человек по состоянию на 01.01.2024
Сельское население	71,2% от общей численности населения в 2022 году
Крупнейший сектор экономики	Сельское хозяйство (24,3% ВВП, 45,7% рабочей силы в 2023 году)
Уровень бедности	22,5% в 2022 году

Источник: ЭСКАТО основывается на данных Национального банка Таджикистана и Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан.

Общий объем выбросов парниковых газов (ПГ) в Таджикистане относительно низок по сравнению с мировыми стандартами, в первую очередь из-за низкой промышленной активности и сильной зависимости от гидроэнергетики в производстве электроэнергии. В 2021 году общий объем выбросов парниковых газов в стране составил 17,82 млн тонн CO₂e, что составляет 0,02% от общемировых выбросов парниковых газов¹. Основными источниками выбросов в 2020 году являются сельскохозяйственный сектор (38 процентов), промышленность (14 процентов), производство электроэнергии и тепла (12 процентов) и транспорт (10 процентов).²

Стихийные бедствия, связанные с изменением климата, оказывают воздействие на и без того уязвимые экосистемы и население, проживающее в сельских районах. Повышение температуры и поздние весенние заморозки угрожают продуктивности сельского хозяйства; изменение характера выпадения осадков приводит к изменению сезонов выпаса скота и сбора урожая; повышенный риск засух и селей еще больше снижает продуктивность почв и требует принятия комплексных мер по борьбе со стихийными бедствиями. Все эти факторы в совокупности ставят Таджикистан в положение одной из наиболее уязвимых к изменению климата стран Центральной Азии (рисунок 1).

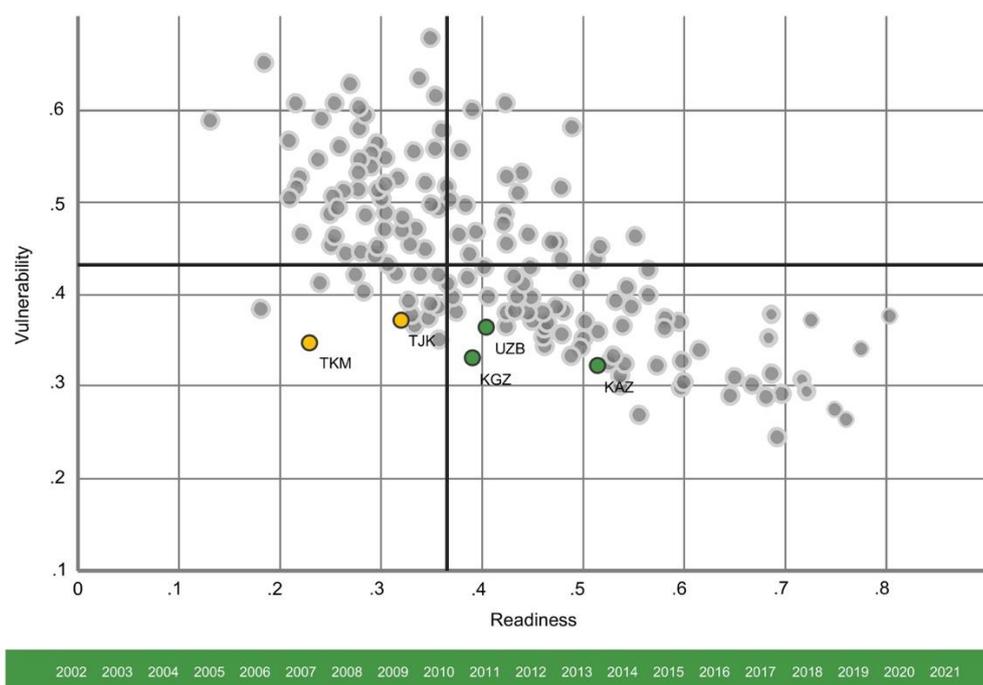
В октябре 2015 года Таджикистан представил в РКИК ООН свой предполагаемый ОНУВ, что стало важной вехой в продвижении его деятельности, связанной с климатом. В феврале 2017 года страна ратифицировала Парижское соглашение, и, таким образом,

¹ Данные климатической службы, https://www.climatewatchdata.org/ghg-emissions?end_year=2021®ions=TJK&start_year=1990

² Tajikistan: CO₂ country profile, <https://ourworldindata.org/co2/country/tajikistan>

предполагаемый национально определяемый вклад (INDC) стал первым ОНУВ (Определяемый на национальном уровне вклад) Таджикистана. В октябре 2021 года была представлена обновленная версия ОНУВ, в которую впервые были включены финансовые оценки, необходимые для достижения поставленных целей. Страна взяла на себя обязательства по сокращению выбросов парниковых газов к 2030 году на 60–70% по сравнению с уровнем 1990 года (что составляет от 21,32 до 24,87 млн тонн в год). Условная цель предусматривает ограничение выбросов на 50–60%, что к 2030 году составит от 17,76 до 21,32 млн тонн CO₂.³

Рисунок 1. Сравнительная устойчивость стран Центральной Азии к изменению климата, 2021 год



Источник: Матрица ND-УСИЛЕНИЯ (вертикальная ось отображает показатель уязвимости, горизонтальная ось отображает показатель готовности).⁴

За последнее десятилетие был достигнут значительный прогресс в разработке национальных стратегий и политики по продвижению климатической повестки в стране. Согласно Четвертому национальному сообщению Таджикистана в РКИК ООН (2022), правительство приняло более 30 законов и нормативных актов в области охраны окружающей среды, разработало более 10 государственных программ и планов действий и ратифицировало несколько конвенций, в которых рассматриваются вопросы экологической безопасности⁵. В том числе «Стратегия развития «зеленой» экономики в Республике Таджикистан на 2023-37 годы», которая была принята в 2022 году, а также

³ Четвертое национальное сообщение Таджикистана в РКИК ООН, https://unfccc.int/sites/default/files/resource/4NC_TJK_eng_0.pdf

⁴ Матрица Глобальной инициативы по адаптации Нотр-Дама (ND-GAIN), <https://gain.nd.edu/our-work/country-index/matrix/>

⁵ Четвертое национальное сообщение Таджикистана в РКИК ООН, https://unfccc.int/sites/default/files/resource/4NC_TJK_eng_0.pdf

«Национальная стратегия адаптации Республики Таджикистан к изменению климата» на период до 2030 года, принятая в 2019 году, являются основными документами, определяющими политику страны в области «зеленой» экономики. **Однако потребности в финансировании для достижения национальных климатических целей Таджикистана значительны.** По прогнозам НБТ, начальный этап реализации стратегии «Зеленой» экономики потребует значительных инвестиций в размере около 21 миллиарда сомони (что эквивалентно примерно 1,9 миллиарду долларов США) в период 2023–2025 годов. Ожидается, что большая часть финансирования, примерно 59% от общего объема, поступит от международных организаций, занимающихся вопросами развития, и двусторонних агентств по оказанию помощи. Также ожидается, что значительную часть, около 40% необходимых средств, внесут частные инвесторы. Такой высокий процент подчеркивает важную роль, которую предприятия и частный капитал должны сыграть в обеспечении устойчивого экономического роста в Таджикистане. Оставшуюся часть, хотя и небольшую, планируется выделить из государственного бюджета.⁶

Согласно обновленному ОНУВ за 2021 год, для финансирования мероприятий по смягчению последствий изменения климата и адаптации к ним в период с 2020 по 2030 Таджикистану ежегодно потребуется не менее 7% ВВП. Последнее подразумевает, что общий объем климатического финансирования, необходимого к 2030 году, может превысить 1 миллиард долларов США в год, который будет поровну распределен между смягчением последствий изменения климата (500 миллионов долларов США) и адаптацией (500 миллионов долларов США). Кроме того, Таджикистан ожидает, что на энергетический и транспортный секторы будет приходиться 20% общих затрат, связанных с изменением климата, соответственно, за ними следуют сельское хозяйство (20%), ирригация (15%), биоразнообразие и стихийные бедствия (15%), водоснабжение и санитария (10 процентов).⁷

1.1. Использование потенциала «зеленых» и других тематических облигаций для финансирования мер по борьбе с изменением климата в Таджикистане

Зеленые, социальные, облигации устойчивого развития, облигации, связанные с устойчивым развитием, и другие облигации с маркировкой (ЗСУО+) стали важнейшими инструментами, помогающими таким странам, как Таджикистан, мобилизовать финансирование для государственного и частного секторов на реализацию инициатив, связанных с экологией и климатом, в соответствии с ОНУВ. Этот инструмент обеспечивает механизм привлечения капитала, специально предназначенного для реализации экологически выгодных проектов, позволяя правительствам, муниципалитетам и корпорациям финансировать такие инициативы, как возобновляемая энергетика, энергоэффективность, устойчивая инфраструктура и другие. Направляя капитал на «зеленые» проекты, «зеленые облигации» могут способствовать сокращению выбросов парниковых газов, содействовать устойчивому развитию и внедрению инноваций в области климатических решений. Они все чаще используются в качестве инструмента финансирования усилий по смягчению последствий изменения климата и адаптации к ним, что делает их крайне важными для стран в удовлетворении их потребностей в климатическом финансировании. Для Таджикистана, страны, богатой природными ресурсами, но сталкивающейся с проблемами устойчивого развития, «зеленые» и другие виды тематических облигаций представляют собой перспективный

⁶ Презентация NBT на JVI в Вене, 24-28 июня 2024 г.

⁷ Четвертое национальное сообщение Таджикистана в РКИК ООН, https://unfccc.int/sites/default/files/resource/4NC_TJK_eng_0.pdf

способ привлечения капитала для улучшения состояния окружающей среды и инфраструктуры.

Однако, чтобы воспользоваться преимуществами «зеленых» облигаций, необходимо создать надежную нормативно-правовую базу для выработки четких рекомендаций и создания благоприятных условий для повышения доверия и прозрачности к этим инструментам и местным рынкам капитала. Разработка надежной нормативно-правовой базы для устойчивого рынка облигаций имеет важное значение как для получения экологических, так и экономических выгод. Такая нормативно-правовая база способствует прозрачности и добросовестности, обеспечивая эффективное распределение капитала на проекты, направленные на решение проблем изменения климата и других насущных экологических проблем, тем самым способствуя более устойчивой экономике. Кроме того, соответствие национальным целям в области развития повышает стратегическую согласованность, позволяя правительству определять приоритеты финансирования инициатив, направленных на достижение долгосрочных целей, таких как ЦУР. Включение передового международного опыта в национальное законодательство не только привлекает иностранные инвестиции, но и повышает доверие к местным рынкам на мировой арене, способствуя более устойчивому экономическому росту и укрепляя устойчивую финансовую систему.

В этом контексте данное исследование сосредоточено на возможности развития активного рынка «зеленых» облигаций в Таджикистане и направлено на оценку потенциала выпуска суверенных и корпоративных «зеленых» облигаций и сукук. В частности, исследование направлено на предоставление всестороннего обзора ключевых соображений и примеров из разных стран для разработки надежной нормативно-правовой базы для «зеленых» облигаций, соответствующей передовой международной практике. Методология, принятая для данного отчета, включает в себя сочетание кабинетных исследований, консультаций с участниками рынка, инвесторами и правительством, а также изучение примеров из практики соседних стран для выявления общих и уникальных препятствий и возможностей для Таджикистана.

Вставка 1 Типы ЗСУО облигаций⁸

«Зеленые» облигации» – любой вид облигационного инструмента, при котором вырученные средства или эквивалентная сумма будут направлены исключительно на финансирование или рефинансирование, частично или полностью, новых и/или существующих проектов и/или мероприятий, оказывающих положительное воздействие на окружающую среду.

«Социальные облигации» – любой тип облигационного инструмента, при котором вырученные средства или эквивалентная сумма будут направлены исключительно на финансирование или рефинансирование, частично или полностью, новых и/или существующих социальных проектов или мероприятий, направленных на достижение положительных социальных результатов и/или решение социальных проблем.

«Устойчивые облигации» – облигации, средства от которых используются для финансирования или рефинансирования сочетания экологических и социальных проектов или мероприятий.

«Облигации, связанные с устойчивым развитием» – облигации, привязанные к ключевым показателям эффективности (KPI), или ЦУР - структурно связаны с достижением эмитентом климатических или более широких целей в области устойчивого развития, например, посредством соглашения, связывающего размер купона по облигации. В этом случае прогресс или его отсутствие в достижении ЦУР или выбранных ключевых показателей эффективности приводит к уменьшению или увеличению купона по инструменту.

2. Состояние традиционного и устойчивого рынка капитала Таджикистана

Рынок капитала Таджикистана находится на стадии становления, характеризующейся ограниченным количеством котирующихся на бирже ценных бумаг, небольшой базой инвесторов и значительными проблемами с точки зрения развития рынка. Существующая экосистема включает в себя различные лицензированные финансовые учреждения, но рынок сталкивается с существенными препятствиями в достижении устойчивого роста и эффективности. Эти проблемы обусловлены сложностями, связанными с выпуском ценных бумаг, проблемами прозрачности, высокими расходами на вход, недостаточной рыночной инфраструктурой и низкой финансовой грамотностью.

В настоящее время существует 14 лицензированных финансовых учреждений, в том числе две фондовые биржи (CASE и Asian Stock Exchange), центральный депозитарий ценных бумаг (CSD), четыре независимых регистратора, семь коммерческих банков и одна брокерская компания («Prime Invest»)⁹.

⁸ Руководство ICMA, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/The-Principles-Guidance-Handbook-June-2024.pdf>

⁹ Securities Market in Tajikistan. The Diagnostic Study, USAID, 2023

Центральноазиатская фондовая биржа (CASE) является основной торговой платформой, но сталкивается с проблемами с точки зрения ликвидности и прибыльности. Объемы торгов на бирже очень малы, даже для развивающегося рынка, что затрудняет ее существование при такой низкой активности. «GAMES Technologies», дочерняя компания «Deutsche Börse Group», владеет 25% акций CASE, получив их в обмен на предоставление своей ИТ-системы. Оставшиеся 75% акций принадлежат гражданину Таджикистана, который большую часть времени не является резидентом страны.¹⁰

Рынок корпоративных облигаций находится на ранней стадии развития, и в 2023 году было заключено всего две сделки на сумму 2 миллиона долларов США. Объемы торгов остаются низкими, при этом большинство сделок заключаются по предварительной договоренности, а не через биржу, что ограничивает раскрытие цен и прозрачность рынка. Общая рыночная капитализация фондового рынка в 2023 году составила 468 миллионов долларов, что составляет всего 3,93 процента от ВВП.¹¹

Таблица 3. Рыночные данные CASE за 2019-2023 годы

Показатели	2019	2020	2021	2022	2023
Рыночная капитализация (млн долларов США)	160.11	166.02	237.71	290.00	468.00
Объем торговли (млн долларов США)	78.14	73.72	46.87	52.37	156.62
Объем торговли (млн акций)	1.80	18	5.14	5	16.38
Количество эмитентов	41	40	41	41	42

Источник: CASE

Нормативная база регулируется Законом №745 «О рынке ценных бумаг» от 28.06.2011 (с изменениями, внесенными в 2014, 2015 и 2016 годах)¹², который обеспечивает базовую правовую структуру для проведения рыночных операций. Одна из основных проблем заключается в том, что в последние годы законодательство существенно не обновлялось, что привело к устареванию правовой базы, которая не отвечает текущим потребностям рынка.

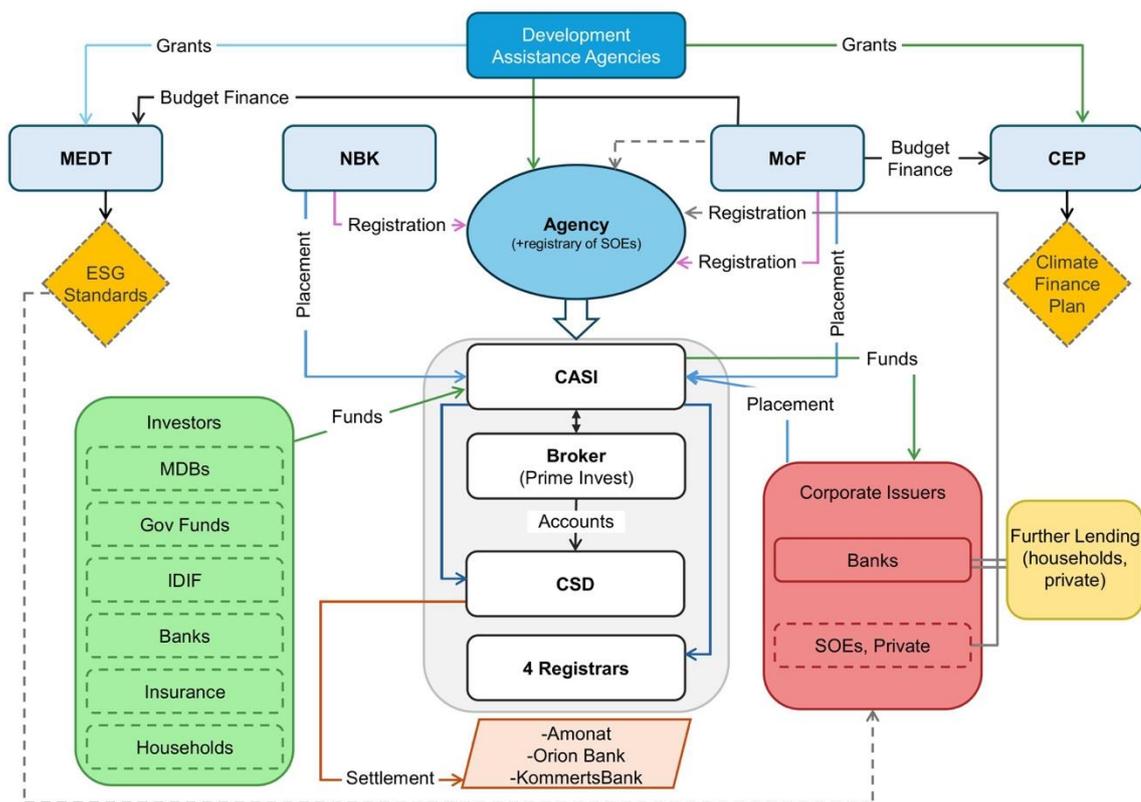
Двухсистемный подход Таджикистана также способствует фрагментации рынка и потенциальной неэффективности в установлении цен и прозрачности. Действующее законодательство позволяет совершать сделки через брокера на фондовой бирже или в обход его, оформляя их непосредственно у регистратора, ответственного за данную конкретную ценную бумагу.

¹⁰ Diagnostic of Capital Market, Tajikistan, Grant Thornton, 2023

¹¹ CASE

¹² http://portali-huquqi.tj/publicadliya/view_qonunhoview.php?showdetail=&asosi_id=13238

Рисунок 2. Карта заинтересованных сторон рынка капитала Таджикистана



Agency = Агентство по развитию рынка ценных бумаг и Специализированный регистратор, MEDT= Министерство экономического развития и торговли, NBK = Национальный банк Таджикистана, MoF=Министерство финансов, CEP=Комитет по охране окружающей среды, IDIF = Фонд страхования вкладов физических лиц

Источник: ЭСКАТО

Государственные ценные бумаги

Обновленные правила выпуска и размещения государственных ценных бумаг, утвержденные в 2023 году, позволяют Министерству финансов проводить регулярные аукционы как по краткосрочным, так и по долгосрочным ценным бумагам, начиная с января 2024 года. Это изменение политики расширяет функциональность государственных ценных бумаг, позволяя их использовать в соглашениях обратного выкупа (РЕПО), облегчая держателям быстрый доступ к краткосрочной ликвидности. Банкам также разрешено принимать эти ценные бумаги в качестве залога, что позволяет держателям получать кредиты под залог своих активов.

Такие реформы повышают гибкость и привлекательность государственных ценных бумаг, потенциально стимулируя рыночную активность и улучшая управление ликвидностью для инвесторов и финансовых институтов. Ранее распределение было сильно сконцентрировано, 99% акций принадлежало Национальному банку Таджикистана, но новые правила допускают более широкое участие других участников рынка. К августу 2024 года Министерство успешно придерживалось своего аукционного календаря, проведя шесть аукционов, при этом средневзвешенная доходность по краткосрочным ценным бумагам достигла 6,5% в июле 2024 года.

В августе 2024 года агентство «S&P Global Ratings» повысило долгосрочные рейтинги Таджикистана в иностранной и местной валюте с «В-» до «В» в связи с улучшением финансового положения страны¹³. Между тем, в сентябре 2024 года агентство «Moody's Investors Service» подтвердило кредитный рейтинг Таджикистана на уровне В3 и изменило прогноз по нему со стабильного на позитивный¹⁴. Этот позитивный прогноз обусловлен улучшением диалога Таджикистана с международными партнерами, восстановлением экономики и улучшением финансового положения.

Дальнейшее развитие кривой доходности казначейских ценных бумаг может потенциально способствовать росту рынка корпоративных облигаций.

Эта структура выделяет потенциальные области для развития, которые позволят повысить ликвидность рынка и поддержать более широкий рост рынка капитала. Существуют возможности для роста за счет приватизации государственных предприятий, дальнейшего развития рынка государственных и корпоративных облигаций, привлечения иностранных инвесторов, а также улучшения рыночной инфраструктуры и регулирования.

Инвесторы

Национальная база институциональных инвесторов ограничена и состоит в основном из банков, страховых компаний и государственных фондов. Агентство социального страхования и пенсионного обеспечения и Фонд страхования вкладов физических лиц сталкиваются с ограничениями в инвестиционной деятельности в связи с действующим законодательством. В Таджикистане нет инвестиционных фондов. Участие розничных инвесторов невелико из-за недостаточной финансовой грамотности и ограниченных возможностей инвестирования. Доступ иностранных инвесторов ограничен из-за отсутствия кастодиальных услуг и нормативных барьеров.

Банковский сектор

Банковский сектор Таджикистана доминирует в общем ландшафте финансового сектора, поскольку местные банки часто играют доминирующую роль в качестве инвесторов в государственные ценные бумаги. Банковский сектор состоит из четырнадцати традиционных коммерческих банков, одного исламского банка и нескольких кредитных учреждений, ориентированных на розничную торговлю. Эти финансовые учреждения, как правило, приобретают государственные ценные бумаги в рамках своей инвестиционной стратегии, часто применяя подход «купи и держи» до тех пор, пока срок погашения ценных бумаг не истечет. Подобно другим зарождающимся рынкам, банки также используют эти инструменты не только в инвестиционных целях. Государственные ценные бумаги служат важным инструментом в повседневной деятельности банков по управлению ликвидностью, обеспечивая гибкий механизм корректировки их денежной позиции и соответствия нормативным требованиям.

Ключевые институты сектора включают в себя:

1. Национальный Банк Таджикистана (НБТ):
 - Выполняет функции центрального банка

¹³ <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3232105>

¹⁴ https://www.moody's.com/research/Moodys-Ratings-changes-Tajikistans-outlook-to-positive-from-stable-affirms--PR_494061

- Отвечает за денежно-кредитную политику и регулирование банковского сектора
2. Коммерческие банки
 3. Финансовые посредники:
 - Брокерская фирма («Prime Invest»).

Примечательной особенностью банковского сектора Таджикистана является его высокая концентрация. Три системообразующих банка («Амонатбанк», «Орионбанк», «Эсхата») доминируют в секторе, совместно владея более чем половиной (56,3%) совокупных активов всех кредитно-финансовых учреждений¹⁵. Такая концентрация активов в небольшом числе учреждений подчеркивает значительное влияние, которое эти крупные банки оказывают на финансовую систему страны, а также потенциальные системные риски и динамику конкуренции на рынке.

В первой половине 2024 года совокупные активы кредитно-финансовых учреждений Таджикистана значительно увеличились. Совокупные активы кредитно-финансовых учреждений достигли 41,2 млрд сомони (около 3,9 млрд долларов США) и увеличились в основном за счет роста кредитного портфеля и дебиторской задолженности перед НБТ и кредитно-финансовыми институтами. Объем неработающих кредитов (просроченных более чем на 30 дней) в отчетном периоде составил 3,5 млрд сомони, или 18,2% от общего кредитного портфеля банковской системы, что выше, чем в 2023 году.¹⁶

Таблица 4. Кредитные организации в финансовой системе Таджикистана по состоянию на 31.12.2023

	Количество	Активы (миллиардов сомони)	Доля в финансовой системе (в процентах)
Кредитные организации	63	37.7	91.9
Банки	15	31.9	77.9
Государственные банки*	2	8.3	20.4
Исламские банки	1	0.2	0.6
Банки с иностранным капиталом	4	3.8	9.4
Другие банки	8	19.5	47.6
Небанковские кредитные организации	1	0.1	0.3
Микрофинансовые организации	47	5.6	13.7

Источник: НБТ

Примечание: * С участием государственного капитала

Общая сумма непогашенных кредитов на конец 2023 года составила 19 миллионов сомони (около 1,8 млн. долларов США), из которых 14,2% пришлось на сельское

¹⁵ Постановление Правления Национального банка Таджикистана от 16 января 2024 года № 12

¹⁶ [NBT](#)

хозяйство и промышленность, 11,6% - на внешнюю торговлю, 7,4% - на сферу услуг, 4% - на строительный сектор, за которым следуют транспорт, общественное питание и другие.¹⁷

Банковский сектор Таджикистана стал инициатором развития рынка «зеленых» облигаций в стране благодаря первому выпуску, осуществленному местным банком в 2024 году. «Эсхата Банк», один из системообразующих банков страны, выпустил свои дебютные зеленые облигации на сумму 10 миллионов долларов США, охватывающие следующие категории проектов в рамках программы «Зеленые» облигации: экологически чистый транспорт, энергоэффективность, климатически оптимизированное сельское хозяйство, устойчивое водоснабжение и зеленые здания. Однако при сравнении предложений по зеленым кредитам и обычным займам выявляется интересное несоответствие. Несмотря на выпуск «зеленых» облигаций и ориентацию на устойчивое развитие, процентные ставки «Эсхата Банка» по «зеленым» кредитам, предназначенным специально для покупки электромобилей, начинаются с 22%. А обычные автокредиты (в том числе на электромобили) на рынке выдаются по более низкой ставке - 20 процентов.

Такая динамика цен представляет собой интригующий сценарий, при котором банк с более развитой программой «зеленого» финансирования предлагает менее конкурентоспособные ставки на экологически чистые транспортные средства по сравнению с рыночными. Эта ситуация подчеркивает сложную взаимосвязь между инициативами по зеленому финансированию и фактическими ценами на продукты, ориентированными на потребителя, в условиях развивающегося устойчивого финансового ландшафта Таджикистана и необходимости системной поддержки.

2.1. Основные препятствия для развития рынка «зеленых» облигаций

Основные проблемы, существующие на рынке, не отражают отсутствия желания развивать рынок «зеленых» облигаций, а отражают ограничения, присущие конкретному сектору, а также незрелую экосистему для рынка «зеленого» капитала.

Основные проблемы, с которыми сталкивается рынок «зеленых» облигаций в Таджикистане, указывают на ограничения, присущие конкретному сектору, а не на отсутствие стремления к развитию. Эти ограничения включают недостаточную нормативно-правовую базу, которая не соответствует лучшим международным практикам, что ограничивает возможности рынка по привлечению «зеленых» инвестиций. Более того, заинтересованные стороны, включая эмитентов и инвесторов, часто не имеют необходимой осведомленности и образования о механизмах зеленого финансирования, что еще больше препятствует росту рынка. Отсутствие надежной вспомогательной инфраструктуры, например, четких стандартов, определяющих, что представляет собой «зеленый» проект, усложняет процесс для потенциальных эмитентов, которые могут быть заинтересованы в выпуске «зеленых» облигаций.

Кроме того, общая экосистема рынка капитала в Таджикистане остается незрелой, характеризующейся узкой базой инвесторов и ограниченной ликвидностью. Эта несостоятельность ограничивает возможности по запуску более крупных и разнообразных «зеленых» финансовых продуктов. Экономическая нестабильность в сочетании с высокой зависимостью от внешнего финансирования усугубляет проблемы, с которыми сталкиваются отечественные компании, пытающиеся выпустить «зеленые» облигации. Несмотря на наличие таких намерений, отсутствие благоприятной и зрелой

¹⁷ Author calculations based on the NBT Banking statistics bulletin for 2023, https://nbt.tj/upload/iblock/5bb/sgedn3244ly8ejxki4045zbebb0c9hr/BULL12_per_cent20new.pdf

среды означает, что пока эти отраслевые проблемы не будут систематически решаться, потенциал для успешного рынка «зеленых» облигаций останется в значительной степени нереализованным. На рисунке 3 представлены проблемы, которые более подробно обсуждаются ниже.

Рисунок 3. Краткое описание проблем, связанных с развитием рынка «зеленых» облигаций



Источник: ЭСКАТО

1. *Неразвитая инфраструктура рынка капитала*

Проблемы на существующем рынке капитала создают значительные препятствия для развития и роста его устойчивого сегмента. Ряд проблем, таких как фрагментированный рынок, состоящий из четырех регистраторов с единственным брокером, а также существующая рыночная инфраструктура, не позволяют рынку облигаций развиваться и расти. Предварительно заключенные сделки, о которых биржа или депозитарий публично не сообщают, оставляют «Prime Invest» (брокер) единственной организацией, «знающей» торговые данные по всем посредническим (брокерским) сделкам в Таджикистане.

Следовательно, существует дефицит общедоступной информации о рыночных сделках, которая могла бы быть полезной для принятия решений инвесторами. Этот информационный пробел создает неравные условия на рынке. Инвесторы оказываются в невыгодном положении из-за отсутствия своевременного и равноправного доступа к важнейшим данным о сделках. Без исчерпывающей и актуальной информации о рыночной активности инвесторы сталкиваются с трудностями при принятии обоснованных решений, оценке рыночных тенденций и точной оценке цен на ценные бумаги. Отсутствие прозрачности не только препятствует реализации отдельных инвестиционных стратегий, но и влияет на общую эффективность и доверие к рынку. Это потенциально препятствует участию более широкого круга инвесторов и препятствует развитию более ликвидного и динамичного рынка ценных бумаг в Таджикистане.

Стоимость входа - еще одна проблема. Анализ рыночных сборов показывает, что CASE устанавливает тарифы, которые выше, чем на сопоставимых рынках. Например, ежегодный членский взнос CASE составляет 30 000 сомони (около 2863 доллара США), в то время как аналогичный сбор на Казахской фондовой бирже (KASE) составляет 300

МРП (приблизительно 2332 доллара США)¹⁸. При этом членские взносы в Таджикистане в два раза выше, чем в Армении. Существенные различия также можно заметить при сравнении тарифов в Таджикистане и Грузии¹⁹. Такое расхождение в ценах может служить препятствием для участия на рынке и его развития. Относительно высокая структура комиссионных сборов может отпугнуть потенциальных эмитентов и инвесторов, тем самым ограничивая рыночную ликвидность и общий рост рынка капитала Таджикистана. Кроме того, следует внедрить льготную структуру комиссионных сборов. Этот льготный тариф для эмитентов тематических инструментов позволит частично компенсировать дополнительные расходы, связанные с процессами проверки и сертификации третьими сторонами. Данная практика применяется на Казахстанской фондовой бирже (KASE), что способствовало размещению большинства казахстанских тематических облигаций на KASE.

2. *Отсутствие стандартов и нормативной базы*

Отсутствие четко определенной нормативно-правовой базы, специально разработанной для «зеленых» инвестиций в Таджикистане, создает нормативный вакуум, вынуждающий участников рынка обращаться за рекомендациями к внешним источникам. Из-за отсутствия местных руководящих принципов инвесторы и эмитенты часто испытывают неуверенность в критериях того, что является «зеленым» проектом, что снижает доверие инвесторов и усложняет процесс выпуска потенциальных «зеленых» облигаций. Эта неопределенность заставляет участников рынка полагаться на внешние рамки и стандарты, установленные в других юрисдикциях, которые могут не в полной мере соответствовать уникальному экономическому и экологическому контексту Таджикистана. В результате эффективность «зеленых» инвестиций остается низкой, поскольку заинтересованные стороны пытаются разобраться в сложной ситуации без четкой местной нормативно-правовой поддержки.

Этот подход отличается от эволюции, наблюдаемой в других странах региона. Например, Казахстан изначально зависел от международных систем сертификации «зеленого» строительства, таких как LEED и BREEAM, на ранних этапах развития своего «зеленого» рынка. Однако, осознав необходимость локализации, Казахстан позже разработал собственную национальную систему сертификации «зеленого» строительства. Этот шаг значительно снизил затраты на сертификацию для разработчиков проектов, обеспечив при этом соответствие стандартов местным условиям. Узбекистан следует аналогичной траектории и в настоящее время работает над созданием национальной системы сертификации, которая лучше соответствует местному экологическому и экономическому ландшафту. Эта тенденция свидетельствует об общем прогрессе на развивающихся рынках «зеленого» финансирования: от опоры на международные стандарты к разработке более адаптированных к местным условиям и экономически эффективных механизмов сертификации.

Кроме того, отсутствие единой терминологии или определения «зеленых» проектов создает неопределенность для участников рынка, которые не могут воспользоваться своими возможностями. Без общепринятых критериев инвесторы, эмитенты и регулирующие органы с трудом могут договориться о том, что считается законными «зелеными» инвестициями. Эта двусмысленность усложняет процессы проведения due diligence и увеличивает риск неправильного толкования, что может привести к скептицизму среди потенциальных инвесторов. Следовательно, участники рынка могут

¹⁸ https://kase.kz/files/normative_base/tariff.pdf

¹⁹ Диагностика рынка капитала, Таджикистан, Грант Торнтон, 2023 год

воздерживаться от участия в возможностях «зеленого» финансирования, опасаясь, что они могут непреднамеренно поддержать проекты, которые не соответствуют их экологическим целям или этическим соображениям.

Отсутствие единой терминологии также затрудняет измерение и сравнение воздействия различных проектов на окружающую среду. Без согласованных показателей для оценки эффективности устойчивого развития заинтересованным сторонам трудно количественно оценить выгоды от своих инвестиций или прозрачно отчитаться о достигнутом прогрессе.

Эти стандарты должны соответствовать лучшим мировым практикам, таким как принципы «зеленых» облигаций (GBP) Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA). Включение этих стандартов в нормативную базу гарантирует, что все участники рынка – эмитенты, инвесторы и регулирующие органы – разделяют общее понимание того, что представляет собой законная тематическая облигация.

Наряду со стандартами, необходимы также четкие руководящие принципы по выпуску тематических облигаций, закрепленные в нормативно-правовой базе, и механизмы стимулирования. В руководящих принципах должны быть подробно описаны процессы выпуска тематических облигаций, включая требования к приемлемости проекта, прозрачности и документации. Применяя стандартизованную практику, эмитенты могут обеспечить соответствие как национальным, так и международным ожиданиям, снижая риск искажения информации и повышая доверие инвесторов. Такая ясность жизненно важна для привлечения как отечественных, так и иностранных инвесторов, которые хотят быть уверенными в том, что приобретаемые ими облигации соответствуют их целям устойчивого развития и этическим соображениям.

Кроме того, добавление механизмов стимулирования не менее важно для мотивации рыночной активности. Такие стимулы, как налоговые льготы, субсидии или снижение регулирующих сборов, могут побудить большее число эмитентов выходить на рынок тематических облигаций и способствовать развитию устойчивых проектов. Эти механизмы могут создать благоприятную среду для инноваций в области финансирования за счет снижения затрат и сложности, связанных с выпуском тематических облигаций.

Отсутствие надежной системы ESG и стандартов отчетности может затруднить выпуск и мониторинг «зеленых» облигаций. Эффективный мониторинг часто основывается на согласованных показателях и методологиях сбора данных, что затруднено из-за отсутствия согласия по стандартам ESG на рынке. В результате заинтересованным сторонам, включая инвесторов, регулирующие органы и эмитентов, может быть сложно точно оценить экологические и социальные результаты финансируемых проектов. Это ограничение может снизить доверие и заинтересованность инвесторов, поскольку они могут чувствовать себя недостаточно подготовленными для оценки эффективности и устойчивости своих инвестиций. В конечном счете отсутствие всеобъемлющей системы ESG сдерживает рост и развитие рынка «зеленых» облигаций, что делает продвижение стандартизированных мер отчетности и подотчетности жизненно важным действием для заинтересованных сторон.

3. Проблемы с эталонной кривой доходности

Отсутствие хорошо развитого рынка государственных ценных бумаг означает отсутствие надежной базовой кривой доходности, которая важна для определения цены корпоративных облигаций, в том числе «зеленых». Недавние изменения в правилах

выпуска государственных ценных бумаг, включающие понятие суверенных «зеленых» облигаций, создают новую основу для будущих выпусков суверенных «зеленых» облигаций. Однако необходима дальнейшая нормативная работа по развитию экосистемы, чтобы правила заработали и позволили более широкому кругу инвесторов вкладывать средства в государственные ценные бумаги (включая государственные фонды) и повышать доходность. Наличие государственных ценных бумаг на вторичном рынке и увеличение доходности сделали бы государственные ценные бумаги и рынок капитала в целом более привлекательными для инвесторов.

4. *Отсутствие перечня «зеленых» проектов*

Ограниченный список подходящих «зеленых» проектов, которые могут быть профинансированы за счет «зеленых» облигаций. В потенциальных «зеленых» проектах есть ряд гидропроектов, которые не могут считаться «зелеными», если они превышают международно принятые пороговые значения, например, в таксономии климатических облигаций для объектов гидроэнергетики, вводимых после 2020 года, предполагается плотность мощности $>10 \text{ Вт/м}^2$; или интенсивность выбросов парниковых газов $<50 \text{ г CO}_2 \text{ е/кВтч}$, что практически исключает крупные объекты. Водохранилища крупных гидроэлектростанций являются источником биогенных парниковых газов и в отдельных случаях могут достигать таких же уровней выбросов, что и тепловые электростанции.²⁰

Дополнительные потенциальные проекты включают электромобили (ЭМ), инициативы по повышению энергоэффективности и устойчивые сельскохозяйственные предприятия. Устойчивый туризм также открывает значительные возможности в Таджикистане. Тем не менее, все эти проекты требуют тщательной проверки на соответствие критериям «зеленых» проектов, чтобы предотвратить случаи «зеленого камуфляжа».

5. *Ограниченная база инвесторов*

Число отечественных институциональных инвесторов ограничено, что имеет решающее значение для развития рынка облигаций. Низкий уровень рыночной грамотности потенциальных инвесторов препятствует их участию. Присутствие институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые компании и взаимные фонды, остается минимальным, что ограничивает потенциал роста и стабильности рынка облигаций. Такое отсутствие институционального участия снижает общую глубину рынка облигаций, что может привести к росту волатильности и снижению доверия как среди потенциальных эмитентов, так и среди инвесторов.

Сочетание ограниченной базы институциональных инвесторов и низкой рыночной грамотности представляет собой серьезную проблему для развития рынка облигаций в Таджикистане. Без широкого круга инвесторов, обладающих необходимыми знаниями, рынку трудно полностью раскрыть свой потенциал.

6. *Более высокая стоимость выпусков тематических облигаций*

Процесс выпуска облигаций требует всестороннего анализа и соблюдения обязательств по постоянному мониторингу, которые не требуются при традиционном размещении облигаций. Эта сложность часто приводит к тому, что эмитенты сталкиваются со значительными первоначальными расходами.

²⁰ Scherer L, Pfister S (2016) Hydropower's Biogenic Carbon Footprint. PLoS ONE 11(9): e0161947. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0161947>

Создание соответствующей структуры для тематических облигаций является существенным фактором затрат. Эмитентам необходимо разработать руководящие принципы, соответствующие конкретным экологическим, социальным критериям или критериям управления (ESG), на которые ориентированы тематические облигации. Это предполагает дальнейшее привлечение консультантов для проведения внешних проверок и сертификаций, что может быть дорогостоящим и отнимать много времени.

Тематические облигации часто сталкиваются с множеством нормативных требований, направленных на поддержание прозрачности и предотвращение «зеленого камуфляжа», что связано с вводящими в заблуждение заявлениями об устойчивости проектов. Эти нормативные рамки требуют подробной документации и постоянной отчетности, что создает дополнительные финансовые и операционные трудности для эмитентов.

7. Ограниченная осведомленность и возможности потенциальных эмитентов и соответствующих заинтересованных сторон, вовлеченных в процесс выпуска

Потенциальные эмитенты недостаточно осведомлены о ключевых аспектах, преимуществах и рисках, связанных с «зелеными» облигациями. Многие организации, которые потенциально могут выпускать «зеленые» облигации, не обладают исчерпывающими знаниями о конкретных требованиях и процессах, связанных с выпуском таких финансовых инструментов. Этот пробел в понимании может привести к нерешительности в использовании возможностей «зеленого» финансирования, поскольку потенциальные эмитенты могут не в полной мере оценить преимущества и механизмы тематических облигаций, предназначенных для финансирования экологически устойчивых проектов.

Кроме того, потенциальные эмитенты должны быть хорошо информированы как о преимуществах, так и о рисках, связанных с «зелеными» облигациями. С положительной стороны, «зеленые» облигации могут улучшить положение эмитента на рынке, привлекая инвесторов, заботящихся об окружающей среде, и укрепляя корпоративную репутацию. Однако риски включают потенциальную проверку прозрачности отбора проектов и использования поступлений, а также необходимость постоянной отчетности и соблюдения установленных стандартов.

Ограниченные возможности эмитентов облигаций и других заинтересованных сторон (правительства, регулирующих органов) в процессе выпуска облигаций являются еще одним серьезным препятствием. Потенциальные эмитенты сталкиваются с ограниченными техническими возможностями для выполнения обязательств по отчетности и сертификации, связанных с «зелеными» облигациями, в соответствии с требуемыми стандартами.

Процесс проверки «зеленых» облигаций требует специальных знаний в области науки об окружающей среде, финансов и нормативно-правовой базы. Многие местные фирмы, которые потенциально могут выступать в качестве проверяющих, не имеют необходимой подготовки или опыта для проведения тщательной оценки «зеленых» проектов, что может подорвать доверие рынка.

Отсутствие четких руководящих принципов и определенных функций регулирующего органа создает неопределенность как для эмитентов, так и для инвесторов. Местному регулирующему органу может быть трудно обеспечить соблюдение экологических стандартов, что препятствует росту рынка «зеленых» облигаций.

8. Валютный риск

Высокая долларизация и волатильность валютных курсов могут препятствовать инвестированию в «зеленые» облигации в местной валюте. Поскольку значительная часть сбережений хранится в иностранной валюте, особенно в долларах США (46% депозитов), местные инвесторы отдают предпочтение инструментам, номинированным в долларах, которые обеспечивают стабильность и снижают риск.²¹ Эта тенденция ограничивает внутренний спрос на активы в местной валюте, включая «зеленые» облигации, которые необходимы для финансирования проектов устойчивого развития. В результате эмитенты «зеленых» облигаций в местной валюте могут испытывать трудности с привлечением необходимого инвестиционного капитала от местных инвесторов, что препятствует росту местного рынка «зеленых» облигаций.

Частые колебания обменного курса также могут создавать значительные риски для инвесторов, особенно для тех, кто владеет облигациями в местной валюте, привязанными к внутренним экономическим условиям. Такое восприятие дополнительного риска приводит к повышению доходности, требуемой инвесторами для компенсации потенциальных потерь от обесценивания валюты. Следовательно, стоимость выпуска «зеленых» облигаций в местной валюте становится непомерно высокой для многих компаний, что может удерживать эмитентов от использования этих способов финансирования.

3. Создание политики и нормативно-правовой базы зеленых и устойчивых финансов в Таджикистане

Разработка благоприятной политики и нормативно-правовой базы для «зеленых» облигаций, как правило, строится на пяти основных принципах: (i) таксономия, (ii) раскрытие климатической и экологической информации, (iii) политика стимулирования, (iv) международное сотрудничество и (v) «зеленая» центральная банковская система. Основные принципы структурированы таким образом, чтобы служить главной цели «зеленой» финансовой системы, которая заключается в мобилизации финансирования для «зеленых» и низкоуглеродных инвестиций при одновременной защите финансового сектора от экологических и климатических рисков.

²¹ Экономический обзор Всемирного банка по Таджикистану за 2023 год, <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/46328951bdfc3b29c26b4aa8255ea773-0080012023/original/Tajikistan-Economic-Update-2023-ENG.pdf>

Вставка 2. Пять основных принципов политики и нормативно-правовой базы

Таксономия – система классификации, разработанная для определения того, какие виды экономической деятельности и активы можно считать "зелеными" или устойчивыми. Она предотвращает "зеленый камуфляж", предоставляя общий язык и определения для всех участников рынка и повышая доверие инвесторов к заявлениям об устойчивости различных проектов.

Раскрытие климатической и экологической информации уменьшает информационную асимметрию и несогласованность между регулирующими органами, участниками рынка, включая инвесторов, тем самым позволяя им принимать обоснованные решения.

Стимулы такие, как налоговые льготы, "зеленая" макропруденциальная оценка, субсидии и т.д., мобилизуют частные инвестиции для "зеленых" проектов.

Международное сотрудничество имеет решающее значение, поскольку позволяет обмениваться передовым опытом, стимулирует инновации и создает целостную структуру, повышающую доверие к "зеленому" финансированию и его эффективность.

Зеленая центральная банковская система устраняет финансовые риски, связанные с изменением климата, и поощряет устойчивую финансовую практику во всей экономике.

Вся экосистема предлагает необходимые инструменты и условия для разработки «зеленого» проекта, проверки его притязаний по устойчивости, привлечения доступного финансирования и эффективной отчетности о его воздействии на окружающую среду. Это, в свою очередь, способствует росту рынка «зеленого» капитала и удовлетворяет потребности в «зеленых» инвестициях. «Зеленый» центральный банкинг играет важную роль в дальнейшем использовании средств от «зеленых» облигаций через банковскую систему, поскольку он позволяет эффективно распределять эти ресурсы на устойчивые проекты, одновременно учитывая климатические риски в денежно-кредитной политике и нормативно-правовой базе.

Вставка 3 «Зеленые облигации» Америабанка ²²

Кто? «Америабанк» - универсальный банк, предлагающий корпоративные, инвестиционные и розничные банковские услуги со штаб-квартирой в Ереване, Армения.

Для чего? Новые возможности для привлечения капитала. Диверсификация базы инвесторов и создание новой лиги инвесторов. Поддержка перехода к более устойчивому финансированию. Развитие внутреннего опыта.

Что? Дебютный выпуск 5-летних "зеленых" облигаций на сумму 42 млн евро состоялся в ноябре 2020 года. В феврале 2022 года состоялось еще одно публичное размещение "зеленых" облигаций общим объемом 8 млн долларов США и 3 млрд драмов РА. Политика в области "зеленых" облигаций соответствует ICMA GBP (подтверждено Sustainalytics). Распределение облигаций – фотоэлектрические станции (51%), проекты малых ГЭС (31%), солнечные установки для малого и среднего бизнеса и аренда солнечных батарей (18%).

Уроки

- Приведение существующего «зеленого» бизнеса в соответствие с международными стандартами
- **Национальный стандарт приемлемых «зеленых» проектов мог бы внести ясность на рынок, исключив «зеленый камуфляж» (гринвошинг)**
- Стимулы, включая корректировку веса риска для «зеленых» активов, с одной стороны, и снижение затрат на резервирование привлеченных «зеленых» долгосрочных кредитов, с другой стороны, будут мотивировать финансовые учреждения выпускать больше «зеленых» облигаций и заниматься более «зеленым» кредитованием.

В Таджикистане в действующей структуре отсутствуют конкретные положения о ключевых элементах нормативно-правовой базы для «зеленых» облигаций. Нормативно-правовая база рынка корпоративного капитала в Таджикистане регулируется законом «О рынке ценных бумаг», который обеспечивает базовую правовую структуру для рыночных операций. Однако в действующей редакции законодательства отсутствуют определения тематических облигаций, а также инструкции и стандарты по их выпуску. Законодательство не обновлялось в течение длительного периода времени, и отсутствие необходимых руководящих принципов для рынка создало пробел для потенциальных эмитентов «зеленых» облигаций. Отсутствие местных руководящих принципов побудило бы потенциальных эмитентов обратиться за рекомендациями в другие юрисдикции и принять стандарты, которые могут не учитывать специфические условия Таджикистана. Обновление законодательства с целью включения в него определений и руководящих принципов для эмитентов должно быть приоритетным,

²² <https://www.eu4environment.org/app/uploads/2022/05/3-AmeriaBank-Green-Bond-Case-Presentation.pdf>, <https://ameriabank.am/Portals/2/files/impact/Impact-Report-2023.pdf>, and supplemented with the interview of the Ameriabank rep

чтобы установить четкие правила для потенциальных корпоративных эмитентов «зеленых» облигаций и избежать потенциального «зеленого камуфляжа».

Однако недавно Таджикистан предпринял первые шаги по пересмотру своей законодательной базы с целью создания правовой основы для будущих суверенных тематических выпусков. Понятие суверенных «зеленых» облигаций и основные процедуры их подготовки к выпуску, обращения после выпуска и эмиссии были недавно отражены в Правилах выпуска и обращения государственных ценных бумаг, принятых Правительством (№296 от 16.05.2024). Правила признают принципы «зеленых» облигаций ICMA или любую эквивалентную классификацию, признанную Правительством Таджикистана в качестве стандарта для выпуска суверенных «зеленых» облигаций. Организации, включенные в список ICMA External Review mapping или аккредитованные Climate Bonds Initiative (CBI), принимаются в качестве поставщиков услуг по внешнему обзору. Согласно Правилам, средства от любых будущих суверенных «зеленых» облигаций будут направлены на поддержку Стратегии развития «зеленой» экономики в Республике Таджикистан на 2023-2037 годы, которая, в свою очередь, определяет следующие приоритетные секторы:

- Энергия
- Промышленность
- Сельское хозяйство
- Транспорт
- ЖКХ (по буквам) и отходы
- Природный капитал
- Экологический туризм
- Образование.

Необходимо уделять больше внимания привлечению министерств и других соответствующих учреждений к созданию основы для будущей эмиссии суверенных облигаций. Межправительственный комитет, возглавляемый Министерством финансов, был назначен ответственным за отбор подходящих проектов, установление критериев и проведение внешних проверок в соответствии с обновленными правилами выпуска и обращения государственных ценных бумаг. Однако конкретная роль Министерства финансов или Комитета в разработке концепции «зеленых» облигаций не была уточнена. Кроме того, список государственных учреждений, которые являются членами Комитета, и полный перечень его функций остаются нераскрытыми.

Мониторинг расходов на борьбу с изменением климата предлагает простой подход к выпуску суверенных «зеленых» облигаций. Учитывая структуру государственного бюджета, основанную на расходах, а не на проектах, важно, чтобы использование поступлений от суверенных «зеленых» облигаций основывалось на типах расходов, предварительно оцененных в соответствии с целями Парижского соглашения и национальными планами развития «зеленой» экономики с использованием различных инструментов, включая бюджетную разметку по климату. Климатическая маркировка бюджета – это инструмент для мониторинга и отслеживания связанных с климатом расходов в национальной бюджетной системе. Он предоставляет исчерпывающие данные о расходах на борьбу с изменением климата, позволяя правительству принимать

обоснованные решения и приоритизировать климатические инвестиции, а также осуществлять отчетность о расходах, связанных с изменением климата.

В этом контексте Венгрия служит ценным примером того, как определять приемлемые расходы и разрабатывать надежную структуру в соответствии с национальными приоритетами (вставка 4).

Что касается регулирования, то официальной политики «зеленого» банкинга не существует, хотя продолжается работа по разработке национальных стандартов ESG. На основе сотрудничества с IFC процесс разработки национальной системы ESG начался позже. Межправительственная рабочая группа, возглавляемая Министерством экономического развития и торговли при поддержке IFC, представила проект Национальных стандартов ESG (Стандарты раскрытия информации) в 2024 году.

Недавняя разработка проекта стандартов ESG и плана финансирования борьбы с изменением климата свидетельствует о растущем стремлении к мобилизации «зеленых» финансовых ресурсов в стране, в том числе посредством разработки и выпуска «зеленых» облигаций. Комитет по охране окружающей среды при поддержке технической помощи АБР разработал План по климатическому финансированию Таджикистана, предлагающий подход «Дорожных карт» для инвестиций в сектора ОНУВ с последующими ключевыми действиями по его реализации.

Вставка 4: Выпуск суверенных облигаций Венгрии

Венгрия, которая является пятикратным эмитентом суверенных «зеленых» облигаций, помимо самих секторов, выделила следующие группы расходов в качестве использования поступлений в рамках своей программы «зеленых» облигаций: инвестиционные расходы, налоговые расходы, отдельные операционные расходы, расходы государственных учреждений и других организаций государственного сектора, при условии, что эти организации сами не привлекают «зеленое» финансирование.

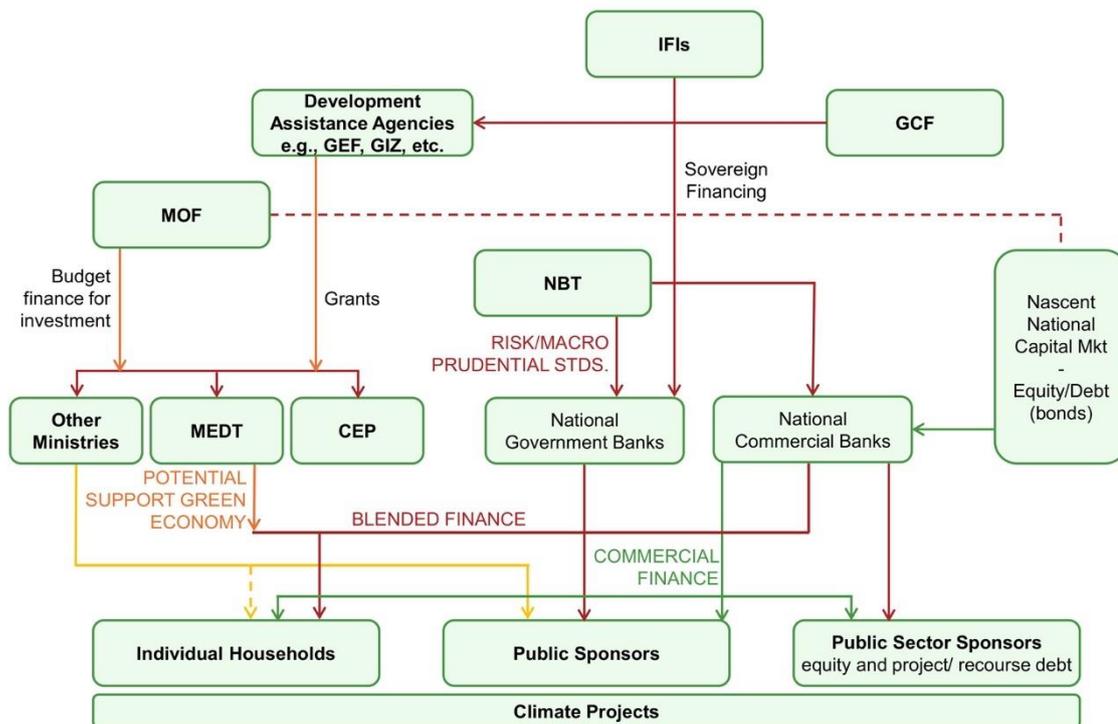
Сама система была разработана межведомственным комитетом при поддержке ESG-консультанта и утверждена Министерством финансов.

Использование поступлений было определено на основе Национального плана в области энергетики и климата и Национальной стратегии чистого развития (до 2050 года), которые разработаны в соответствии со стратегическими целями сокращения выбросов парниковых газов на 40%; увеличения доли возобновляемых источников энергии с 13% до 21%; и не превышения уровня конечного потребления энергии 2005 года к 2030 году. Достижение цели климатической нейтральности к 2050 году также играет значительную роль в разработке рамочной программы.

Партнеры по развитию вносят существенный вклад в разработку соответствующих политик и нормативных актов, позволяющих рынку развиваться, используя как техническую поддержку, так и поддержку в наращивании потенциала, а также передачу знаний. В декабре 2023 года НБТ присоединился к Сети устойчивого банкинга и финансов (SBFN), созданной на базе IFC и призванной оказывать поддержку регулирующим органам развивающихся рынков путем обмена знаниями и наращивания потенциала в

области устойчивого финансирования. В начале 2024 года НБТ также присоединился к Сети по экологизации финансовых систем (NGFS).²³ Текущая картина экосистемы устойчивого финансирования в Таджикистане представлена на рисунке 4.

Рисунок 4. Устойчивая финансовая экосистема Таджикистана



CEP = Committee for Environmental Protection, GCF = Green Climate Fund, GEF = Global Environment Facility, GIZ = German Development Cooperation, IFI = international financial institution, MEDT = Ministry of Economic Development and Trade, MOF = Ministry of Finance, NBT = National Bank of Tajikistan.

CEP = Комитет по охране окружающей среды, GCF = Зеленый климатический фонд, GEF = Глобальный экологический фонд, GIZ = Немецкое сотрудничество в целях развития, IFI = международная финансовая организация, MEDT = Министерство экономического развития и торговли, MOF = Министерство финансов, NBT = Национальный банк Таджикистана.

Источник: Адаптировано на основе Плана АБР по климатическому финансированию для Таджикистана на 2024 год

Однако дальнейшие скоординированные усилия в рамках национальной дорожной карты с четкими полномочиями учреждений способствовали бы дальнейшему развитию рынка. Ярким примером такой инициативы является Индонезия, которая успешно развила свой устойчивый финансовый рынок, внедрив национальную дорожную карту и старательно придерживаясь ее. В настоящее время Индонезия находится на стадии «Консолидации» в рамках этапа «Созревания» в матрице развития устойчивой банковской и финансовой сети (SBFN) и считается лидером в области устойчивого финансирования среди развивающихся рынков.

²³ <https://en.trend.az/casia/tajikistan/3851239.html>

Вставка 5. Национальная дорожная карта устойчивого финансирования в Индонезии²⁴

Для чего? Индонезия признала взаимосвязь между необходимостью привлечения примерно 300–530 миллиардов долларов США в год для решения своих национальных приоритетных задач, многие из которых относятся к экологически чувствительным секторам, таким как сельское хозяйство, лесное хозяйство, энергетика, горнодобывающая промышленность и переработка отходов, и необходимостью ускорения развития своей национальной финансовой системы.

Что? Усилия по учету экологических факторов в банковском регулировании предпринимаются с 1998 года, но их воздействие было ограниченным. В конце 2014 года Управление по финансовым услугам (ОJK) представило «Дорожную карту устойчивого финансирования», которая стала первой всеобъемлющей стратегией страны по продвижению устойчивого финансирования на период до 2019 года. Эта дорожная карта касалась банковского сектора, рынков капитала и небанковских финансовых услуг и включала в себя несколько ключевых задач:

- Повышение доступности устойчивого финансирования с помощью нормативно-правовой поддержки и стимулов, а также целевых займов, гарантийных схем, моделей «зеленого» кредитования, «зеленых» облигаций и «зеленого» индекса
- Повышение спроса на устойчивые финансовые продукты за счет повышения осведомленности участников рынка об экологических рисках и эффективных стратегиях управления рисками.
- Усиление надзора и координации при внедрении устойчивого финансирования путем разработки политики управления социальными и экологическими рисками и обеспечения надлежащего раскрытия информации для общественности

Уроки

Дорожная карта служит потенциально эффективным инструментом для вовлечения как государственных, так и частных заинтересованных сторон в процесс создания и реализации инновационных стратегий. Текущее положение Индонезии в матрице развития SBFN является «зрелым».

3.1. Развитие рынка «зеленых» облигаций в Таджикистане

Несмотря на серьезные проблемы на рынках капитала и финансовых рынках, Таджикистан имеет уникальную возможность предпринять усилия, направленные на разработку благоприятной нормативно-правовой базы для «зеленых» облигаций. Как и многие страны с менее развитыми финансовыми системами, Таджикистан сталкивается

²⁴ <https://www.iisd.org/articles/indonesia-annual-renewable-investment-target>

с такими проблемами, как ограниченное проникновение на рынок и неразвитость финансовых институтов. Однако эти проблемы также подчеркивают настоятельную потребность в инновационных финансовых инструментах, которые могут помочь справиться с изменением климата и одновременно привлечь инвестиции в устойчивые проекты. Развивая сотрудничество между министерствами, регулирующими органами и международными партнерами, Таджикистан может создать благоприятную среду, способствующую выпуску «зеленых» облигаций. Такие инициативы не только соответствуют глобальным целям устойчивого развития, но и способствуют местному экономическому развитию, привлекая инвестиции в возобновляемые источники энергии, охрану окружающей среды и устойчивое сельское хозяйство, что позволяет стране извлекать выгоду из новых тенденций в области «зеленого» финансирования.

Между тем, выпуск банком «Эсхата» первых «зеленых» облигаций Таджикистана представляет собой важную веху, которая создает важный прецедент для развития рынка «зеленых» финансов в стране. Успешно выпустив «зеленые» облигации в местной валюте на сумму 10 миллионов долларов, банк не только восполняет дефицит финансирования проектов, учитывающих изменение климата, но и демонстрирует приверженность устойчивому развитию финансового сектора. Этот новаторский шаг сигнализирует другим финансовым учреждениям и потенциальным инвесторам о том, что существует реальный интерес и возможности в области «зеленого» финансирования, что открывает путь для будущих эмиссий.

Создание рынка «зеленых» облигаций в Таджикистане требует тщательного определения приоритетных проектов и разработки выгодных для финансирования проектов, которые соответствуют целям устойчивого развития страны. Для привлечения интереса инвесторов важно определить проекты, которые не только решают насущные экологические проблемы, но и демонстрируют четкую экономическую жизнеспособность. Правительство, в сотрудничестве с финансовыми институтами и партнерами по развитию, могло бы приоритезировать инициативы в области возобновляемых источников энергии, энергоэффективности и устойчивого сельского хозяйства, которые могут обеспечить измеримые результаты и преимущества устойчивости. Кроме того, создание систематизированного списка проектов, привлекательных для финансирования, облегчит доступ к капиталу, что позволит упростить выпуск облигаций и повысит доверие потенциальных инвесторов.

Следовательно, проекты, перечисленные среди прочих в таблице 4, относятся к категории ICMA GBP, могут иметь отношение к инициативам Таджикистана как по смягчению последствий, так и по адаптации.

Таблица 5. Потенциальные типы «зеленых» проектов Таджикистана

Категория (GBP)	Примеры проектов ²⁵	Примеры применимых стандартов
Возобновляемые источники энергии	<p>Развитие сетей малых гидроэлектростанций</p> <p>Развитие других возобновляемых источников энергии в отдаленных горных и сельских районах</p>	Таксономия климатических облигаций, ТОП ²⁶ , Модельная таксономия ЕАЭС ²⁷
Энергоэффективность	<p>Внедрение современных энергосберегающих и цифровых технологий в промышленность</p> <p>Энергоэффективные строительные материалы</p>	Таксономия климатических облигаций, ТОП, Модельная таксономия ЕАЭС (в энергетическом секторе)
Предотвращение загрязнения и борьба с ним	<p>Проекты по защите пастбищ от деградации и загрязнения</p> <p>Системы экологического мониторинга</p>	<p>Сельскохозяйственные критерии Таксономии климатических облигаций, Принципы климатической устойчивости климатических облигаций</p> <p>Таксономия Казахстана</p>
Экологически устойчивое управление живыми природными ресурсами и землепользование	<p>Внедрение «зеленых» технологий и «зеленой» инфраструктуры в агропромышленном производстве</p> <p>Развитие агролесомелиорации и природоохранного земледелия</p>	Критерии сельскохозяйственного производства (растениеводства и животноводства) для климатических облигаций обсуждаются с общественностью до 24 августа 2024 года, критерии сельского хозяйства доступны для сертификации, ТОП, Модельная таксономия ЕАЭС (не все)
Сохранение наземного и водного биоразнообразия	Проекты по сохранению биоразнообразия	Таксономия климатических облигаций, ТОП, Модельная таксономия ЕАЭС
Чистая транспортировка	Электромобили (ЭМ)	Таксономия климатических облигаций, ТОП, Модельная таксономия ЕАЭС
Устойчивое управление водоснабжением и сточными водами	Усовершенствованное управление ирригационными и дренажными системами	Таксономия климатических облигаций, ТОП, Модельная таксономия ЕАЭС (не вся)

²⁵ Основано на Четвертом национальном сообщении Таджикистана в РККИ ООН

²⁶ https://finance.ec.europa.eu/document/download/708e478b-fa41-4b65-9340-2e6904e26653_en?filename=220603-international-platform-sustainable-finance-common-ground-taxonomy-table-activities_en.pdf

²⁷ https://eec.eaunion.org/upload/medialibrary/df7/Kriterii-dlya-opublikovaniya-Modelnaya-taksonomiya_.pdf

	<p>Повышение эффективности водопользования, утилизации, рециркуляции и регулирования спроса на воду</p> <p>Проекты по очистке и сбросу сточных вод</p> <p>Улучшение управления подземными водами</p> <p>Восстановление ирригационных и дренажных систем для улучшения мелиорации засоленных болот и водно-болотных угодий</p> <p>Использование эффективных методов орошения (капельное орошение)</p> <p>Совершенствование системы прогнозирования притока воды</p>	
Адаптация к изменению климата	<p>Повышение безопасности сетей передачи и распределения электроэнергии в связи с погодными условиями</p> <p>Проекты по обеспечению безопасности инфраструктуры</p> <p>Адаптация железнодорожного, автомобильного, воздушного и других видов транспорта, включая нетрадиционные и специальные виды транспорта</p>	Принципы климатической устойчивости климатических облигаций
Адаптированные к экономике замкнутого цикла продукты, производственные технологии и процессы; и/или сертифицированные экологически эффективные продукты	Сертифицированные экологически эффективные сельскохозяйственные продукты	Критерии сельскохозяйственного производства (растениеводства и животноводства) для климатических облигаций находятся на стадии общественного обсуждения до 24 августа 2024 года, критерии сельского хозяйства доступны для сертификации
«Зеленые» здания	Строительство промышленных и непромышленных жилых объектов	Таксономия климатических облигаций (жилых, коммерческих), ТОП

Источник: ЭСКАТО на основании Четвертого национального сообщения Таджикистана в РКИК ООН

Объединение «зеленых» проектов для выпуска суверенных «зеленых» облигаций.
«Зеленые» проекты, которые не являются коммерчески жизнеспособными, например, проекты, направленные на сохранение биоразнообразия, экологический мониторинг

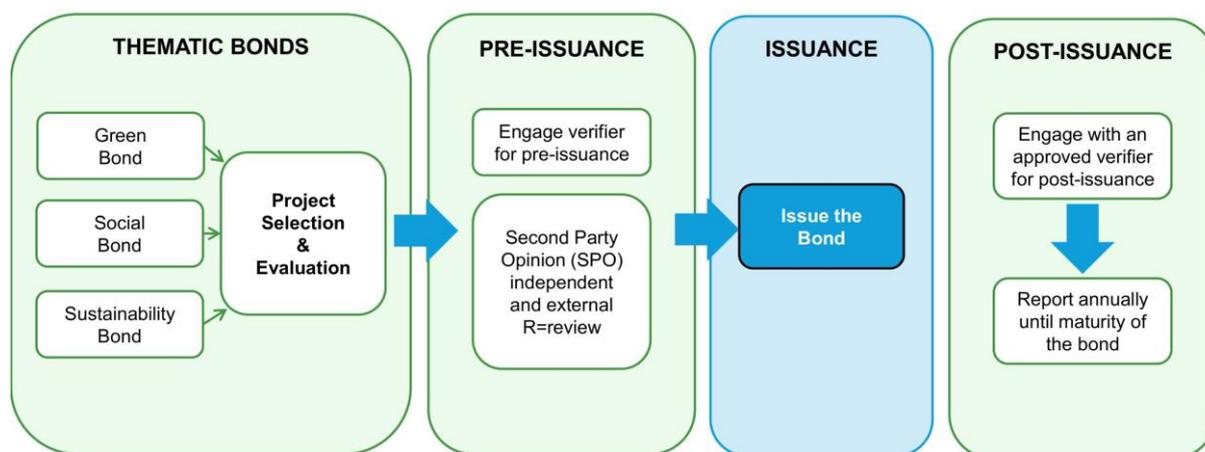
для раннего предупреждения и муниципальные инициативы, могут быть объединены для выпуска суверенных «зеленых» облигаций или сукук. В отличие от этого, другие проекты могут иметь право на выпуск корпоративных «зеленых» инструментов.

Растущий интерес к зеленым облигациям со стороны местных финансовых учреждений и корпораций. Некоторые местные компании финансового, производственного секторов и сферы услуг Таджикистана, использующие банковские кредиты или займы от международных организаций, которые предоставляют финансирование в долларах США или евро, выразили заинтересованность в изучении возможности выпуска «зеленых» облигаций или сукук. В случае потенциальной выдачи кредитов финансовыми учреждениями, дальнейшее кредитование могло бы способствовать созданию портфеля «зеленых» кредитов в банковском секторе. Среди потенциальных кредитных предложений есть те, которые направлены на оказание помощи розничным клиентам в приобретении электромобилей (ЭМ).

3.2. Процесс выпуска «зеленых» облигаций

Выпуск «зеленых» облигаций, как и любого другого вида тематических облигаций, предполагает структурированный процесс, который включает в себя определение категории «зеленых» проектов, разработку концепции, получение подтверждения третьей стороной и управление использованием средств после выпуска. Как только будет создана система и получено подтверждение, «зеленые» облигации могут быть официально выпущены для инвесторов. Выпуск облигаций, как правило, требует сотрудничества с финансовыми учреждениями для андеррайтинга и распространения. После выпуска «зеленых» облигаций требуется постоянный мониторинг и отчетность для обеспечения соответствия первоначальным условиям и демонстрации фактических экологических выгод. Эмитенты ежегодно предоставляют инвесторам обновленную информацию, в которой подробно описывается эффективность проекта и его соответствие целям устойчивого развития. Этот механизм подотчетности укрепляет целостность рынка «зеленых» облигаций и помогает поддерживать доверие инвесторов. Ниже приводится краткое описание процесса выпуска тематических облигаций, а подробный обзор процесса выпуска суверенных облигаций приведен в приложении 1.

Рисунок 5 Процесс выпуска тематических облигаций

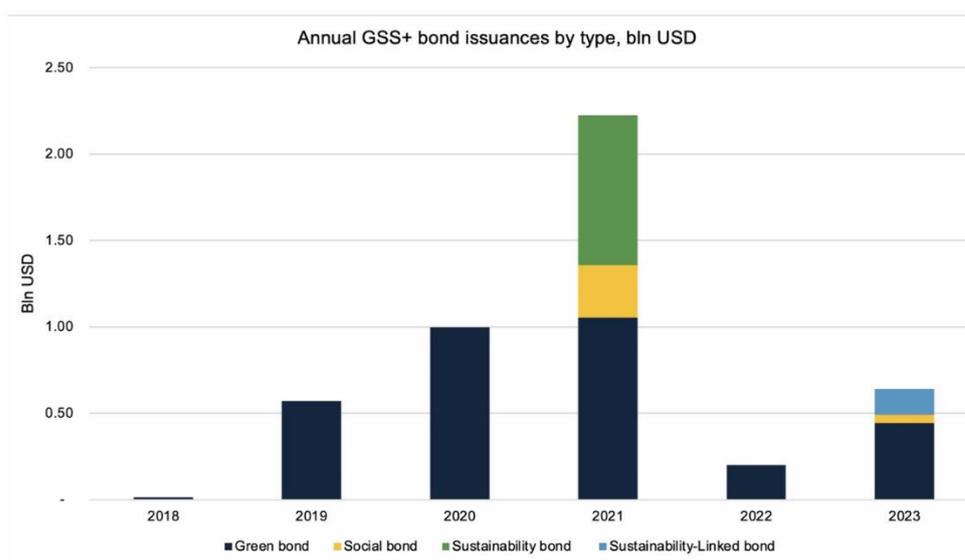


Источник: Документ о политике в области выпуска суверенных тематических облигаций, ЭСКАТО ООН

3.3. Основные тенденции на рынке ЗСУО+ облигаций в Северной и Центральной Азии

За последние два года объем ЗСУО+ облигаций в Северной и Центральной Азии неуклонно рос, и по состоянию на 2023 год доля «зеленых» облигаций на рынке составляла 69%. (Рисунок 6). «Зеленые» облигации доминируют на рынке во всех странах Северной и Центральной Азии, за исключением Узбекистана (рисунок 7). В 2021 году в регионе наблюдался рост выпуска «социальных» облигаций и облигаций устойчивого развития, связанный с пандемией COVID-19 и общим экономическим спадом; однако в конечном итоге он снова сосредоточился на «зеленых» облигациях (рисунок 6). Большинство проектов, финансируемых за счет «зеленых» облигаций, – это возобновляемые источники энергии, энергоэффективность, экологически чистый транспорт и смешанные проекты.

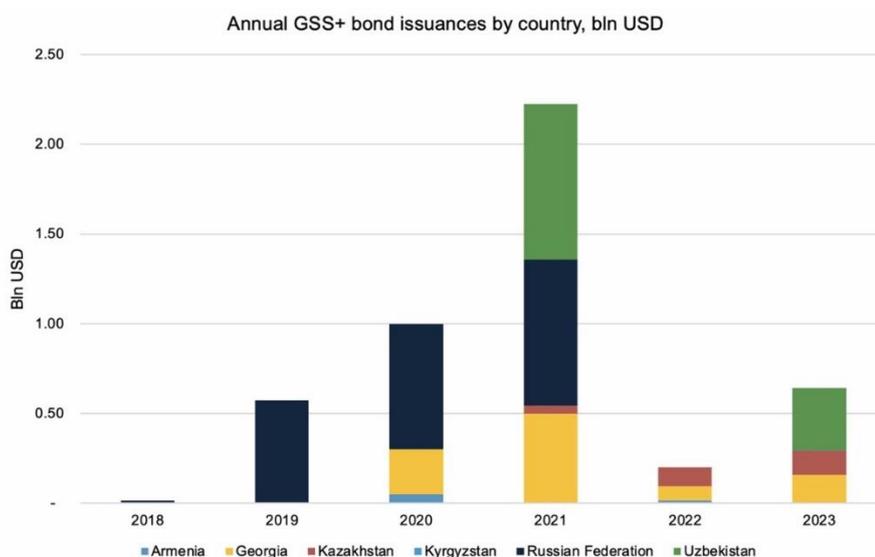
Рисунок 6: Ежегодные выпуски облигаций ЗС



УО+ по странам и типам (2018–2023)

Источнике: «Environmental Finance»

Рисунок 7: Доля облигаций ЗСУО+ в странах Север



ной и Центральной Азии по типам

Источник: «Environmental Finance»

На местном рынке капитала Таджикистана, как только будут решены структурные проблемы, появится многообещающая возможность сократить дефицит финансирования за счет выпуска «зеленых» суверенных и корпоративных облигаций, а также других финансовых инструментов, включая сукук. Тем не менее, важно создать нормативно-правовую базу, которая эффективно поддерживала бы не только эмитентов и инвесторов, но и всех других участников, вовлеченных в сделки.

Последние данные свидетельствуют о том, что тематические суверенные облигации, несмотря на ограниченность данных, в некоторых случаях могут приносить экономическую выгоду по сравнению с традиционными облигациями. Это преимущество, называемое «зеленой премией» или «гриниумом», проявляется в более низкой доходности на вторичном рынке по сравнению с аналогичными традиционными облигациями. Примеры суверенных ЗСУО+ эмитентов из Чили, Египта, Германии, Индонезии и Таиланда, по-видимому, указывают на наличие «гриниума». Кроме того, суверенные эмитенты развивающихся рынков, по-видимому, испытывают более сильный «гриниумный» эффект, чем эмитенты на развитых рынках²⁸. Однако нет единого мнения о наличии «гриниума» среди суверенных тематических выпусков.

3.4. Другие инструменты устойчивого финансирования

В дополнение к «зеленым» облигациям, освоение «зеленых» сукук представляет многообещающую возможность для устойчивого финансирования в Таджикистане. «Зеленый» сукук, который является финансовым инструментом, соответствующим нормам шариата, может привлечь различный круг инвесторов, особенно тех, кто стремится к этическим и социально ответственным инвестициям в соответствии с исламскими принципами финансирования. Учитывая приверженность страны экологической устойчивости и ее амбициозную Стратегию развития «зеленой» экономики на 2023–2037 годы, интеграция сукук в систему финансирования может диверсифицировать источники финансирования проектов, связанных с изменением

²⁸ Экологические, социальные и устойчивые облигации в развивающихся странах: аргументы в пользу усиления координации действий доноров, ОЭСР, 2023 год

климата. Используя уникальные возможности «зеленого» сукук, такие как его возможность способствовать социальной справедливости и бережному отношению к окружающей среде, Таджикистан мог бы мобилизовать значительный капитал для использования возобновляемых источников энергии, устойчивого сельского хозяйства и развития инфраструктуры. Такой многогранный подход к устойчивому финансированию может повысить общую эффективность достижения национальных целей в области устойчивого развития, обеспечивая более инклюзивный экономический переход.

Вставка 6 Первый в мире «зеленый» сукук²⁹

Для чего? Всемирное признание исламских инвестиций в сектор устойчивого инвестирования открыло широкие возможности для исламского финансирования. Сукук, как механизм финансирования, становится все более популярным в Малайзии с тех пор, как в 2014 году Комиссия по ценным бумагам Малайзии (SC) запустила программу «Sustainable and Responsible Investment (SRI) Sukuk Framework».

Что? В 2017 году Малайзия выпустила первый в мире «зеленый» SRI сукук для финансирования строительства крупномасштабных солнечных фотоэлектрических электростанций в Кудате, штат Сабах (при поддержке Глобального центра знаний и исследований Группы Всемирного Банка).

Программа грантов «Green SRI Sukuk», введенная в 2018 году, покрывает до 90 процентов расходов эмитентов на независимую экспертизу устойчивых выпусков сукук. По состоянию на середину 2022 года им воспользовались 15 эмитентов, занимающихся возобновляемыми источниками энергии, «зеленым» строительством и устойчивыми проектами.

Уроки

- Расширенный и диверсифицированный круг инвесторов
- Привлечение инвесторов, которые уделяют приоритетное внимание SRI и поощряют их инвестировать в экологичную, социальную, устойчивую недвижимость и вакуфные активы
- Схемы предоставления грантов для покрытия расходов на внешнюю экспертизу оказывают положительное влияние

4. Региональные тематические исследования и извлеченные уроки

Несколько стран Северной и Центральной Азии и за их пределами добились значительных успехов в развитии своих рынков «зеленого» финансирования, что является ценным примером для Таджикистана в качестве руководства для будущих шагов по созданию рынка «зеленых» облигаций. Это включает в себя изменения как на рынках капитала, так и в банковском секторе. Например, в Монголии и Грузии наблюдается заметное увеличение доли «зеленых» кредитов в их банковских портфелях.

²⁹ <https://www.capitalmarketsmalaysia.com/public-sri-sukuk/>

Этот рост можно объяснить внедрением надежной нормативно-правовой базы, которая облегчает как идентификацию, так и отслеживание «зеленых» финансовых продуктов. В отличие от этого, Казахстан и Узбекистан уделяют больше внимания стимулированию развития своих «зеленых» рынков капитала. Этот стратегический фокус направлен на создание более разнообразных и сложных «зеленых» финансовых инструментов и привлечение более широкого круга инвесторов, заинтересованных в возможностях устойчивого финансирования. За пределами региона Северной и Центральной Азии другие страны с менее развитыми финансовыми системами, согласно МВФ, успешно выпустили суверенные «зеленые» облигации, такие как Кот-д'Ивуар.

Цель этой главы – на основе конкретных примеров и кабинетных исследований изучить опыт других стран, которые успешно создали и углубили свои рынки «зеленых» облигаций, что может служить примером, учитывая текущее состояние рынков капитала в Таджикистане. В анализе особое внимание уделяется достоинствам и соображениям, связанным с ключевыми политиками, нормативными актами и связанными с ними процессами, которые могут направлять развитие экосистемы «зеленого» рынка облигаций. К ним относятся:

- Дорожные карты устойчивого и «зеленого» финансирования
- Политика и нормативные акты
- Стандарты и таксономии
- Структуры стимулирования
- Системы отчетности.

В этой главе мы рассмотрим, как эти элементы были внедрены в других юрисдикциях, их влияние на развитие рынка и уроки, которые можно извлечь из их успехов и проблем.

Вох 7: Суверенные тематические облигации Кот-д'Ивуара³⁰

Кто? Кот–д'Ивуар с рейтингом ВВ- (стабильный) от S&P является суверенным государством к югу от Сахары с населением 28,1 миллиона человек и ВВП в 70 миллиардов долларов США в 2022 году.

Что? В 2024 году был осуществлен выпуск устойчивых облигаций на основную сумму 1,1 миллиарда долларов США с годовым купоном в размере 7,625 процента со сроком погашения в 2033 году. Приемлемые «зеленые» проекты включают сохранение биоразнообразия наземной и водной среды, предотвращение загрязнения и борьбу с ним, устойчивое использование воды, управление сточными водами и возобновляемые источники энергии (гидроэнергетика и солнечная энергия). Концепция проверена «Sustainalytics».

Уроки

- Эффект «скрытого сокровища» – экономика с доходом ниже среднего при аналогичной структуре экономики (сельское хозяйство составляет 20% ВВП), пользующаяся политической стабильностью и устойчивым экономическим ростом, может привлечь интерес инвесторов
- Своевременный выпуск позволил использовать преимущества снижения стоимости заимствований
- ESG-размещение привлекло новых инвесторов из США, Великобритании и Европы

Казахстан

Зарождение казахстанского рынка «зеленых» облигаций можно проследить с момента создания Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в 2016 году. Он был создан с основной целью развития небанковского финансового сектора Казахстана и создания благоприятной среды для инвестиций. Отличительной особенностью правовой базы МФЦА является включение в нее принципов и прецедентов английского общего права. Этот подход направлен на создание привычной и предсказуемой правовой среды для международных инвесторов и финансовых институтов, что повышает глобальную привлекательность МФЦА. В рамках экосистемы МФЦА была создана новая биржа AIX.

В соответствии с Концепцией «зеленой» финансовой системы Казахстана (2017) создание рынка «зеленых» облигаций было определено в качестве одного из элементов этой всеобъемлющей стратегии. При поддержке недавно созданного Центра зеленых финансов МФЦА (GFC) концепция «зеленого финансирования» была введена в новой редакции Экологического кодекса и Предпринимательского кодекса Республики Казахстан в 2018-19 годах. В 2021 году также были приняты следующие документы:

- «Классификация (таксономия) «зеленых» проектов, имеющих право на финансирование с помощью «зеленых» облигаций и «зеленых» займов»

³⁰ https://www.tresor.gouv.ci/tres/wp-content/uploads/2021/11/Co_per_centCC_per_cent82te-dlvoire-Sustainable-Framework-July-2021-vF.pdf, <https://bti-project.org/en/reports/country-report/CIV>

(утверждена постановлением Правительства в декабре 2021 года, поправки внесены в марте 2024 года)

- Меры экономического стимулирования «зеленых» облигаций и займов, такие как субсидирование купонных и процентных ставок, а также механизм гарантирования «зеленых» облигаций (утвержден постановлением Правительства в феврале 2022 года; оператор – Фонд развития предпринимательства «Даму»)³¹.

Одновременно в 2018 году были приняты Правила биржи МФЦА по выпуску «зеленых» облигаций, что заложило основу для первого выпуска Фондом «Даму» «зеленых» облигаций в АИХ в 2020 году. Разработкой социальной таксономии занимается Министерство национальной экономики при поддержке Центра зеленых финансов МФЦА.

В связи с отсутствием местных верификаторов и низким интересом международных провайдеров SPO к развивающемуся рынку, Центру зеленых финансов МФЦА пришлось сначала выступить в качестве внешнего поставщика услуг по оценке тематических инструментов в Казахстане, а затем расширяться в Центральной Азии. На сегодня регулирующий орган не ввел систему аккредитации поставщиков услуг по верификации.

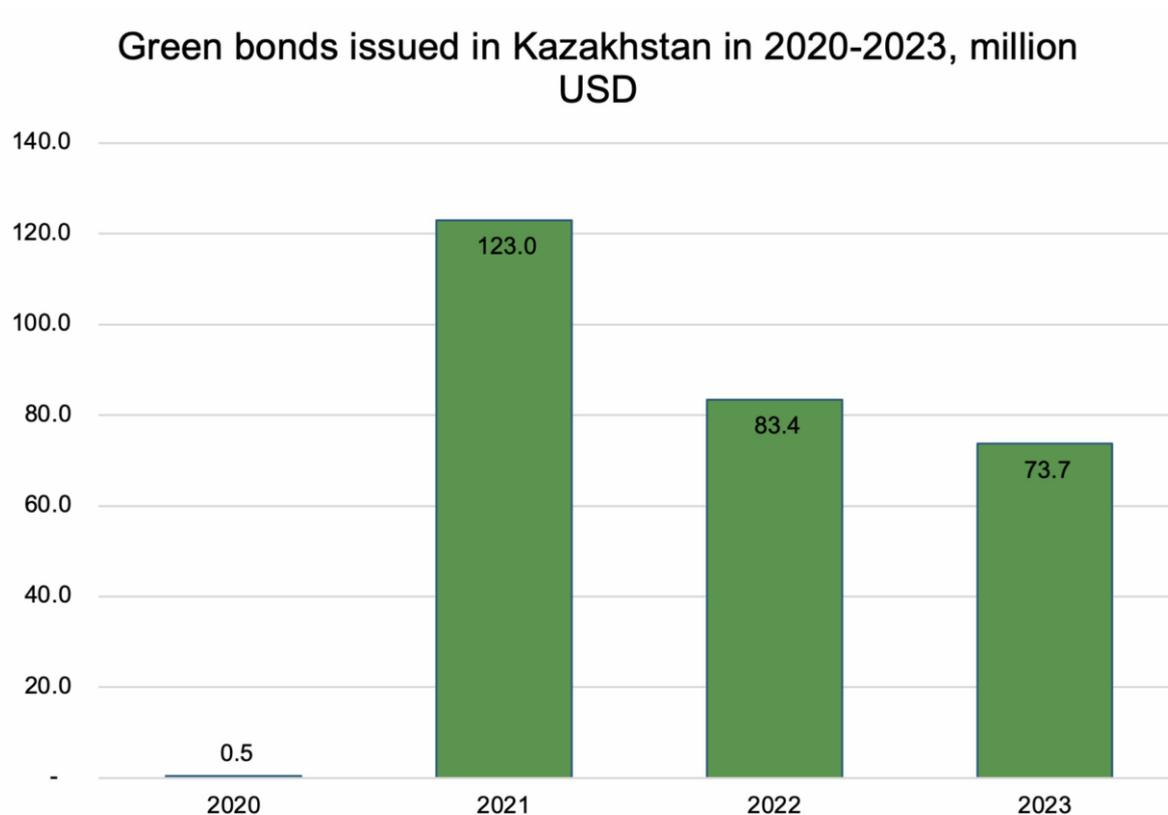
Процедуры выпуска, верификации и отчетности по облигациям ЗСУО+ были отражены в Законе о рынке ценных бумаг Казахстана от 2022 года, который является ключевым законодательным актом для выпуска долговых инструментов в казахстанской юрисдикции. Вслед за этим Агентство по регулированию и развитию финансового рынка (АРРФР) также утвердило перечень типов организаций, уполномоченных проводить внешнюю оценку таких инструментов в конце 2022 года (Приложение 3).

Эти регуляторные меры, а также кампания по повышению осведомленности, стимулы и специальная программа, реализуемая KASE, национальной фондовой биржей Казахстана (при поддержке МФЦ), для финансирования расходов на SPO первых эмитентов «зеленых» облигаций, дали свои результаты. По состоянию на конец 2023 года общий объем тематического рынка Казахстана составляет 0,8 млрд долларов США (без учета SLB, которые подлежат размещению), включая различные инструменты, такие как «зеленые», «социальные» облигации, облигации устойчивого развития и «зеленые займы», при этом 43% выпусков составляют «зеленые» облигации. Большинство «зеленых» облигаций – это проекты в области возобновляемых источников энергии, энергоэффективности и смешанного типа³².

³¹ State of Sustainable Finance in Central Asia, 2024 https://aifc.kz/wp-content/uploads/2024/07/1.3-ca-to-publish-eng_compressed.pdf

³² Ibid

Рисунок 8: «Зеленые» облигации в Казахстане, 2020-2023 годы, млн долларов США



Источник: Авторская сборка, основанная на отчете МФЦА по «зеленым» финансам³³ и данных ЕФ

В сентябре 2022 года в Казахстане была принята Концепция развития финансового сектора до 2030 года, в которой определены основные целевые действия по внедрению принципов ESG в финансовом секторе. В марте 2023 года АРРФР утвердил Дорожную карту по внедрению принципов ESG в регулирование финансового рынка Казахстана, согласно которой с 2023 года вводится добровольное раскрытие финансовыми организациями ESG-информации, а с 2024 года – обязательное раскрытие в рамках годовых отчетов финансовых организаций.

АРРФР также утвердил руководство ESG для банков и других финансовых учреждений, разработал Руководство по управлению экологическими и социальными рисками в финансовых учреждениях (УЭСР) и выпустил для финансовых учреждений руководство по расчету выбросов парниковых газов и оценке углеродного следа банковских кредитных портфелей.

KASE требует, чтобы котирующиеся на бирже компании раскрывали информацию ESG в своих годовых отчетах. В июне 2022 года АИХ опубликовала руководство по составлению отчетности ESG для добровольного использования, с переходом в последующие годы на принцип «соблюдай или объясняй».

³³ <https://aifc.kz/wp-content/uploads/2024/07/3.3-green-finance-market-of-kazakhstan.pdf>

KASE применяет дифференцированные ставки для эмитентов тематических облигаций, а именно: плата за листинг и ежегодные сборы для эмитентов «зеленых» облигаций были снижены до 100 МРП (~ 700 долларов США), в то время как плата за первоначальный листинг была полностью отменена для эмитентов «социальных» облигаций до конца 2024 года. Годовой листинговый сбор для эмитентов «социальных» облигаций до конца 2024 года также был снижен до 50 МРП (~350 долларов США). Кроме того, фондовая биржа сотрудничала с местными офисами EY, PwC и «AIFC Green Finance Centre», «Эксперт РА» и Аналитическим кредитным рейтинговым агентством для предоставления услуг по внешней оценке на KASE³⁴. Первоначально соглашение предусматривало бесплатное предоставление услуг первым 5 эмитентам тематических облигаций, что сыграло важную роль в привлечении потенциальных эмитентов на KASE.

В 2023 году биржа AIX запустила программу отмены платы за первичный листинг и допуск к торгам публичными ESG инструментам компаний, выпущенными до 31 декабря 2023 года³⁵. В том же году Управляющий комитет AIX также одобрил снижение ежегодных сборов за допуск к торгам по ESG облигациям со стандартных 10 000 долларов США до 1000 долларов США в год³⁶.

Российская Федерация

Разработка нормативно-правовой базы для «зеленых» облигаций в России началась со следующих постановлений:

- Распоряжение Правительства № 1912-р от 14.06.2020 года об утверждении целей и основных направлений устойчивого (в том числе зеленого) развития
- Распоряжение Правительства Российской Федерации от 18.11.2020 года № 3024-р об определении «ВЭБ.РФ» в качестве методологического центра по финансовым инструментам устойчивого развития
- Постановление Правительства № 1587 от 21.09.2021 об утверждении таксономии зеленых и адаптационных проектов и процесса проверки инструментов финансирования устойчивого развития.

Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ» взяла на себя разработку «зеленой» и адаптационной таксономии России (с изменениями, внесенными в 2023 году), а также требований к системе верификации.

В конце 2023 года разработанная ВЭБ.РФ социальная таксономия также была одобрена правительством. Ожидается, что социальные облигации станут самыми значимыми по объему выпуска к концу 2024 года.

Создание специализированного института для развития рынка тематических облигаций и внедрение национальных стандартов заложили основу для роста рынка «зеленых» облигаций в Российской Федерации. «ВЭБ.РФ», как институт развития, обладает полномочиями по выпуску долговых обязательств, что позволяет ему стимулировать рост рынка путем прямого выпуска «зеленых» облигаций. «ВЭБ.РФ» неоднократно использовал эти полномочия, выпустив в 2023 году крупнейшие «зеленые» облигации в стране на сумму около 423 миллионов долларов.

В отличие от других стран региона, в «ВЭБ.РФ» внедрена система аккредитации внешних поставщиков услуг по верификации. По состоянию на август 2024 года в «ВЭБ.РФ»

³⁴ [KASE](#)

³⁵ [AIX](#)

³⁶ [AIX](#)

аккредитовано 13 организаций, однако только три из них активно работают на рынке (Акра, Национальное рейтинговое агентство, Raexpert)³⁷.

Правительству России еще предстоит принять какие-либо меры поддержки для эмитентов тематических облигаций. В результате большинство тематических облигаций, выпущенных в Российской Федерации, выпущены государственными банками и организациями, аффилированными с правительством³⁸.

Центральный банк России занял активную позицию в области ESG, выпустив в конце 2022 года несколько технических документов и руководящих принципов для рынка, в том числе руководство по учету принципов ESG для финансовых учреждений. Банк обновил стандарты выпуска ценных бумаг, включив в них тематические облигации, в то время как Московская фондовая биржа (МОЕХ) пересмотрела свои правила листинга, чтобы включить эти облигации в список ценных бумаг. С 2019 года на Московской бирже действует специальный раздел, посвященный инструментам устойчивого развития.

В настоящее время Центральный банк совместно с «ВЭБ.РФ» рассматривает возможность снижения рисков для некоторых финансовых инструментов, связанных с устойчивым развитием. Ожидается, что в случае реализации это изменение положительно повлияет на динамику кредитования «зеленых» и «социальных» проектов, хотя оно может вступить в силу не ранее конца 2025 года³⁹.

Что касается тенденций рынка, то по состоянию на 2023 год доля «зеленых» облигаций составляла 46% (0,94 млрд долларов США) от общего объема российских ESG-облигаций, который составил 1,7 млрд долларов США. Доля «социальных» облигаций составила 31 процент, в то время как доля облигаций устойчивого развития, составила 23 процента от общего числа⁴⁰.

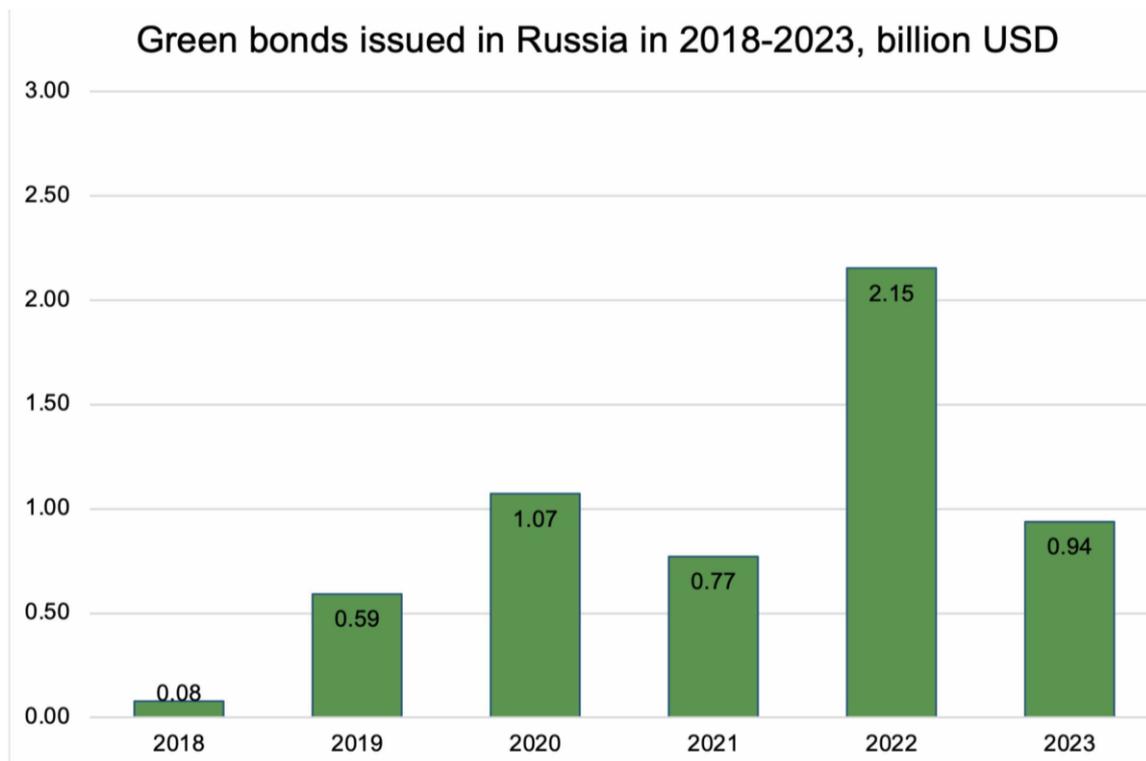
Рисунок 9: «Зеленые» облигации, выпущенные в Российской Федерации в 2018-2023 годах, млрд долларов США

³⁷ <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/ustojchivoe-razvitie/zeljonoe-finansirovanie/zelenye-finansy-i-rol-veb-rf/>

³⁸ <https://acra-ratings.ru/research/2793/>

³⁹ <https://acra-ratings.ru/research/2793/>

⁴⁰ https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg_2024/



Источник: Расчеты автора основаны на данных Реестра «InfraGreen», «Эксперт РА», Банка России

Текущая ситуация с рейтинговыми агентствами в Российской Федерации позволила местным организациям быстро адаптироваться к требованиям «ВЭБ.РФ» к проверке тематических инструментов, а развитый рынок также положительно воспринял этот новый инструмент. Однако отсутствие стимулов, наряду с повышенными процентными ставками, препятствует стабильному росту рынка.

Узбекистан

Узбекистан является уникальным примером в регионе, где приоритет отдается выпуску суверенных облигаций на международных рынках, а не развитию местного рынка тематических облигаций. Следовательно, нормативно-правовая база для рынка «зеленых» облигаций была создана в стране лишь недавно и не получила широкого распространения на рынке.

В конце октября 2023 года Узбекистан утвердил Национальную «Зеленую» Таксономию для «зеленой» деятельности в соответствии с Планом действий страны по переходу к «зеленой» экономике. В этом документе определены категории и критерии для «зеленых» проектов, имеющих право на финансирование посредством «зеленых» облигаций и займов. В 2024 году планируется протестировать (пилотный проект) таксономию в двух крупных организациях (одна в финансовом секторе, Саноат Курилиш Банк (SQB) и одна в сфере услуг, АО «Тошшахартрансхизмат»). В случае с банком основное внимание будет уделяться оценке доли кредитов, соответствующих критериям «зеленой» таксономии, а для АО «Тошшахартрансхизмат» – объему услуг или инвестиций в основной капитал, осуществляемых в соответствии с «зеленой» таксономией⁴¹.

Наряду с разработкой таксономии, план действий включает действия по совершенствованию законодательной базы для выпуска «зеленых» облигаций

⁴¹ <https://www.sqb.uz/press-center/news-ru/taksonomiya-natsionalnoy-zelenoy-ekonomiki/>

государством и государственными предприятиями, оказанию поддержки эмитентам в разработке состава «зеленых» облигаций, получении внешней экспертизы и публикации отчетов о воздействии. В частности, в 2024 году в Правила выпуска ценных бумаг и государственной регистрации ценных бумаг были внесены изменения, отражающие национальную «зеленую» таксономию или другую эквивалентную таксономию, которая будет использоваться в качестве стандарта для выпуска корпоративных «зеленых» облигаций. Правила предусматривают разработку основы для регистрации облигаций и, наряду с проведением внешней проверки, требуют предоставления свидетельства об использовании поступлений, подписанного руководством и бухгалтером эмитента. Что касается внешних поставщиков услуг по верификации, то они должны быть аккредитованы CBI, включены в список внешних поставщиков ICMA или зарегистрированы в ESMA⁴². Это требование соответствует другим рыночным стандартам в регионе, которые зависят от верификаторов, признанных ICMA и CBI.

В Узбекистане правительство также играет центральную роль в качестве ключевого эмитента на рынке устойчивого финансирования. При поддержке ПРООН в 2021 году страна первой выпустила суверенные облигации для достижения целей устойчивого развития (ЦУР) в Центральной Азии. Страна привлекла 235 миллионов долларов США (номинированных в узбекских сумах) посредством выпуска ЦУР-облигаций со ставкой купона 14% сроком на три года. За счет полученных средств было профинансировано развитие систем легкорельсового транспорта и подземного метро в Ташкенте, а также строительство и реконструкция объектов необходимой инфраструктуры, таких как больницы, школы и объекты водоснабжения. Кроме того, средства были направлены на поддержку ирригационных систем и программу вакцинации детей.

Узбекистан в октябре 2023 года выпустил при поддержке ПРООН очередные «зеленые» еврооблигации, номинированные в местной валюте, сроком на три года на общую сумму около 337 миллионов долларов США (4,25 триллиона сумов). Высокий спрос инвесторов привел к снижению доходности на 16,25% по сравнению с первоначально ожидавшимся 18%.

В начале 2024 года Кабинет министров утвердил Концепцию отображения (маркировки) соответствия расходов государственного бюджета национальным целям устойчивого развития и их влияния на изменение климата. Концепция предусматривает:

- классификация бюджетных расходов на соответствие национальным целям устойчивого развития и их влияние на изменение климата
- цель, объект и объем классификации расходов
- механизмы выявления и классификации расходов
- определение мер по смягчению последствий изменения климата и адаптации к ним для классификации расходов
- объявление результатов классификации расходов.

После внедрения программного бюджетирования в долгосрочной перспективе классификация расходов по климатическим аспектам будет осуществляться отраслевыми министерствами и ведомствами⁴³. Это событие имеет решающее значение для страны в отслеживании ее расходов, связанных с изменением климата и устойчивым

⁴² <https://lex.uz/ru/docs/1515254>

⁴³ Ibid

развитием, как для будущих выпусков тематических облигаций, так и для отчетности об использовании поступлений от существующих инструментов.

Корпоративный сектор последовал за суверенным выпуском облигаций в 2023 году. «Саноат Курилиш Банк» (SQB) сделал значительный шаг вперед, выпустив «зеленые» еврооблигации на сумму 100 миллионов долларов США в рамках частного размещения. Азиатский банк инфраструктурных инвестиций выступил в качестве основного инвестора при участии других международных финансовых институтов, таких как IFC, Немецкий Институт Финансирования Развития и Австрийский Банк Развития. При поддержке GGGI в 2024 году банк выпустил еще один облигационный заем устойчивого развития на сумму 400 миллионов долларов США и 2,25 триллиона сомов⁴⁴.

Центр зеленых финансов МФЦА оказывает поддержку местным корпоративным эмитентам в Узбекистане, предоставив SPO двум эмитентам на Ташкентской фондовой бирже в 2023-2024 годах: «Saipro Group» и «Uzbekistan Mortgage Refinancing Company».

Все тематические эмиссии ценных бумаг Узбекистана, за исключением двух последних корпоративных эмиссий, были проведены за рубежом, в то время как местный рынок капитала находится в стадии становления. Почти 99% инвесторов в государственные ценные бумаги на местном рынке – это банки, на рынке отсутствуют другие профессиональные игроки, такие как страховые и пенсионные фонды. В отсутствие кастодианов иностранные инвесторы не имеют доступа к рынку капитала Узбекистана.

В настоящее время в нормативно-правовой базе для тематических облигаций в Узбекистане отсутствуют механизмы стимулирования эмитентов, эффективные требования к раскрытию информации и активное участие рынка в разработке руководящих принципов, что препятствует полному использованию таксономии. Тем временем правительство взяло на себя ведущую роль в выпуске суверенных облигаций, что служит положительным примером для других стран региона.

Резюме

В таблице 6 представлено краткое изложение основных выводов из тематических исследований по странам, чей опыт может быть применим к Таджикистану, а также важнейших факторов успеха в создании нормативно-правовой базы для «зеленых» облигаций.

Таблица 6. Ключевые особенности нормативно-правовой базы «зеленых» облигаций в отдельных странах

Страна	Ключевые факторы успеха	Уроки для Таджикистана
Казахстан	Инновационная среда Политическая поддержка на высоком уровне Создание независимой организации (МФЦА), наделенной полномочиями по развитию рынка «зеленых» финансов	Задача по развитию тематического рынка, возложенная на специализированную организацию/объединение/группу, ускорила процесс Разработка таксономии устойчивого финансирования, а не отдельных таксономий («зеленая» таксономия, социальная таксономия) Внедрение системы отслеживания «зеленых» займов

⁴⁴ <https://gggi.org/uzbekistans-sanoat-qurilish-bank-sqb-launches-usd-400-million-and-2-25-trillion-uzs-sustainability-bond-on-the-london-stock-exchange-with-gggis-support/>

	Высокий уровень развития человеческого капитала	Упрощенное регулирование деятельности верификаторов без системы аккредитации Стимулы для эмитентов «зеленых» облигаций Значительные инициативы по повышению осведомленности и наращиванию потенциала
Российская Федерация	Политическая поддержка на высоком уровне Роль регулирующего органа в инициировании инициатив, связанных с ESG Существующий развитый рынок поставщиков ESG-рейтингов Эффективная коммуникация между участниками рынка и распространение информации о регулировании Человеческий капитал	Определение ответственного органа с четкими полномочиями, который с самого начала будет руководить разработкой последующих нормативных актов Всеобъемлющий набор политик и нормативных актов для развития рынка (зеленая, адаптационная, социальная таксономии, система аккредитации поставщиков внешней оценки, четкие рекомендации по выпуску).
Узбекистан	Партнеры по развитию поддерживают Период снижения доходности	«Зеленая»/SDG маркировка бюджета для поддержки суверенного выпуска

Общим для всех этих трех примеров является высокая политическая поддержка, которая вселяет уверенность в рынок и подготавливает почву для последующих реформ. Более того, активная позиция регулирующих органов позволяет разработать всеобъемлющие руководящие принципы для участников рынка, что жизненно важно для обеспечения прозрачности и содействия будущему росту.

5. Оценка энтузиазма инвесторов

Местные инвесторы

Успешный первый выпуск «зеленых» облигаций Таджикистана Банком «Эсхата» служит ценным примером для стимулирования интереса местных инвесторов к будущим выпускам. Первая «зеленая» облигация, выпущенная Банком Эсхата при поддержке Международной финансовой корпорации (IFC), может сыграть важную роль в привлечении дополнительных инвесторов, особенно местных, заинтересованных в инициативах по устойчивому финансированию. Это также могло бы улучшить доступ к климатическому финансированию для микро-, малых и средних предприятий (ММСП) – потенциальных заемщиков «зеленых» кредитов.

С другой стороны, несмотря на позитивные перспективы экономического роста, структурные экономические проблемы могут частично сдерживать энтузиазм инвесторов. К ним относятся текущие бюджетные ограничения и сохраняющийся

высокий риск долгового кризиса, отмеченные в прогнозах⁴⁵, а также ослабление потока денежных переводов. Начиная с 2022 года, значительные денежные переводы рабочей силы, повышение обменного курса и приток капитала поддержали экономические показатели Таджикистана и укрепили его внешний баланс. Тем не менее, на экономические показатели могут влиять упомянутые факторы, а также узкая и концентрированная экспортная база, высокая зависимость от денежных переводов работников, фискальные риски, связанные с финансовой слабостью государственных предприятий (госпредприятий), и ограниченная эффективность денежно-кредитной политики⁴⁶. Как бы то ни было, ожидается, что это не отпугнет потенциальных инвесторов, учитывая растущий интерес к этим инструментам.

Между тем, местные инвесторы с энтузиазмом относятся к тематическим облигациям, если доходность и риски соответствуют их интересам. Страховые компании подчеркивают необходимость введения национального «зеленого» стандарта (таксономии) как регулятором рынка капитала, так и Национальным Банком Таджикистана, который отвечает за регулирование страхового сектора. Существуют также опасения по поводу законодательных барьеров, которые мешают потенциальным инвесторам войти на рынок капитала. Например, Фонду страхования вкладов и сбережений Таджикистана не разрешается инвестировать в корпоративные облигации из-за ограничений национального законодательства, что снижает инвестиционные возможности фонда и сокращает возможности инвестирования в местной валюте для потенциальных эмитентов.

МБР

МБР (Многосторонние банки развития) призваны сыграть решающую роль в поддержке развития и роста рынка, выступая в качестве основных инвесторов, а также предоставляя техническую помощь. Их участие не только помогает мобилизовать капитал, но и служит ориентиром, обеспечивая доверие и снижая предполагаемые риски, связанные с зелеными инвестициями. Помощь и поддержка в структурировании проектов, предоставляемые МБР, повышают привлекательность устойчивых инициатив для финансирования и побуждают заинтересованные стороны частного сектора участвовать в финансировании. Таким образом, МБР выступают в качестве посредников, эффективно привлекая частные инвестиции и способствуя более устойчивому рынку «зеленого» финансирования.

В настоящее время в Таджикистане действуют следующие МБР:

- **АБР** сотрудничает с Таджикистаном с 1998 года. В 2023 году АБР планирует реализовать 73 процента текущих проектов и мер по смягчению последствий изменения климата или адаптации к ним, включая, среди прочего, защищенную от изменения климата инфраструктуру, зеленые здания, энергоэффективность, системы раннего предупреждения и посадку деревьев. По состоянию на конец 2023 года АБР выделил Таджикистану 158 займов, грантов и технической помощи в государственном секторе на общую сумму 2,4 миллиарда долларов. В рамках последней технической помощи АБР оказал поддержку в разработке Плана Национального центра по климатическому финансированию Таджикистана.

⁴⁵ <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2024/084/article-A002-en.xml#:~:text=Tajikistan per cent27s per cent20high per cent20risk per cent20of per cent20debt per cent20distress per cent20mainly per cent20results per cent20from per cent20the per cent20breach,2025 per cent2D2027. per cent20Debt>

⁴⁶ <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3176388>

- **АБИИ** одобрил выделение кредита в размере 75,5 млн долларов США на строительство моста длиной 920 метров и подходов к нему на участке Обигарм-Нуробад международной автомагистрали М41 в 2024 году. Ожидается, что банк также поддерживает продолжающееся строительство Рогунской ГЭС, предложив финансирование в размере 200 миллионов долларов США.⁴⁷ В 2019–2023 годах были предоставлены гранты на общую сумму 8,2 миллиона долларов США⁴⁸.
- Новая страновая стратегия **ЕБРР** для Таджикистана на 2023–2025 годы направлена на улучшение инфраструктуры Таджикистана, его региональных связей и возможностей трудоустройства в стране. На сегодняшний день Банк инвестировал в 175 проектов, 79 из которых находятся в стадии реализации. Совокупный объем инвестиций составляет 984 миллиона евро, из которых 531 миллион приходится на текущий портфель. 3% инвестиций банка приходится на акционерный капитал, который включает акции Imon International.
- **Евразийский банк развития (ЕАБР)** в настоящее время не имеет активных проектов в Таджикистане, однако планирует увеличить долю Таджикистана в своем портфеле до 3%. В 2022-26 годах банк намерен инвестировать в Таджикистан до 150 миллионов долларов США, а также подчеркивает важность «зеленого» финансирования как основного фактора своей деятельности в регионе⁴⁹⁵⁰.
- **ИБР** – в настоящее время завершаются этапы утверждения Рамочной программы взаимодействия со странами (CEF), ориентировочный объем финансирования которой составляет 235 миллионов долларов США, включая финансовую поддержку в размере 150 миллионов долларов США для завершения строительства Рогунской ГЭС⁵¹.
- **Всемирный Банк.** В настоящее время Группа Всемирного Банка осуществляет в Таджикистане ряд инициатив, важных для дальнейшего развития рынка «зеленых» облигаций. Всемирный Банк оказывает техническую помощь (ТП) регулирующему органу для укрепления финансового сектора, включая правовую базу рынка капитала, денежного рынка, первичного и вторичного рынков.
- **IFC** в настоящее время предоставляет техническую помощь для поддержки развития рынка «зеленых» облигаций в стране. Национальная стратегия расширения доступа к финансовым услугам, разработанная при поддержке IFC, призвана облегчить доступ к финансовым услугам для физических лиц и малого бизнеса. Стратегия, рассчитанная на 2022-2026 годы, является частью более масштабных усилий по созданию рабочих мест и стимулированию экономического роста в стране. Среди прочего, он призван повысить финансовую грамотность и помочь людям принимать обоснованные финансовые решения, что необходимо для дальнейшего привлечения розничных инвесторов на рынок. В случае некоторых тематических облигаций, таких как муниципальные «зеленые» облигации или «социальные» облигации, доля розничной торговли может достигать 90-95%. Министерство экономического развития и торговли Республики Таджикистан при консультативной поддержке IFC подготовило проект

⁴⁷ https://www.aiib.org/en/projects/details/2024/_download/Tajikistan/AIIB-Updated-PSI-P000687-Tajikistan-Rogun-HPP-Development-Project_19Jul24.pdf

⁴⁸ <https://www.aiib.org/en/what-we-do/special-funds/project-list/index.html?type=All&year=All&member=Tajikistan§or=All>

⁴⁹ https://eabr.org/upload/230222_A4_blok_Tajikistan_RGB.pdf

⁵⁰ https://eabr.org/upload/EDB_Strategy_for_2022-2026-RU.cleaned.pdf

⁵¹ <https://www.isdb.org/news/tajikistan-and-islamic-development-bank-leaders-renew-commitments-to-advance-economic-ties>

национального стандарта по экологической, социальной и управленческой практике (ESG) на 2024 год, который закладывает основу для дальнейшей системы отчетности, которая поможет компаниям, выпускающим тематические облигации, отслеживать и показывать результаты своей деятельности.



Источник: ОЭСР⁵²

МБР ожидают структурных реформ на рынке капитала с целью сделать его более привлекательным для сбора средств, а не зависеть от традиционной банковской практики. Структурные проблемы, такие как длительные процессы и связанные с ними затраты, отсутствие базовой кривой доходности, ограниченная база инвесторов, устаревшая рыночная инфраструктура, снижают привлекательность рынка капитала как жизнеспособного варианта сбора средств. Это сопровождается высоким уровнем риска ведения бизнеса в стране. Несмотря на эти проблемы, МБР совместно увеличили объем финансирования в Таджикистане по сравнению с периодом распространения COVID-19 (таблица 6), что является позитивным сигналом роста и восстановления экономики.

Таблица 7. Финансовые потоки из многосторонних источников в Таджикистан, млн долларов США

Организация	2020	2021	2022
Институты ЕС	25.3	101.7	45.2
МБРР	-	-	-
МАР	85	114.8	132.4
МВФ	192.1	6.5	-0.6
Региональные банки развития	222.8	207.9	270.2
Агентства ООН	25.3	17	20.2

⁵² https://public.tableau.com/views/Climate-RelatedDevelopmentFinanceRecipient2021/CRDFRP?:language=en-US&publish=yes&:display_count=n&:origin=viz_share_link&:showVizHome=no#1

Глобальный фонд	14	13.8	6.7
Другие многосторонние организации	66.6	34.9	33.1

Источник: Географическое распределение финансовых потоков в развивающиеся страны, ОЭСР, 2024 год

Примечание: включает льготные и не льготные потоки

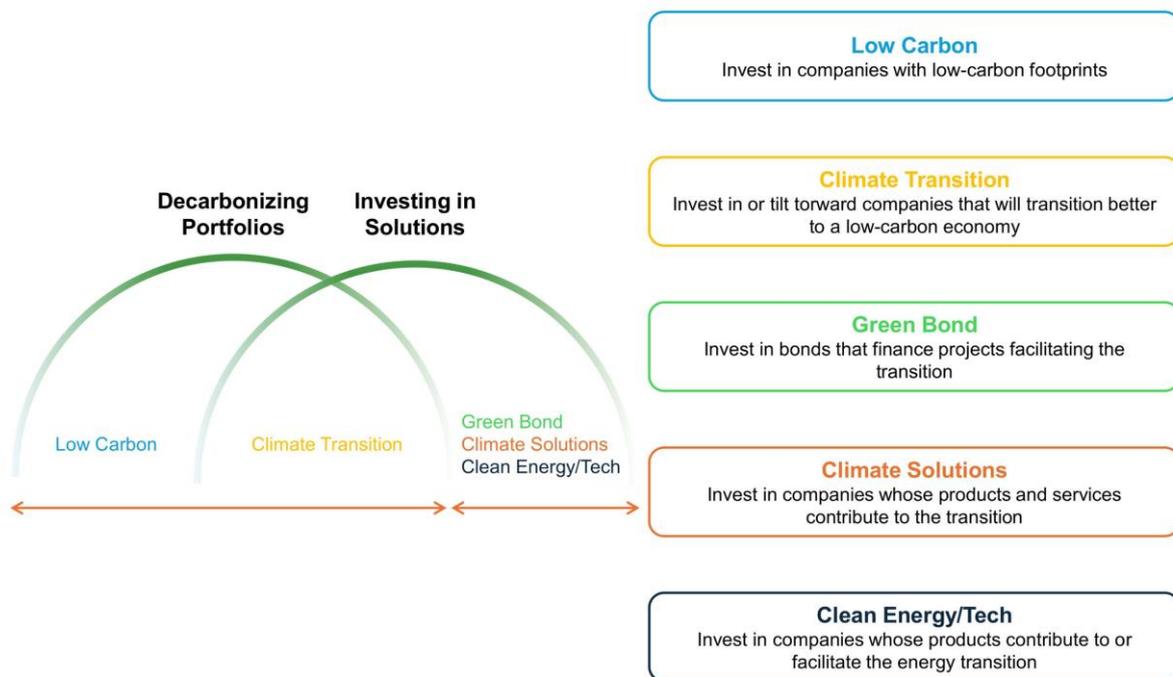
Потенциал ESG-фондов

ESG-фонды активно стремятся выделять капитал на проекты, которые вносят положительный вклад в охрану окружающей среды, что делает «зеленые» облигации привлекательным вариантом, благодаря их особой направленности на финансирование экологически чистых инициатив. Во втором квартале 2024 года наблюдался резкий рост притока средств в глобальную систему устойчивых фондов, в результате чего было получено почти 4,5 миллиарда долларов США новых денежных средств по сравнению с пересчитанными 900 миллионами долларов США в предыдущем квартале.

Как правило, климатические фонды делятся на 5 основных групп: «Низкоуглеродные», «Климатические изменения», «Зеленые» облигации, «Решения в области климата» и «Чистая энергия/технологии» (рисунок 9). В 2023 году объем активов в категории «Зеленые» облигации почти удвоился, продемонстрировав впечатляющий рост на 41 процент. Постоянный спрос на финансирование капиталоемких проектов по декарбонизации, наряду с прогрессом в области регулирования, сыграл важную роль в продвижении стратегий «зеленых» облигаций. В ноябре 2023 года Совет ЕС утвердил Европейский стандарт «зеленых» облигаций, что стало важной вехой в создании новой европейской маркировки «зеленых» облигаций, направленной на борьбу с «зеленым камуфляжем» и продвижение устойчивого финансового рынка в ЕС.⁵³

Рисунок 11. Вселенная климатических фондов

⁵³https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt0dde375ee90f6ddd/66265ab3ca88748371ed23ae/Investing_in_Times_of_Climate_Change_2024_final.pdf



Источник: Morningstar

«BlackRock», крупнейший в мире инвестиционный фонд, доминирует в сфере устойчивого инвестирования, располагая активами на сумму более 370 миллиардов долларов в открытых активах и ETF, ориентированных на ESG. «Amundi» (крупнейший европейский управляющий) после «BlackRock» достиг 177 миллиардов долларов⁵⁴. В настоящее время во всем мире существует значительное количество фондов, желающих инвестировать в тематические облигации развивающихся рынков.

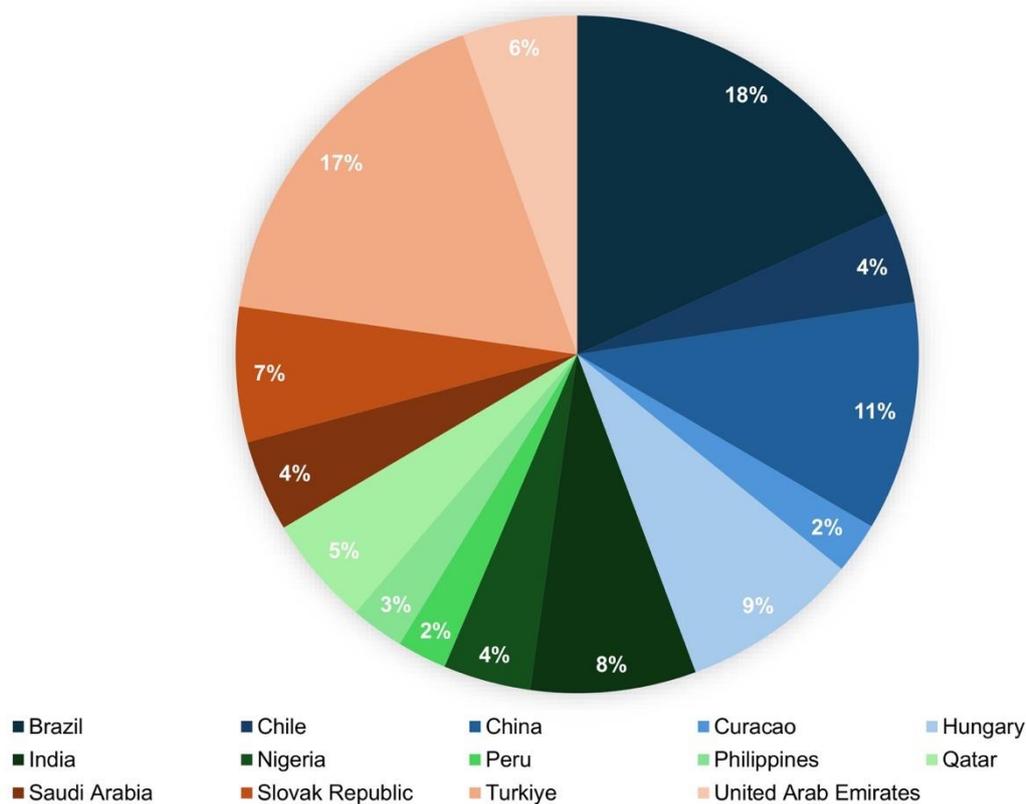
Последний создал свой фонд «Amundi Planet Emerging Green One» (AP EGO), который в основном инвестирует в «зеленые» облигации развивающихся рынков. К концу 2022 года в портфеле «AP EGO Fund», который включает 30 эмитентов, насчитывается 15 новых эмитентов «зеленых» облигаций из 10 разных стран. Из этих новых эмитентов восемь выпустили свои «зеленые» облигации через частные размещения. Доля стран в этом портфеле проиллюстрирована на следующей диаграмме.

Что касается секторального охвата, то использование поступлений сосредоточено в семи секторах: возобновляемые источники энергии (ВИЭ), зеленый транспорт, зеленое строительство, управление водными ресурсами, утилизация отходов и загрязняющих веществ, энергоэффективность (ЭЭ) и альтернативная энергетика.⁵⁵

Рисунок 12. Распределение «зеленых» облигаций AP EGO по местонахождению штаб-квартиры эмитента в 2022 году, в процентах

⁵⁴ Глобальные потоки ESG во 2 квартале 2024 года, Morningstar, [https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ESG_Flows_Q2_2024_Report_\(2\).pdf](https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ESG_Flows_Q2_2024_Report_(2).pdf)

⁵⁵ <https://www.environmental-finance.com/content/focus/creating-green-bond-markets/publications/amundi-planet-emerging-green-one-2022-annual-impact-report.html>



Источник: Amundi, данные по состоянию на 31 декабря 2022 года, основанные на рыночной оценке.

Для того чтобы фонды ESG в полной мере использовали свой потенциал в Центральной Азии, существует настоятельная необходимость в разработке высококачественных, рентабельных «зеленых» проектов в сочетании с эффективными маркетинговыми стратегиями для привлечения внимания этих фондов.

«Зеленые» облигации Центральной Азии находятся в центре внимания международных инвесторов. Одним из хороших примеров успешного привлечения международных инвесторов к своему тематическому долгу в регионе является Банк Развития Казахстана, который выпустил свои первые сертифицированные по стандарту CBI «зеленые» облигации в 2023 году, а затем облигации устойчивого развития в местной валюте в 2024 году на Венской бирже и KASE с купоном в размере 13 процентов. Спрос инвесторов превысил объем предложения более чем в два раза. География размещения представлена США, Великобританией, другими европейскими странами, Казахстаном и странами Ближнего Востока и Северной Африки⁵⁶.

Подводя итог, можно сказать, что, хотя «зеленые» облигации Таджикистана представляют собой новаторский шаг на местном финансовом рынке, аппетит инвесторов будет в значительной степени зависеть от общей экономической стабильности страны и успешной демонстрации влияния «зеленых» облигаций на инициативы по финансированию борьбы с изменением климата и устойчивому развитию. По мере развития рынка и прояснения связанных с ним рисков интерес к этим финансовым инструментам может возрасти, особенно если правительство продолжит

⁵⁶ <https://www.kdb.kz/pc/news/press-releases/14271/>

укреплять свою приверженность устойчивому развитию с помощью политики и механизмов.

6. Рекомендации в отношении политик

Создание надежной политики и нормативно-правовой базы имеет важное значение для стимулирования выпуска «зеленых» облигаций в Таджикистане, поскольку оно обеспечивает необходимые руководящие принципы и гарантии для инвесторов, эмитентов и других заинтересованных сторон. Эффективная нормативно-правовая база должна включать четкие определения и стандарты того, что представляет собой «зеленая» облигация в соответствии с передовой международной практикой, чтобы избежать таких проблем, как «зеленый камуфляж», который может подорвать доверие инвесторов. Кроме того, крайне важна разработка политики поддержки, стимулирующей как эмитентов, так и инвесторов; это может включать налоговые льготы, гарантии или механизмы финансирования, которые могут снизить барьеры для входа в «зеленые» проекты. Инициативы по обучению и наращиванию потенциала могут повысить квалификацию местных участников процесса выпуска облигаций, что позволит им лучше ориентироваться в сложностях устойчивого финансирования. Кроме того, сотрудничество между правительством, регулирующими органами и международными организациями может стимулировать техническую помощь и финансирование, создавая благоприятную атмосферу для развития динамичного рынка «зеленых» облигаций, который соответствует целям Таджикистана в области климата и устойчивого развития (таблица 7).

1.РП.1. Развитие местного рынка капитала: Завершение комплексных реформ рынка капитала в качестве ключевой предпосылки для развития его устойчивого сегмента, в частности, в отношении совершенствования нормативно-правовой базы и повышения доверия инвесторов

Для создания хорошо функционирующего рынка «зеленых» облигаций крайне важно создать базовые элементы для рынка облигаций в местной валюте. Следовательно, первым шагом должно стать внедрение в действие соответствующих рекомендаций, ранее предоставленных партнерами по развитию рынка капитала (Всемирный банк, IFC, USAID). Чтобы способствовать будущему росту вторичного рынка, важно всесторонне развивать различные категории инвесторов, включая как институциональных, так и розничных инвесторов. Это развитие должно сопровождаться пересмотром существующей нормативно-правовой базы. Необходимы дополнительные усилия для согласования систем выпуска, расчетов и платежей, чтобы способствовать эффективной торговле ценными бумагами.

Набор рекомендаций по нормативно-правовой базе для «зеленых» облигаций в дальнейшем строится на понимании того, что соблюдаются общие требования к созданию тематических облигаций, например, выполняются рекомендации партнеров по развитию.

1.РП.2. Внести изменения в национальное законодательство о рынке ценных бумаг, касающиеся определения, процедуры выпуска, внешней оценки и отчетности по корпоративным «зеленым» и другим тематическим облигациям

Наблюдается значительный прогресс в разработке законодательной базы для суверенных «зеленых» облигаций. Аналогичные изменения следует внести в национальное законодательство о рынке корпоративных ценных бумаг. Действующий Закон №745 «О рынке ценных бумаг» от 28.06.2011 (с изменениями, внесенными в 2014,

2015 и 2016 годах) в последние годы существенно не обновлялся, что привело к устареванию правовой базы, которая не отвечает текущим потребностям рынка

Законодательство должно отражать определения тематических облигаций, признанные стандарты, принципы управления, разъяснять процедуру выпуска, включая дополнительные шаги по разработке структуры выпуска облигаций и процедуры проверки в соответствии с лучшими международными практиками. Примеры Казахстана и Российской Федерации могли бы стать хорошей отправной точкой.

1.РП.3. Дополнить правила о суверенных ценных бумагах отдельным приказом о межведомственном комитете по выпуску суверенных «зеленых» облигаций с четкими функциями и мандатом

Действующие правила выпуска государственных ценных бумаг содержат первоначальное руководство по суверенным «зеленым» облигациям, определяя признанные стандарты, средства проверки и общий контент концепции. Однако они не содержат более детальных нормативных актов, которые бы четко определяли участников процесса. Выпуск суверенных «зеленых» облигаций потребует сотрудничества между различными государственными органами и заинтересованными сторонами. В этот процесс должны быть вовлечены: министерства, ответственные за исполнение расходов «зеленого» бюджета, связанных с поступлениями от облигаций,, природоохранное агентство, совместно с соответствующими министерствами оценивающее воздействие «зеленых» проектов на окружающую среду, финансовое агентство, осуществляющее надзор за процессом составления бюджета, и другие.

Создание двухуровневого межведомственного комитета для надзора за разработкой рамок, отбором поступлений и отчетностью способствовало бы укреплению существующих инициатив. Комитету более низкого уровня следует поручить разработку систему государственных «зеленых» облигаций, определить порядок использования поступлений, оценить воздействие на окружающую среду в соответствии со стратегией «зеленой» экономики страны и подготовить отчетность. Комитет более высокого уровня (рекомендуется, чтобы его возглавлял премьер-министр или министр финансов) будет отвечать за утверждение этих документов.

Крайне важно четко определить роли и обязанности каждой организации в рамках этой структуры. Пример Венгрии, изложенный в документе, может послужить ценной отправной точкой для определения первоначального списка участвующих организаций и их соответствующих функций.

1.РП.4. Определить типы организаций, имеющих право проводить внешнюю оценку, в отдельном законодательном акте

Эта мера установит четкие критерии для проверяющих организаций, гарантируя, что только заслуживающие доверия и квалифицированные организации будут уполномочены оценивать воздействие проектов «зеленых» облигаций на окружающую среду, и будет способствовать развитию местного рынка верификаторов. Таким образом, это повысит прозрачность и подотчетность, укрепляя уверенность инвесторов в законности «зеленых» инвестиций. Кроме того, четко определенный процесс внешней оценки снизит риск «зеленого камуфляжа», когда проекты могут быть ошибочно названы экологически безопасными без надлежащего надзора.

Важно рассмотреть дальнейшую систему аккредитации в качестве следующего шага по надзору за рынком верификаторов (см. тематическое исследование по Российской Федерации).

Однако, в качестве исходных критериев можно использовать список типов организаций, определенных в Казахстане. По мере того, как местный рынок начнет расти, будет важно обеспечить аккредитацию местных организаций в CBI и признание во внешней обзорной карте ICMA.

1.РП.5. Пересмотреть инвестиционные рекомендации национальных институциональных инвесторов с целью стимулирования и поощрения инвестирования в «зеленые» облигации

Национальное законодательство, наряду с руководящими принципами инвестирования для отечественных институциональных инвесторов, должно быть пересмотрено, чтобы подтвердить их способность инвестировать как в суверенные, так и в корпоративные облигации, включая «зеленые» облигации. Например, Фонду страхования вкладов и сбережений Таджикистана не разрешается инвестировать в корпоративные облигации из-за ограничений национального законодательства, что снижает инвестиционные возможности фонда и сокращает возможности инвестирования в местной валюте для потенциальных эмитентов.

1.РП.6. Разработать дорожную карту «зеленого»/устойчивого финансирования в соответствии со стратегией «зеленой» экономики и определить мандаты учреждений

Развитие рынка «зеленых» облигаций и элементов экосистемы требует совместных усилий на различных уровнях, включая национальные министерства, органы местного самоуправления и муниципальные власти, а также в различных секторах, таких как производство энергии, транспорт, утилизация отходов, строительство, сельское хозяйство и управление водными ресурсами. Следовательно, наличие видного национального лидера, способствующего институциональной координации, играет решающую роль в поддержании функциональности рынка.

Чтобы успешно выполнять эту роль, учреждению необходимо следующее:

- Четкий и установленный мандат
- Политическая поддержка
- Достаточные ресурсы.

Принятие и продвижение «дорожной карты «зеленого»/устойчивого финансирования» определило бы эту роль, а сама «дорожная карта» стала бы надежным инструментом привлечения участников рынка. В то же время общее развитие рынка «зеленого»/устойчивого финансирования потребует внедрения соответствующей политики в банковском и страховом секторах, что также должно быть надлежащим образом отражено в «дорожной карте».

1.РР.1. Принять правила по зеленым и ESG облигациям/отразить в правилах листинга

Внедрение надежных правил в отношении «зеленых» облигаций и ESG- облигаций в стандарты листинга финансовых рынков имеет важное значение для повышения прозрачности, подотчетности и доверия инвесторов к устойчивому финансированию. Эти правила на фондовой бирже должны содержать четкие критерии и рекомендации относительно того, что квалифицируется как «зеленые» или ESG-облигации, в том числе учитывая национальные стандарты. Это поможет предотвратить «зеленый камуфляж» и ложные заявления, а также гарантировать, что эмитенты придерживаются единых стандартов. Включение этих правил в требования к листингу будет способствовать созданию более структурированного и надежного рынка «зеленых» и ESG-инвестиций,

что в итоге привлечет более широкий круг инвесторов, стремящихся интегрировать принципы устойчивого развития в свои инвестиционные портфели. Эта нормативно-правовая база не только облегчит соблюдение требований эмитентами, но и повысит общую целостность системы устойчивого финансирования, способствуя распространению практик ответственного инвестирования.

1.РР.2. Ввести льготы по уплате сборов для эмитентов «зеленых» облигаций

Этот стимул не только снизил бы стоимость капитала для «зеленых» инициатив, но и послужил бы ощутимым признанием экологических преимуществ, которые эти проекты приносят. Кроме того, предложение льготных ставок может привлечь более широкий круг эмитентов, включая малые и средние предприятия (МСБ), которые, возможно, столкнулись с трудностями в получении доступного финансирования для своих усилий по обеспечению устойчивого развития. Политика KASE в отношении льготных сборов для эмитентов «зеленых» и «социальных» облигаций может служить отличным ориентиром.

1.РР.3. Кампания по повышению осведомленности

Проведение комплексной кампании по повышению осведомленности имеет важное значение для повышения узнаваемости и понимания рынка «зеленых» облигаций потенциальными инвесторами и заинтересованными сторонами. Такая кампания должна быть направлена на информирование общественности о преимуществах и возможностях, связанных с «зелеными» облигациями, а также на привлечение внимания к успешным примерам финансируемых проектов, которые приносят как экологическую, так и финансовую отдачу. Используя различные каналы коммуникации, включая социальные сети, вебинары и информационные семинары, кампания может эффективно привлекать разнообразную аудиторию – от институциональных инвесторов до участников розничной торговли. Кроме того, укрепление партнерских отношений с НПО, финансовыми учреждениями и государственными органами может повысить доверие к кампании и расширить ее охват, что в конечном итоге будет способствовать укреплению рынка, характеризующегося более активным участием и инвестициями в устойчивые инициативы.

1.РР.4. Разработать схему предоставления грантов для покрытия расходов на внешнюю оценку

Затраты, связанные с проведением внешних оценок для подтверждения экологических требований к «зеленым» облигациям, различаются в зависимости от рынка. На развивающихся рынках эти затраты могут создать дополнительную финансовую нагрузку для эмитентов, влияя на их решение о выборе между обычными облигациями и тематическими облигациями. Следовательно, партнерство с организациями-разработчиками для создания грантовой программы послужило бы дополнительным стимулом для эмитентов. Аналогичная схема была внедрена на KASE в Казахстане и может быть использована в качестве модели для разработки программы в Таджикистане.

1.РР.5. Разработка перечня «зеленых» проектов

Эта инициатива предполагает выявление и подготовку широкого спектра экологически выгодных проектов, которые могут привлечь инвесторов, стремящихся финансировать устойчивые предприятия. Важно обеспечить соответствие проектов признанным международным стандартам и национальным приоритетам. Тесно сотрудничая с банками развития и заинтересованными сторонами из частного сектора, правительство может сформировать комплексный портфель жизнеспособных «зеленых» проектов,

отвечающих установленным экологическим критериям для суверенного выпуска, а также оказать содействие в развитии частного сектора. Четко определенный план реализации проектов повышает доверие к рынку, гарантируя, что средства, привлеченные с помощью «зеленых» облигаций, будут направлены на инициативы, которые эффективно способствуют достижению целей в области изменения климата. Стратегический подход к разработке такого плана может способствовать увеличению притока капитала на рынок «зеленых» облигаций.

1.РР.6. Содействие стратегическим выпускам государственных предприятий и государственных банков

Государственные предприятия и государственные банки завоевали доверие и доступ к значительным финансовым ресурсам, что позволяет им выпускать «зеленые» облигации для финансирования устойчивых проектов. Оптимизируя процессы регулирования и предлагая целевые стимулы, правительство может расширить возможности государственных предприятий и государственных банков по внедрению этих финансовых инструментов. Кроме того, такие выпуски могут служить ориентиром для частного сектора, демонстрируя жизнеспособность и преимущества «зеленого» финансирования. Для того, чтобы стимулировать развитие «зеленых» проектов, можно предоставлять целевую поддержку компаниям, которые не могут самостоятельно выйти на рынок капитала или реализовывать свои проекты.

2.РП.1.Разработать национальную зеленую таксономию

Таксономия – это система классификации, предназначенная для определения того, какие виды экономической деятельности и активы можно считать «зелеными» или устойчивыми. Национальный стандарт предотвращает «зеленый камуфляж», предоставляя единую терминологию и определения для всех участников рынка и повышая доверие инвесторов к заявлениям об устойчивости различных проектов. Важно вовлечь все заинтересованные стороны в его разработку и обеспечить его принятие и признание регулирующими органами. Международно признанные стандарты, такие как CGT, и региональные стандарты, содержащие базовые элементы, такие как типовая таксономия ЕАЭС, могут стать хорошей отправной точкой для таксономии Таджикистана. Кроме того, привлечение партнеров по развитию к разработке национальной таксономии помогло бы укрепить доверие инвесторов к стандарту.

2.РП.2. Ввести налоговые льготы для эмитентов «зеленых» облигаций

Для реализации налоговых льгот по «зеленым» облигациям могут использоваться различные подходы. Например, инвесторы могут получать налоговые льготы вместо выплаты купонов по облигациям с налоговым кредитом, что позволит эмитентам отказаться от выплаты купонов по своим «зеленым» облигациям. Кроме того, облигации, освобожденные от налогообложения, позволяют эмитентам не платить подоходный налог с процентов, выплачиваемых держателям облигаций, что приводит к снижению ставки купона для эмитента. Существуют также прямые стимулы, которые субсидируют выплаты купонов, когда эмитенты облигаций получают государственные субсидии для компенсации своих чистых процентных расходов. Пример Казахстана может послужить полезным ориентиром для изучения этого стимула.

Облигации с налоговыми льготами могут представлять собой жизнеспособный механизм непрямого поддержки, однако важно провести отдельную оценку потенциальных выгод и потерь для государственного бюджета, чтобы эффективно реализовать эту рекомендацию.

2.РП.3.Внедрить маркировку «зеленого»/климатического бюджета

В долгосрочной перспективе маркировка «зеленого» бюджета/климатического бюджета, связанного с изменением климата, облегчает идентификацию и мониторинг того, как используются доходы от государственных «зеленых» облигаций. Эта практика повышает доверие инвесторов и обеспечивает общую ясность на рынке. Кроме того, она способствует повышению квалификации персонала, участвующего в процессе составления бюджета. Для этой цели можно использовать несколько методологий, разработанных международными институтами развития. Внедрение бюджетного планирования в Узбекистане является ярким региональным примером для подражания.

2.РП.4. Скорректировать весовые коэффициенты риска для требований по капиталу и резервам с учетом климатических рисков.

Оценка рисков, как правило, основывается на исторических данных, что позволяет центральным банкам учитывать факторы, поддерживающие «зеленый» или «коричневый» риск, для устранения будущих климатических рисков. Необходимо проверить соответствие этих кредитов льготным резервным требованиям, оценив, способствуют ли инвестиции, лежащие в их основе, экологизации энергетического сектора, и определив банковские кредиты, которые их поддерживают, как соответствующие требованиям.

Корректировка весов рисков служит для центральных банков мощным механизмом стимулирования «зеленого» кредитования без дополнительных затрат; однако для этого необходим достаточно большой объем «зеленого» долга и надежная система проверки. Следовательно, данная рекомендация рассматривается как долгосрочная стратегия.

2.РР.1. Развивать сегмент «зеленых» облигаций на фондовой бирже

Как видно из данных различных глобальных бирж, специализированные сегменты «зеленых» облигаций добились успеха в повышении привлекательности устойчивых инвестиций, что в конечном итоге привело к значительному росту в этом жизненно важном секторе.

3.СІ. Развитие талантов и международное сотрудничество

Программа развития талантов обеспечит формирование значительного количества квалифицированных специалистов, которые понимают как технические принципы, так и имеют достаточную осведомленность о процессе выпуска тематических облигаций, а также о «зеленом финансировании» в более широком смысле. Международное сотрудничество в рамках существующих сетей, а также региональное сотрудничество помогли бы избежать фрагментации рынка и повысить ликвидность рынка за счет взаимного признания стандартов/создания национального стандарта на основе признанных международных критериев.

Таблица 8. Рекомендации по разработке политики в области зеленых облигаций и нормативно-правовой базы

РЕКОМЕНДАЦИИ	СРОКИ	ОТВЕТСТВЕННЫЙ ОРГАН
Стадия 1 – Краткосрочные (Высокая срочность, высокий приоритет, высокий результат)		
<i>Регулирование и политика (РП)</i>		
#1: Завершить комплексные реформы рынка капитала	+6 месяцев	Агентство
#2: Внести изменения в национальное законодательство о рынке ценных бумаг, касающиеся определения, процедуры выпуска, проверки и отчетности по корпоративным «зеленым» и другим тематическим облигациям	+12 месяцев	Агентство
#3: Дополнить правила о суверенных ценных бумагах отдельным приказом о межведомственном комитете по выпуску суверенных «зеленых» облигаций с четкими функциями и мандатом	+6 месяцев	Агентство
#4: Определить в отдельном законодательном акте типы организаций, имеющих право проводить внешнюю оценку	+6 месяцев	Агентство
#5: Пересмотреть инвестиционные рекомендации национальных институциональных инвесторов с целью стимулирования и поощрения инвестирования в «зеленые» облигации	+12 месяцев	Агентство, Министерство финансов
#6: Разработать дорожную карту «зеленого»/устойчивого финансирования в соответствии со стратегией «зеленой» экономики и определить мандаты учреждений	+6 месяцев	Агентство, Правительство
<i>Развитие рынка (РР)</i>		
#1: Принять правила по «зеленым» и ESG облигациям/отразить в правилах листинга	+6 месяца	Агентство, CASE
#2: Ввести льготы по уплате сборов для эмитентов «зеленых» облигаций	+6 месяцев	Агентство, Министерство финансов
#3: Кампания по повышению осведомленности	На постоянной основе	Агентство
#4: Разработать схему предоставления грантов для покрытия расходов на внешнюю оценку	+6 месяцев	Агентство
#5: Разработка перечня «зеленых» проектов	+6 месяцев	Агентство, Министерство

РЕКОМЕНДАЦИИ	СРОКИ	ОТВЕТСТВЕННЫЙ ОРГАН
		экономического развития и торговли, Правительство
Стадия 2 – Среднесрочный период		
<i>Регулирование и политика (РП)</i>		
#1: Разработать национальную зеленую таксономию	+9 месяцев	Правительство, Министерство финансов, Министерство экономического развития и торговли, Агентство
#2: Ввести налоговые льготы для эмитентов «зеленых» облигаций	+12 месяцев	Министерство финансов
#3: Внедрить маркировку «зеленого»/климатического бюджета	+18 месяцев	Министерство финансов
#4: Скорректировать весовые коэффициенты риска для требований по капиталу и резервам для учета климатического риска	+24-36 месяцев	НБТ
<i>Развитие рынка (РР)</i>		
#1: Развивать сегмент «зеленых» облигаций на фондовой бирже	+12 месяцев	Агентство, CASE
Стадия 3 – Дополнительные действия (ДД)		
<i>Развитие талантов и международное сотрудничество</i>		
#1: Проводить структурированные тренинги и семинары по зеленому финансированию в сотрудничестве с партнерами по развитию	На постоянной основе	Агентство
#2: Оказывать помощь финансовым учреждениям в подготовке тренеров	На постоянной основе	Агентство, НБТ
#3: Международное сотрудничество в целях согласования определений и совершенствования нормативно-правовой базы	На постоянной основе	Агентство, НБТ

7. Ссылки

Бюллетень банковской статистики Национального Банка Таджикистана (август 2024)

https://nbt.tj/upload/iblock/165/dnv1ifda1c40x6if62qg9dpgw673dj6w/BULL_8.pdf

Страны и кредитные группы Всемирного Банка,

<https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>

Сектор бедности и доходов, Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан, <https://www.stat.tj/ru/analiticheskie-tabliczy/>

Данные климатической службы, https://www.climatewatchdata.org/ghg-emissions?end_year=2021®ions=TJK&start_year=1990

Сектор социальной защиты и демографии Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, <https://www.stat.tj/ru/analiticheskie-tabliczy/>

Матрица Глобальной инициативы по адаптации Нотр-Дама (ND-GAIN), <https://gain.nd.edu/our-work/country-index/matrix/>

Четвертое национальное сообщение Таджикистана в РКИК ООН,

https://unfccc.int/sites/default/files/resource/4NC_TJK_eng_0.pdf

Информационный бюллетень GSSS по рынку облигаций – июль 2024, Казначейство Всемирного Банка

Закон о рынке ценных бумаг Таджикистана [http://portali-](http://portali-huquqi.tj/publicadliya/view_qonunhovview.php?showdetail=&asosi_id=13238)

[huquqi.tj/publicadliya/view_qonunhovview.php?showdetail=&asosi_id=13238](http://portali-huquqi.tj/publicadliya/view_qonunhovview.php?showdetail=&asosi_id=13238)

Диагностика рынка капитала, Таджикистан, Грант Торнтон, 2023 год

List of systemic banks of Tajikistan, <https://nbt.tj/files/suboti-moliyavi/2024/+ per centD0 per cent97 per centD0 per centB0 per centD0 per centBC per centD0 per centB8 per centD0 per centBC per centD0 per centB0 per centD0 per centB8 per cent20 per centD2 per cent9A per centD0 per centB0 per centD1 per cent80 per centD0 per centBE per centD1 per cent80 per centD0 per centB8 per cent20 per centD0 per centA0 per centD0 per centB0 per centD1 per cent91 per centD1 per cent81 per centD0 per centB0 per centD1 per cent82 per centD0 per centB8 per cent20 per centD0 per cent91 per centD0 per cent9C per centD0 per centA2 per cent20 per centD1 per cent80 per centD1 per cent83 per centD0 per centB9 per centD1 per cent85 per centD0 per centB0 per centD1 per cent82 per centD0 per centB8 per cent20 per centD0 per centBD per centD0 per centB8 per centD0 per centB7 per centD0 per centBE per centD0 per centBC per centD1 per cent81 per centD0 per centBE per centD0 per centB7 per cent202024 per cent20ru.pdf>

Обзор финансовой системы Республики Таджикистан за четвертый квартал 2023 года,

<https://nbt.tj/files/suboti-moliyavi/ per centD0 per centA8 per centD0 per centB0 per centD1 per cent80 per centD2 per centB3 per centD0 per centB8 per cent20 per centD0 per centBD per centD0 per centB8 per centD0 per centB7 per centD0 per centBE per centD0 per centBC per centD0 per centB8 per cent20 per centD0 per centBC per centD0 per centBE per centD0 per centBB per centD0 per centB8 per centD1 per cent8F per centD0 per centB2 per centD0 per centB8 per centD0 per centB8/ per centD0 per cent9E per centD0 per centB1 per centD0 per centB7 per centD0 per centBE per centD1 per cent80 per cent20 per centD1 per cent84 per centD0 per centB8 per centD0 per centBD per centD0 per centB0 per centD0 per centBD per centD1 per cent81 per centD0 per centBE per centD0 per centB2 per centD0 per centBE per>

[centD0 per centB9 per cent20 per centD1 per cent81 per centD0 per centB8 per centD1 per cent81 per centD1 per cent82 per centD0 per centB5 per centD0 per centBC per centD1 per cent8B per cent204 per cent20 per centD0 per centBA per centD0 per centB2 per centD0 per centB0 per centD1 per cent80 per centD1 per cent82 per centD0 per centB0 per centD0 per centBB per cent202023.eng.pdf](#)

Обзор банковской системы Республики Таджикистан на 30 июня 2024 года, <https://nbt.tj/upload/iblock/a55/4kke3qzwdzqxs21ox5irv28smukx5a5/> per centD0 per cent9D per centD0 per centB8 per centD0 per centB7 per centD0 per centBE per centD0 per centBC per centD0 per centB8 per cent20 per centD0 per centB1 per centD0 per centBE per centD0 per centBD per centD0 per centBA per centD0 per centB8_2024.06 per cent20 per cent20 per centD0 per centB0 per centD0 per centBD per centD0 per centB3 per centD0 per centBB per centD0 per centB8 per centD1 per cent81 per centD3 per centA3 per cent20(per centD0 per centB4 per centD0 per centB0 per centD0 per centB2 per centD1 per cent80 per centD0 per centB0 per cent20 per centD0 per centB1 per centD0 per centB0 per cent20 per centD0 per centB4 per centD0 per centB0 per centD0 per centB2 per centD1 per cent80 per centD0 per centB0).pdf

Бюллетень банковской статистики НБТ за 2023 год, https://nbt.tj/upload/iblock/5bb/sgedn3244ly8ejxki4045zbebb0cn9hr/BULL12_per_cent20new.pdf

Комиссионные сборы KASE, https://kase.kz/files/normative_base/tariff.pdf

Scherer L, Pfister S (2016) Hydropower's Biogenic Carbon Footprint. PLoS ONE 11(9): e0161947. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0161947>

Определения и концепции устойчивого финансирования, <https://www.greenfinanceplatform.org/page/explore-green-finance>

ТОП, https://finance.ec.europa.eu/document/download/708e478b-fa41-4b65-9340-2e6904e26653_en?filename=220603-international-platform-sustainable-finance-common-ground-taxonomy-table-activities_en.pdf

Модельная таксономия ЕАЭС, https://eec.eaeunion.org/upload/medialibrary/df7/Kriterii-dlya-opublikovaniya-Modelnaya-taksonomiya_.pdf

Принципы устойчивого использования сукук, <https://www.icmagroup.org/News/news-in-brief/icma-publishes-guidance-on-green-social-and-sustainability-sukuk/>

Первый «зеленый» сукук в Малайзии, <https://www.capitalmarketsmalaysia.com/public-sri-sukuk/>

В центре внимания – «зеленое» финансирование»: Как Казахстан продвигается к переходу на устойчивую энергетику, <https://aifc.kz/news/green-finance-in-focus-how-kazakhstan-is-advancing-towards-a-sustainable-energy-transition/>

Практический пример Американабанка, <https://www.eu4environment.org/app/uploads/2022/05/3-AmeriaBank-Green-Bond-Case-Presentation.pdf>, <https://ameriabank.am/Portals/2/files/impact/Impact-Report-2023.pdf>,

Экологические, социальные и устойчивые облигации в развивающихся странах: аргументы в пользу усиления координации действий доноров, ОЭСР, 2023 год

Состояние устойчивого финансирования в Центральной Азии, 2024 год https://aifc.kz/wp-content/uploads/2024/07/1.3-ca-to-publish-eng_compressed.pdf

Рынок зеленого финансирования Казахстана, <https://aifc.kz/wp-content/uploads/2024/07/3.3-green-finance-market-of-kazakhstan.pdf>

Инструменты ESG на KASE, https://kase.kz/files/presentations/ru/Zarina_per_cent20Abitayeva_Promoting_per_cent20green_per_cent20finance_per_cent20for_per_cent20the_per_cent20SME_per_cent20segment.pdf

AIX results for 2023, https://aix.kz/aix-presents-its-results-for-2023/#:~:text=In_per_cent20July_per_cent202023_per_cent20C_per_cent20the_per_cent20AIX,program_per_cent20to_per_cent20issue_per_cent20green_per_cent20bonds.

Комиссионные сборы AIX, <https://aix.kz/aix-waives-the-initial-fee-for-public-esg-bonds/>
ВЭБ.РФ, <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/ustojchivoe-razvitie/zeljonoe-finansirovanie/zelenye-finansy-i-rol-veb-rf/>

Регулирование устойчивости Центральных (Национальных) банков в государствах-членах Евразийского совета, аналитический отчет за 2024 год, https://www.cbr.ru/Content/Document/File/165289/report_ESG.pdf

Будущее устойчивого финансового рынка
https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg_2024/

SDG облигации Узбекистана, <https://www.sc.com/uk/2024/06/03/standard-chartered-supports-the-republic-of-uzbekistan-in-its-largest-ever-bond-issuance/>

Дорожная карта развития рынка капитала Узбекистана на 2023-25 годы
<https://azizovpartners.uz/en/legislativenews/the-roadmap-for-the-development-of-the-capital-market-in-2023-2025-has-been-approved/>

Таксономия «зеленой» экономики Узбекистана, пресс-релиз, <https://www.sqb.uz/press-center/news-ru/taksonomiya-natsionalnoy-zelenoy-ekonomiki/>

Правила листинга в Узбекистане, <https://lex.uz/ru/docs/1515254>

Отчет о развитии страны и климата в Узбекистане, Всемирный Банк, 2023 год
<https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/a85f766d-e26f-402d-9bbe-efddbbe70fe/content>

Устойчивая финансовая система Кот-д'Ивуара, https://www.tresor.gouv.ci/tres/wp-content/uploads/2021/11/Co_per_centCC_per_cent82te-dlvoire-Sustainable-Framework-July-2021-vF.pdf,

Страновой отчет по Кот-д'Ивуару за 2024 год, <https://bti-project.org/en/reports/country-report/CIV>

АБР и Таджикистан, https://www.adb.org/news/tajikistan-economy-grow-6-5-2024-and-2025-green-economy-key-sustainable-development-ADB#:~:text=Tajikistan_per_cent27s_per_cent20economic_per_cent20growth_per_cent20is_per_cent20projected_per_cent20to_per_cent20decelerate_per_cent20slightly_per_cent20in_per_cent202024_per_cent20and_per_cent202025,subdued_per_cent20global

Всемирный Банк и Таджикистан,
<https://www.worldbank.org/en/country/tajikistan/publication/economic-update-summer-2024>

Таджикистан: Совместный анализ приемлемости уровня задолженности Банка и Фонда, МВФ, 2024 год <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2024/084/article-A002->

[en.xml#:~:text=Tajikistan per cent27s per cent20high per cent20risk per cent20of per cent20debt per cent20distress per cent20mainly per cent20results per cent20from per cent20the per cent20breach,2025 per cent2D2027. per cent20Debt](#)

Проекты АБИИ в Таджикистане,

https://www.aiib.org/en/projects/list/year/All/member/Tajikistan/sector/All/financing_type/All/status/Approved

АБИИ поддерживает Рогунскую ГЭС

https://www.aiib.org/en/projects/details/2024/_download/Tajikistan/AIIB-Updated-PSI-P000687-Tajikistan-Rogun-HPP-Development-Project_19Jul24.pdf

АБИИ в Таджикистане, <https://www.aiib.org/en/what-we-do/special-funds/project-list/index.html?type=All&year=All&member=Tajikistan§or=All>

Инвестиции ЕАБР в Таджикистан, <https://tj.sputniknews.ru/20230726/eabr-tajikistan-investitsii-1058461047.html>

ЕАБР и Таджикистан https://eabr.org/upload/230222_A4_blok_Tajikistan_RGB.pdf

ИБР выделит 150 миллионов долларов США на достройку Рогунской ГЭС

<https://www.asiaplustj.info/en/news/tajikistan/economic/20230214/isdb-to-provide-us150-million-to-tajikistan-for-completion-of-construction-of-roghun-hydropower-plant>

Таджикистан и ИБР <https://www.isdb.org/news/tajikistan-and-islamic-development-bank-leaders-renew-commitments-to-advance-economic-ties>

Стратегия ЕАБР для Таджикистана, https://eabr.org/upload/EDB_Strategy_for_2022-2026-RU.cleaned.pdf

Инвестиции ЕАБР в Таджикистан

https://eabr.org/upload/230222_A4_blok_Tajikistan_RGB.pdf

Глобальные потоки ESG во 2 квартале 2024 года, Morningstar,

[https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ESG_Flows_Q2_2024_Report_\(2\).pdf](https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ESG_Flows_Q2_2024_Report_(2).pdf)

Amundi Planet Emerging Green One, <https://www.environmental-finance.com/content/focus/creating-green-bond-markets/publications/amundi-planet-emerging-green-one-2022-annual-impact-report.html>

Выпуск БРК облигации устойчивого развития <https://www.kdb.kz/pc/news/press-releases/14271/>

Случай Индонезии <https://www.iisd.org/articles/indonesia-annual-renewable-investment-target>

8. Приложения

Список заинтересованных сторон, с которыми проведены консультации

Название организации	Тип организации
Инициатива по климатическим облигациям	Международная некоммерческая организация
Всемирный Банк	Многосторонний банк развития
Международная финансовая корпорация	Глобальный институт развития
Азиатский Банк Развития	Многосторонний банк развития
Евразийский Банк Развития	Многосторонний банк развития
Альянс по наращиванию потенциала в области устойчивых инвестиций	Международная некоммерческая организация
Америабанк, Армения	Финансовое учреждение
Управление Международной финансовой корпорации «Астана», Казахстан	Государственное учреждение
Ernst and Young Kazakhstan	Поставщик консалтинговых, аудиторских, налоговых и транзакционных услуг
Alkes Research, Узбекистан	Инвестиционно-банковская и консалтинговая фирма
Агентство по ценным бумагам и специализированной регистрации при Министерстве финансов Таджикистана	Правительство
Национальный Банк Таджикистана	Правительство
Центральноазиатская фондовая биржа, Таджикистан	Фондовая биржа
Первый Микрофинансовый Банк в Таджикистане	Финансовое учреждение
Ориенбанк, Таджикистан	Финансовое учреждение
Арванд, Таджикистан	Финансовое учреждение

Список банков Таджикистана

1. ОАО «Орионбанк»
2. ГУП ДБ РТ «Амонатбанк»
3. ОАО «Эсхата банк»
4. ОАО «Таухид банк»
5. ЗАО «Первый Микрофинансовый Банк»
6. ЗАО «Банк Развития Таджикистана»
7. Филиал банка «Тиджорат» в Душанбе
8. ЗАО «Актив Банк»
9. ЗАО Банк «Арванд»
10. ЗАО «Спитамен Банк»
11. ЗАО «Международный Банк Таджикистана»
12. ОАО «Коммерческий Банк Таджикистана»
13. ОАО «Алиф Банк»
14. ГУП «Саноатсодиротбанк»
15. ЗАО «Городской Банк Душанбе»

Источник: сайт НБТ (https://nbt.tj/en/banking_system/banks.php)

Поставщики внешней оценки для зеленых, социальных, устойчивых облигаций и облигаций, связанных с устойчивым развитием в Казахстане (Постановление Правления АРРФР № 76 от 20 октября 2022 года)

1. Органы по подтверждению соответствия, аккредитованные национальным органом по аккредитации в области оценки соответствия, а также зарубежные органы по подтверждению соответствия, статус которых подтверждается аккредитацией компетентного органа государства, резидентом которого он является
2. Организации в области природоохранного проектирования и нормирования, экологической экспертизы и экологического аудита (экологические аудиторы), имеющие лицензию уполномоченного органа в области охраны окружающей среды
3. Энергоаудиторские организации, по которым отсутствуют замечания по результатам анализа энергоаудиторских экспертиз, проведенных АО «Институт развития электроэнергетики и энергосбережения»
4. Консалтинговые компании, имеющие лицензию Комитета Международного финансового центра «Астана» (AFSA) по регулированию финансовых услуг в области зеленого финансирования
5. Государственные экспертные организации или неправительственные экспертные организации, аккредитованные Комитетом по делам строительства и жилищно-коммунального хозяйства Министерства индустрии и инфраструктурного развития в качестве экспертной организации на осуществление комплексной вневедомственной экспертизы технико-экономических обоснований и проектно-сметной документации, предназначенных для строительства новых зданий и сооружений, а также модернизации существующих зданий и сооружений
6. Сервисный оператор «зеленых» технологий – подведомственная организация уполномоченного органа в области охраны окружающей среды
7. Международные финансовые организации, международные и национальные аудиторские и консалтинговые организации, имеющие свидетельство об аккредитации инициативы по климатическим облигациям (Climate Bonds Initiative)
8. Международные финансовые организации, международные и национальные аудиторские организации, консалтинговые организации, осуществляющие независимую оценку в соответствии с Принципами зеленых и социальных облигаций Международной ассоциации рынков капитала (ICMA)
9. Международные финансовые организации, консалтинговые организации, осуществляющие независимую оценку в соответствии с их политикой, разработанной в том числе в соответствии с Принципами зеленых и социальных облигаций или иных облигаций, выпускаемых с целью финансирования проектов устойчивого развития, ICMA и Принципами зеленого кредитования ассоциаций кредитного рынка (Green Loan Principles, Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association и Loan Syndications & Trading Association).