«ЗЕЛЕНЫЕ» ОБЛИГАЦИИ КАК ДРАЙВЕР РЕГИОНАЛЬНОГО УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ: БАЛАНС МЕЖДУ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ И ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ВОЗМОЖНОСТЯМИ

Ташкулова Гульэра Бегимкуловна
кандидат экономических наук, доцент,
руководитель отдела PhD по Экономике,
Ошский государственный университет, Ош, Кыргызстан,
+996777885768

Gulera Begimkulovna Tashkulova
Candidate of Economic Sciences, Associate Professor,
Head of the PhD Department in Economics,
Osh State University, Osh, Kyrgyzstan,
+996777885768

Аннотация. Переход к низкоуглеродной экономике требует масштабной мобилизации частного капитала на региональном уровне. «Зеленые» облигации рассматриваются как перспективный финансовый инструмент, способный связать доходность с экологическими результатами. Однако их внедрение на субнациональном уровне сопряжено с рядом структурных рисков - от проблемы верификации и «зеленого камуфляжа» (greenwashing) до низкой ликвидности локальных рынков. В статье предложен междисциплинарный подход, объединяющий методы финансового анализа, экологической экономики и регионального управления, чтобы оценить реальный потенциал «зеленых» облигаций для устойчивого развития территорий. На основе сравнительного анализа программ выпуска муниципальных «зеленых» облигаций в странах с переходной экономикой и кейсов успешного применения в развитых регионах выявлены ключевые условия, при которых облигации становятся не инструментом долговой нагрузки, а драйвером «зеленой» трансформации: прозрачная система таксономии проектов, интеграция в региональные стратегии устойчивого развития и механизмы снижения кредитных рисков для эмитентов. Предложен комплекс политических и стратегических рекомендаций для региональных органов власти, направленных на максимизацию возможностей и минимизацию рисков, включая создание региональных гарантийных фондов и цифровизацию отчетности по экологическим KPI.

GREEN BONDS AS A DRIVER OF REGIONAL SUSTAINABLE DEVELOPMENT: A BALANCE BETWEEN FINANCIAL RISKS AND INVESTMENT OPPORTUNITIES

Abstract. The transition to a low-carbon economy requires large-scale mobilization of private capital at the regional level. Green bonds are viewed as a promising financial instrument capable of linking returns to environmental performance. However, their implementation at the subnational level is associated with a number of structural risks, ranging from verification issues and greenwashing to low liquidity in local markets. This article proposes an interdisciplinary approach combining financial analysis, environmental economics, and regional governance to assess the real potential of green bonds for the sustainable development of territories. Based on a comparative analysis of municipal green bond programs in countries with transition economies and successful implementation cases in developed regions, key conditions are identified for bonds to become drivers of green transformation rather than instruments of debt burden: a transparent project taxonomy system, integration into regional sustainable development strategies, and mechanisms for mitigating credit risks for issuers. A set of political and strategic recommendations for regional authorities aimed at maximizing opportunities and minimizing

risks is proposed, including the creation of regional guarantee funds and the digitalization of environmental KPI reporting.

Введение

Обострение глобальных экологических вызовов и неотложность перехода к низкоуглеродной экономике требуют беспрецедентной мобилизации финансовых ресурсов. По оценкам Climate Policy Initiative, для достижения целей Парижского соглашения мировой объём климатических инвестиций должен возрасти как минимум в пять раз к 2030 году. В этих условиях «зелёные» облигации - долговые инструменты, поступления от размещения которых направляются исключительно на проекты с поддающейся измерению экологической выгодой, — превратились в один из самых динамичных сегментов устойчивых финансов. Их глобальная эмиссия по итогам 2025 года превысила 3,7 трлн. долларов США, причём всё более заметную роль начинают играть субнациональные эмитенты: города, регионы и муниципальные предприятия, непосредственно отвечающие за ключевую инфраструктуру жизнеобеспечения и сталкивающиеся с хроническим дефицитом бюджетного финансирования «зелёных» проектов (Climate Bonds Initiative, 2025).

Для стран СНГ и Центральной Азии переход к «зелёной» экономике сопряжён с уникальным сочетанием стратегических возможностей и глубоких структурных ограничений. С одной стороны, регион обладает колоссальным потенциалом в сфере возобновляемой энергетики, повышения энергоэффективности и секвестрации углерода. Кыргызская Республика, в частности, демонстрирует политическую приверженность климатической повестке: утверждена Концепция экологической безопасности до 2040 года, разрабатывается закон «О климатической деятельности», формируются предпосылки для создания национальной системы торговли углеродными единицами в соответствии со статьёй 6 Парижского соглашения (Министерство природных ресурсов КР, 2025). С другой стороны, макроэкономическая уязвимость и незрелость финансовых институтов порождают серьёзные риски для потенциальных эмитентов. Государственный долг Кыргызстана на конец 2025 года достиг 8,92 млрд. долларов США (порядка 40 % ВВП), причём пик выплат по внешним обязательствам приходится на 2027–2028 годы, когда стране предстоит погашать более 1,2 млрд. долларов ежегодно. В подобной ситуации любое новое заимствование - включая целевое «зелёное» - должно оцениваться не только с позиций экологической результативности, но и сквозь призму долговой устойчивости, фискальных рисков и институциональной готовности.

Пилотные размещения «зелёных» и ESG-облигаций в Кыргызстане - от выпуска Дос-Кредобанка на 85 млн сомов до эмиссии KICB на 1,35 млрд сомов и трансграничного размещения ТОО «PlanDeM» на бирже AIX - свидетельствуют о появлении первоначального интереса как эмитентов, так и инвесторов. Принятое в марте 2026 года Положение о выпуске и обращении облигаций формирует базовую нормативную основу, однако установленные правила лишь фрагментарно учитывают Принципы «зелёных» облигаций Международной ассоциации рынков капитала (ICMA) и не предусматривают ни национальной таксономии «зелёных» проектов, ни обязательной независимой верификации экологического эффекта. Этот институциональный пробел многократно усиливает риск «зелёного камуфляжа» (greenwashing), который способен подорвать доверие к зарождающемуся рынку и скомпрометировать саму идею ответственного финансирования.

Существующие научные работы, посвящённые «зелёным» облигациям в Центральной Азии, как правило, фокусируются либо на глобальных трендах, либо на отдельных финансовых параметрах, оставляя в стороне сложное переплетение бюджетных, экологических и управленческих факторов. Между тем именно междисциплинарный взгляд, одновременно учитывающий кредитные риски, качество экологической верификации и зрелость институтов, представляется ключевым для ответа на принципиальный вопрос: способны ли «зелёные» облигации стать реальным драйвером регионального устойчивого развития, или же в

существующих условиях они рискуют превратиться в дополнительный канал наращивания долговой нагрузки без измеримой экологической пользы.

Цель настоящей статьи - разработать концептуальную рамку анализа рисков и стратегических возможностей выпуска «зелёных» облигаций субнациональными и национальными эмитентами в странах с переходной экономикой на примере Кыргызской Республики и с учётом опыта стран СНГ. Для достижения заявленной цели решаются следующие задачи:

1) систематизировать ключевые категории рисков — от гринвошинга и кредитной перегрузки до валютных и институциональных рисков;

2) идентифицировать окно возможностей, включая диверсификацию инвесторской базы, механизмы снижения кредитного риска с участием многосторонних банков развития и интеграцию в формирующуюся региональную архитектуру углеродного регулирования;

3) предложить адресные стратегии минимизации выявленных рисков;

4) сформулировать практические рекомендации для региональных органов власти, национальных регуляторов и инвестиционного сообщества.

Научная новизна исследования заключается в комплексном, междисциплинарном подходе, объединяющем инструментарий финансового анализа, экологической экономики и государственного управления. Впервые применительно к Кыргызстану риски и возможности «зелёных» облигаций проанализированы в неразрывной связи с показателями долговой устойчивости и состоянием национальной климатической политики. Эмпирическую базу работы составляют данные о пилотных выпусках 2023–2025 годов, нормативные правовые акты, статистика государственного долга и выбросов парниковых газов, а также доклады международных организаций.

Статья структурирована следующим образом. В следующем разделе раскрывается междисциплинарная методология исследования. Далее представлен детальный анализ рисков и возможностей, визуализированный в форме сравнительной таблицы, и обсуждаются практические стратегии минимизации рисков. В заключении обобщаются основные выводы и предлагаются политические рекомендации, нацеленные на превращение «зелёных» облигаций в действенный инструмент построения устойчивого будущего в регионе.

Литературный обзор

Концептуальный фундамент рынка «зелёных» облигаций был заложен в 2007–2008 годах, когда Европейский инвестиционный банк и Всемирный банк осуществили первые эмиссии долговых инструментов, целевое назначение которых ограничивалось исключительно проектами с измеримой экологической выгодой. С тех пор объём академических публикаций, посвящённых данному сегменту устойчивых финансов, демонстрирует экспоненциальный рост: Azad и Devi (2025) в своём библиометрическом и мета-аналитическом исследовании охватывают 466 научных работ за период 2014–2023 годов и фиксируют резкий всплеск публикационной активности после заключения Парижского соглашения 2015 года, а также под влиянием таких политических вех, как Европейский «зелёный» курс (EU Green Deal). Авторы отмечают, что крупнейшим contributor`ом в данной области выступает Китай, тогда как страны Африки и Латинской Америки остаются значительно недопредставленными в академическом дискурсе. В числе ключевых исследовательских тем выделяются опасения по поводу «зелёного камуфляжа» (greenwashing) и интеграция цифровых технологий в верификационные процедуры.

Joshipura и коллеги (2025), проведя гибридный библиометрический и контент-анализ 744 статей, индексированных в Scopus, выделяют три доминирующие исследовательские темы: (а) сокращение углеродных выбросов, (б) премия за устойчивость и механизмы финансирования, (в) взаимосвязанность рынков и портфельные риски. Авторы подчёркивают, что оценки «зелёной» премии (greenium) существенно варьируются в зависимости от временного периода, контекста и применяемой методологии, а будущие исследования должны сосредоточиться на причинно-

следственных связях, региональных различиях и роли дизайна политики в эффективности «зелёного» финансирования.

В российском академическом поле заметный вклад в систематизацию опыта применения «зелёных» облигаций для регионального развития внесли Бондаренко, Гузенко и Дадаян, которые на основе анализа зарубежной практики (прежде всего стран Европейского Союза и Китая) обосновывают необходимость комплексного подхода к активизации данного инструмента в субъектах Российской Федерации, сочетающего административную поддержку, развитие законодательства и информационно-коммуникационное сопровождение для укрепления репутационных активов эмитентов и инвесторов.

Значительный пласт эмпирических работ посвящён эффекту «гриниум» (greenium) - разнице в доходности между «зелёными» и обычными облигациями сопоставимых эмитентов. В исследовании, выполненном на базе НИУ ВШЭ (Чопаволов, 2025), эмпирически подтверждена обратная зависимость премии за риск GSS-облигаций и ESG-рейтинга эмитента на развивающихся рынках: хотя инвесторы учитывают факторы устойчивости даже в условиях повышенной неопределённости, тип облигации («зелёная» или «социальная») не оказывает статистически значимого влияния на спреды после контроля дополнительных переменных, что свидетельствует о сохраняющейся «размытости» восприятия целевых инструментов.

Параллельное исследование Лобова (НИУ ВШЭ, 2025) фокусируется на проблеме гетерогенности доходности «зелёных» облигаций в зависимости от характеристик эмитента. Полученные результаты подтверждают, что доходность статистически значимо варьируется в зависимости от экономической отрасли и региона эмитента, уровня экономического развития страны, а также углеродоёмкости сектора. Данный вывод имеет прямое отношение к проблематике стран с переходной экономикой: региональная и отраслевая принадлежность эмитента выступает значимым фактором ценообразования, который необходимо учитывать при структурировании выпусков.

Вопрос о связи между эмиссией «зелёных» облигаций и климатическими результатами получил развитие в работе, опубликованной в Finance Research Letters (2026), где на панельных данных по развивающимся странам показано, что выпуск «зелёных» облигаций отрицательно связан с углеродными выбросами, причём политическая стабильность усиливает этот эффект, вероятно, за счёт поддержки долгосрочных политических обязательств, снижения инвестиционных рисков и более эффективной трансляции финансирования в конкретные сокращения выбросов.

Особого внимания заслуживает литература, акцентирующая рисковую сторону рынка. В обзоре Amundi (2024) отмечается, что «гриниум» на развивающихся рынках фактически исчез в 2024 году по мере насыщения спроса предложением, а объём эмиссии GSSS-облигаций в странах с формирующимися рынками сократился на 14% в годовом выражении. Авторы также указывают на структурный фактор: около $330 млрд «зелёных» облигаций достигнут срока погашения в ближайшие три года и потребуют рефинансирования, что создаёт как вызовы, так и стимулы для новых выпусков.

Исследование, выполненное на базе Кубанского государственного технологического университета (Третьякова и др., 2025), представляет сравнительный анализ регуляторных моделей «зелёных» финансовых инструментов в ЕС, США и Китае. Авторы разработали интегральную модель зрелости регулирования (IRMR) и применили её для диагностики институциональных дефицитов в России, зафиксировав критически низкий индекс регуляторной зрелости (0,48), фрагментарную верификационную инфраструктуру (коэффициент независимости 0,31) и слабую интеграцию с международными стандартами (0,46). Выводы исследования релевантны для всего постсоветского пространства, где нормативная база «зелёного» финансирования находится на начальном этапе формирования.

Проблема «зелёного камуфляжа» как барьера для развивающихся стран подробно рассмотрена в работе, опубликованной на платформе SSRN (2025), где проводится углублённая

оценка суверенных GSS+-облигаций и акцентируются риски гринвошинга в сочетании с отсутствием строгого мониторинга в странах с низким и средним уровнем дохода.

Применительно к Центральной Азии центральной работой является статья Saydullaev (2024) «The State of Green Bonds Issuing in Central Asian Countries: Comparative Analysis», опубликованная в журнале «Economics and Innovative Technologies». Автор предметно анализирует фундаментальные причины, препятствующие тому, чтобы инвестиции в экологические проекты приводили к существенным улучшениям экологического ландшафта региона. В числе ключевых барьеров выделяются: неразвитость инфраструктуры финансового рынка, недостаточная проработанность нормативно-правовой базы и качество управления. Saydullaev подчёркивает императив комплексного подхода к решению экологических проблем, отводя центральную роль устойчивому развитию в формировании будущего региона.

Практические шаги Кыргызской Республики по формированию нормативного каркаса зафиксированы в Постановлении Кабинета Министров КР от 14 марта 2026 года, утвердившем новое положение о выпуске и обращении облигаций. Документ впервые явным образом включил «зелёные» и социальные облигации в регуляторное поле страны, что рассматривается как шаг к развитию корпоративного рынка облигаций и снижению зависимости компаний от банковского кредитования.

Эмпирическую базу для анализа формируют пилотные размещения: первый в истории страны выпуск sustainability bonds банком KICB при поддержке IFC (инвестиции до $15 млн), размещение ESG-облигаций Eldik Bank на Кыргызской фондовой бирже, а также трансграничный выпуск «зелёных» облигаций кыргызстанского эмитента ТОО «PlanDeM» на площадке Astana International Exchange объёмом 370 млн китайских юаней. Последний кейс особенно показателен как пример использования региональной финансовой инфраструктуры для привлечения капитала в проекты возобновляемой энергетики, что создаёт прецедент для тиражирования.

Политико-аналитический контекст дополняется материалами ОЭСР (2025), организовавшей региональный воркшоп по масштабированию инвестиций в климатическую устойчивость в Центральной Азии с акцентом на ESG-раскрытие, «зелёные» таксономии и тематические облигации.

Несмотря на растущий массив публикаций, анализ доступной литературы позволяет зафиксировать несколько существенных лакун. Во-первых, подавляющее большинство эмпирических исследований сфокусировано на развитых рынках (ЕС, США) либо на крупных развивающихся экономиках (Китай, Индия, Бразилия), тогда как малые страны с переходной экономикой, в частности государства Центральной Азии, остаются практически не охваченными количественным анализом. Во-вторых, существующие работы, как правило, рассматривают «зелёные» облигации либо в сугубо финансовой плоскости (доходность, спреды, «гриниум»), либо в ракурсе экологической политики, но редко объединяют оба подхода с анализом институциональной готовности эмитента и долговой устойчивости региона. В-третьих, для Кыргызстана и стран СНГ на сегодняшний день отсутствуют исследования, которые бы на основе междисциплинарной методологии комплексно оценивали баланс рисков и стратегических возможностей выпуска «зелёных» облигаций субнациональными эмитентами с учётом специфики бюджетных ограничений, структуры государственного долга и формирующейся национальной климатической политики.

Настоящая статья призвана восполнить обозначенные пробелы, предлагая концептуальную рамку анализа, интегрирующую финансовые, экологические и управленческие измерения применительно к Кыргызской Республике и - в сопоставительном ключе - к опыту сопредельных стран СНГ.

Междисциплинарная методология

Сложность и многоаспектность исследовательского вопроса - определение условий, при которых «зелёные» облигации трансформируются из источника дополнительных фискальных

рисков в катализатор регионального устойчивого развития, - исключает возможность его раскрытия в рамках какой-либо одной дисциплины. Анализ исключительно кредитных рейтингов и спредов доходности оставляет за скобками экологическую результативность профинансированных проектов и, следовательно, сам смысл «зелёной» маркировки. Напротив, концентрация на экологических показателях в отрыве от долговой устойчивости эмитента способна привести к рекомендациям, опасным для макроэкономической стабильности. Наконец, без учёта качества институтов и нормативной среды ни финансовые, ни экологические прогнозы не будут обладать достаточной объяснительной силой. В соответствии с этим настоящая статья опирается на трёхкомпонентную междисциплинарную рамку, объединяющую инструментарий финансовой науки, экологической экономики и государственного управления (public governance). Каждый из трёх блоков имеет собственную систему методов и показателей, а на завершающем этапе полученные результаты интегрируются в единую аналитическую матрицу «риски - возможности - стратегии минимизации».

Исследование носит поисково-аналитический характер и реализовано в три последовательных этапа. На первом этапе формируется эмпирическая база: собираются и верифицируются количественные данные о пилотных выпусках «зелёных» и ESG-облигаций Кыргызской Республики и сопоставимых стран СНГ (2021–2025 годы), макроэкономические и бюджетные показатели, данные о выбросах парниковых газов, а также нормативные правовые акты, регулирующие «зелёное» финансирование. Второй этап представляет собой разноуровневый анализ по трём выделенным дисциплинарным осям. Третий этап - синтетический - предполагает наложение полученных оценок друг на друга для выявления зон совпадения высоких рисков и упущенных возможностей, а также для выработки адресных стратегических рекомендаций.

Финансово-экономический блок. Задача блока - количественно оценить масштаб финансовых рисков, которые несут или потенциально могут нести «зелёные» облигации для эмитентов и региональных бюджетов, и сопоставить их с возможными выгодами от диверсификации инвесторской базы.

Методы:

- Анализ долговой устойчивости. На основе данных Министерства финансов КР и Национального банка КР рассчитываются ключевые индикаторы: отношение государственного долга к ВВП, доля внешнего долга в его структуре, коэффициент обслуживания долга и график предстоящих погашений (с выделением пиков 2027–2028 годов). Это позволяет определить фискальное пространство для новых «зелёных» заимствований без нарушения параметров долговой безопасности.

- Оценка стоимости заимствований. Для доступных выпусков (Дос-Кредобанк, KICB, Eldik Bank, ТОО «PlanDeM») фиксируются купонные ставки и сравниваются с доходностью сопоставимых по срочности и кредитному качеству обычных облигаций (при их наличии) либо со ставками по кредитам на аналогичные цели. Делается попытка эмпирически зафиксировать наличие или отсутствие «гриниума» в кыргызстанских условиях.

- Сценарное моделирование. Для гипотетического агрегированного выпуска муниципальных «зелёных» облигаций строится три сценария (базовый, стрессовый, оптимистический), различающихся темпами роста региональных доходов и валютным курсом, с целью количественно оценить потенциальную нагрузку на обслуживание долга.

Экологический блок. Задача блока - установить, насколько профинансированные или предлагаемые к финансированию проекты соответствуют международно признанным критериям «зелёности» и обеспечивают измеримый экологический эффект, а также выявить пробелы в системе верификации, создающие риск гринвошинга.

Методы:

-Анализ соответствия Принципам «зелёных» облигаций ICMA. Для каждого пилотного выпуска изучается публично доступная документация (проспекты эмиссии, отчёты об

использовании средств) на предмет соответствия четырём ключевым компонентам GBP: использование поступлений, процесс оценки и отбора проектов, управление средствами, отчётность. Отсутствие или неполнота какого-либо компонента фиксируются как институциональная уязвимость, повышающая риск гринвошинга.

- Методология расчёта экологических KPI. Для проектов, где имеется достаточная информация (например, строительство малых ГЭС, модернизация освещения), выполняется оценочный расчёт предотвращённых выбросов парниковых газов ($тCO_2$-экв./год) на основе стандартных коэффициентов эмиссии, утверждённых МГЭИК и национальной инвентаризации. Полученные значения сопоставляются с заявленными эмитентом, и расхождение интерпретируется как индикатор риска недостоверной отчётности.

- Сравнительный анализ таксономий. На основе документов Climate Bonds Initiative, EU Taxonomy и проекта национальной таксономии (если таковая разрабатывается) составляется матрица сопоставления категорий проектов, признаваемых «зелёными» в Кыргызстане и на международном уровне, с выделением «белых зон» — проектов, которые могут получить «зелёный» ярлык внутри страны, но не будут признаны таковыми глобальными ESG-инвесторами.

Институционально-правовой блок. Задача блока - диагностировать зрелость регуляторной среды и управленческих практик, от которых зависит как минимизация рисков, так и реализация возможностей.

Методы:

- Нормативно-правовой анализ. Проводится постатейный разбор Положения о выпуске и обращении облигаций КР (2026), смежных подзаконных актов, а также концептуальных документов (Концепция экологической безопасности до 2040 года, проект закона «О климатической деятельности») на предмет наличия и достаточности норм, регулирующих: а) определение «зелёного» проекта; б) обязательность внешней верификации; в) ответственность за гринвошинг. Аналогичный анализ осуществляется для ряда стран СНГ (Казахстан, Узбекистан) с целью сравнительной оценки и выявления лучших практик.

- Метод интегральной оценки регуляторной зрелости. Адаптируется модель IRMR (Третьякова и др., 2025) для Кыргызстана: рассчитываются частные индексы зрелости таксономии, верификационной инфраструктуры, интеграции с международными стандартами и прозрачности отчётности. Итоговый индекс даёт количественную характеристику институционального дефицита.

- Качественные экспертные интервью (опционально). При наличии доступа к полю - полуструктурированные интервью с представителями Министерства экономики и коммерции КР, Кыргызской фондовой биржи и банков-эмитентов для выявления неформализованных барьеров и стимулов выпуска «зелёных» облигаций. В противном случае этот слой анализа заменяется углублённым изучением публичных заявлений и стенограмм круглых столов.

Интеграция результатов и синтез. Ключевой методологический принцип работы - не рядоположенное описание, а содержательный синтез. Результаты трёх блоков не просто перечисляются, а накладываются друг на друга в рамках единой аналитической матрицы «риск - возможность - стратегия». Процедура выглядит следующим образом:

1. Каждый значимый фактор, выявленный на предыдущих этапах (например, «высокая долговая нагрузка», «отсутствие обязательной верификации», «наличие региональной биржевой площадки AIX», «интерес пенсионного фонда»), классифицируется либо как риск, либо как возможность.

2. Для каждого риска определяется его междисциплинарная природа (финансовый, экологический, институциональный или комбинированный) и фиксируются взаимосвязи: например, отсутствие таксономии (институциональный риск) прямо порождает возможность гринвошинга (экологический риск), что в свою очередь подрывает доверие инвесторов и сужает базу фондирования (финансовый риск).

3. На пересечении идентифицированных рисков и наличных возможностей формулируются стратегии минимизации, причём каждая стратегия проверяется на предмет междисциплинарной непротиворечивости: предлагаемая мера не должна, снижая один тип риска, одновременно создавать неприемлемый уровень риска другого типа (например, сверхжёсткая верификация не должна останавливать выпуски из-за чрезмерных транзакционных издержек).

4. Итоговые выводы и рекомендации группируются по адресатам: региональные органы власти, национальные регуляторы, международные финансовые организации, инвесторы.

Именно такой трёхкомпонентный синтез позволяет преодолеть дисциплинарную фрагментарность, характерную для большинства предшествующих работ, и предложить целостную картину условий, при которых «зелёные» облигации в странах с переходной экономикой, таких как Кыргызстан, могут действительно стать инструментом устойчивого развития, а не скрытой формой наращивания долговой нагрузки.

Аналитическая часть

Применение изложенной выше методологии к эмпирическому материалу Кыргызстана и сопредельных стран позволяет выстроить многослойную картину, в которой финансовые, экологические и институциональные факторы не просто сосуществуют, а находятся в постоянном динамическом взаимодействии. Ниже последовательно раскрываются три блока: (1) систематизация рисков, (2) идентификация окна возможностей, (3) интегральная матрица и стратегии минимизации.

Систематизация рисков. Риски «зелёного камуфляжа» (Greenwashing). Экологическая верификация является краеугольным камнем рынка «зелёных» облигаций, и именно в этой плоскости кыргызстанский кейс обнаруживает наиболее выраженные уязвимости. Из четырёх компонентов Принципов «зелёных» облигаций ICMA ни один не имплементирован в национальное регулирование с достаточной полнотой. Положение о выпуске и обращении облигаций 2026 года вводит само понятие «зелёная облигация», но не содержит:

- закрытого перечня категорий проектов, которые могут претендовать на «зелёный» статус (национальной таксономии);
- требования к независимой внешней верификации экологических выгод;
- стандартизированных форматов отчётности об использовании средств и достигнутых экологических KPI.

Анализ публично доступных проспектов пилотных выпусков показывает, что эмитенты ограничиваются общими формулировками о «финансировании проектов в области возобновляемой энергетики и энергоэффективности», не раскрывая методологию расчёта предотвращённых выбросов. В одном из случаев заявленный проект по модернизации уличного освещения не сопровождался данными о базовом уровне энергопотребления, что делает независимую оценку экологического эффекта невозможной. Подобная информационная асимметрия создаёт идеальную среду для гринвошинга: формально бумага маркируется как «зелёная», но её вклад в декарбонизацию остаётся неподтверждённым. Международные инвесторы, привыкшие к стандартам Climate Bonds Initiative или EU Taxonomy, при столкновении с такой практикой либо требуют значительную премию за риск, либо вовсе исключают кыргызстанские бумаги из своего инвестиционного универсума.

Финансовые риски эмитента. Финансовый блок рисков распадается на три взаимосвязанные составляющие: кредитный риск, риск ликвидности и валютный риск.

Кредитный риск для Кыргызстана имеет ярко выраженную временную структуру. При текущем уровне государственного долга $8,92 млрд. (около 40 % ВВП) обслуживание обязательств уже поглощает значительную часть бюджетных доходов. Однако пик выплат приходится на 2027–2028 годы, когда ежегодные платежи превысят $1,2 млрд. В подобных условиях любое дополнительное заимствование - включая целевое «зелёное» - автоматически увеличивает коэффициент обслуживания долга и сужает фискальное пространство для

контрциклической политики. Для субнациональных эмитентов ситуация усугубляется тем, что их налоговые доходы, как правило, ещё более волатильны, а доступ к рефинансированию ограничен. Кейс Дос-Кредобанка (85 млн сомов) и KICB (1,35 млрд. сомов) показывает, что пионерами рынка выступают частные финансовые институты, в то время как муниципалитеты и региональные администрации пока воздерживаются от выпусков, что косвенно свидетельствует об осознании ими собственной долговой уязвимости.

Риск ликвидности обусловлен малыми объёмами выпусков и узостью внутреннего рынка капитала. Размещение на Кыргызской фондовой бирже носит во многом технический характер: вторичный рынок практически отсутствует, основными покупателями выступают один-два институциональных инвестора (Государственный накопительный пенсионный фонд, IFC). Для эмитента это означает, что при необходимости досрочной продажи бумаг или рефинансирования он столкнётся с отсутствием котировок и будет вынужден предлагать дисконт, неприемлемый с точки зрения бюджетной эффективности.

Валютный риск актуален в случае выпусков, номинированных в иностранной валюте. Облигации ТОО «PlanDeM» на площадке AIX номинированы в китайских юанях, в то время как выручка эмитента от реализации электроэнергии формируется в сомах. При ослаблении национальной валюты стоимость обслуживания долга возрастает пропорционально девальвации, создавая дополнительное давление на денежные потоки проекта. Аналогичная проблема характерна и для государственного долга КР в целом, высокая долларизация которого неоднократно отмечалась МВФ как фактор макроэкономической уязвимости.

Институциональные и регуляторные риски. Адаптация модели IRMR (Третьякова и др., 2025) к кыргызстанским реалиям даёт следующие количественные оценки:

- Индекс зрелости таксономии: 0,20 (из 1,0). Национальная таксономия «зелёных» проектов отсутствует, вместо неё применяются разрозненные ведомственные классификаторы, не гармонизированные ни с EU Taxonomy, ни со стандартами Climate Bonds Initiative.

- Коэффициент независимости верификации: 0,15. Внешний аудит экологических выгод не является обязательным, а внутренние процедуры банков-эмитентов непрозрачны для внешних стейкхолдеров.

- Индекс интеграции с международными стандартами: 0,35. Положение 2026 года содержит отсылки к международной практике, но не инкорпорирует конкретные стандарты (GBP ICMA, CBI Standard) в качестве обязательных.

- Индекс прозрачности отчётности: 0,25. Отсутствуют требования к регулярной пост-выпусковой отчётности по экологическим KPI, а также к раскрытию методологии их расчёта.

Суммарный индекс регуляторной зрелости IRMR для Кыргызстана составляет порядка 0,24, что сопоставимо с оценкой, полученной для Российской Федерации (0,48), но существенно ниже, чем в странах-лидерах (ЕС, Китай). Такой уровень институционального развития означает, что даже добросовестный эмитент сталкивается с высокими транзакционными издержками при попытке структурировать выпуск в соответствии с международными ожиданиями, а недобросовестный — не встречает значимых барьеров для гринвошинга.

Окно возможностей

Несмотря на перечисленные риски, эмпирический материал позволяет зафиксировать несколько значимых возможностей, которые при целенаправленной политике могут трансформировать «зелёные» облигации в драйвер устойчивого развития.

Во-первых, диверсификация базы инвесторов уже происходит de facto. Пенсионный фонд КР, приобретающий ESG-облигации Eldik Bank, и IFC, выступающая якорным инвестором в выпуске KICB, формируют модель, при которой «длинные» институциональные деньги направляются в «зелёные» проекты. Масштабирование этой модели - через расширение мандата пенсионного фонда на инвестирование в «зелёные» бумаги либо через создание специализированного государственного фонда «зелёных» инвестиций - способно обеспечить устойчивый внутренний спрос, не зависящий от конъюнктуры глобальных рынков.

Во-вторых, наличие региональной финансовой инфраструктуры - прежде всего Центра зелёных финансов МФЦА и биржи AIX в Астане - открывает канал для трансграничных выпусков. Кейс ТОО «PlanDeM» (370 млн юаней) демонстрирует принципиальную возможность привлечения капитала с азиатских рынков, где спрос на ESG-инструменты растёт опережающими темпами. Для малых экономик, чей внутренний рынок объективно недостаточен, этот канал имеет критическое значение.

В-третьих, механизмы снижения кредитного риска с участием многосторонних банков развития (МБР) могут радикально изменить профиль «зелёных» облигаций. Участие ЕАБР, который уже реализует в Центральной Азии 18 «зелёных» проектов на сумму около $1,2 млрд., в качестве гаранта по первым потерям (first-loss guarantee) или соинвестора способно поднять кредитное качество выпусков до уровня, приемлемого для международных институциональных инвесторов, и одновременно обеспечить трансферт технической экспертизы в части экологической верификации.

Стратегические возможности для устойчивого развития. В стратегической плоскости «зелёные» облигации способны выполнять функцию катализатора сразу нескольких позитивных процессов. Кыргызстан находится в процессе формирования национальной системы углеродной торговли в соответствии со статьями 6.2 и 6.4 Парижского соглашения. Проекты, профинансированные через «зелёные» облигации и верифицированные на предмет сокращения выбросов, могут генерировать углеродные единицы, пригодные для продажи на международных углеродных рынках. Это создаёт дополнительный доходный поток, повышающий финансовую устойчивость проектов и, как следствие, кредитное качество облигаций. По сути, «зелёная» облигация и углеродный кредит становятся двумя сторонами одной медали, а Кыргызстан с его значительным потенциалом секвестрации (свыше 19,8 млн. т CO_2-экв. по проекту ФАО) может занять уникальную нишу среди стран СНГ.

Формирование регионального «зелёного» бренда. Последовательная политика по выпуску «зелёных» облигаций, подкреплённая прозрачной отчётностью, формирует репутационный капитал региона как ответственного заёмщика. Для Кыргызстана, экономика которого зависит от денежных переводов трудовых мигрантов и чувствительна к внешним шокам, такой бренд может конвертироваться в привлечение «зелёных» инвестиций не только в облигационной форме, но и в виде прямых инвестиций в возобновляемую энергетику, экологический туризм и органическое сельское хозяйство.

Повышение прозрачности государственного управления. Обязательства по регулярной отчётности об использовании средств и достигнутых экологических результатах, которые являются неотъемлемым элементом «зелёных» облигаций, создают прецедент для распространения принципов прозрачности на более широкий круг бюджетных расходов. В средне- и долгосрочной перспективе это способствует повышению качества публичного управления и снижению коррупционных рисков.

Интегральная матрица: риски, возможности и стратегии минимизации. Синтез полученных результатов представлен в таблице ниже. Она построена по принципу «риск - его междисциплинарная природа - связанная возможность - стратегия минимизации». Стратегии сформулированы таким образом, чтобы не создавать новых уязвимостей в смежных дисциплинарных плоскостях.

Таблица 1.

Категория риска (проявление в КР)	Финансовая проекция	Экологическая проекция	Институциональная проекция	Связанная возможность	Стратегия минимизации
Гринвошинг (отсутствие таксономии и внешней верификации)	Потеря доступа к международным ESG-инвесторам; репутационные убытки	Финансирование проектов без измеримого экологического эффекта	Низкий индекс IRMR (0,24)	Интеграция в международные рынки через стандарты CBI/EU Taxonomy	Разработать национальную таксономию, гармонизированную с международной; ввести обязательную внешнюю верификацию
Кредитный риск (госдолг $8,92 млрд; пик выплат 2027–2028)	Снижение фискального пространства; риск дефолта при агрессивных заимствованиях	Сокращение ресурсов на экологические программы в случае кризиса	Отсутствие муниципальных эмитентов на рынке из-за долговой уязвимости	Наличие МБР (ЕАБР, IFC) как гарантов; наличие пенсионного фонда как якорного инвестора	Создать гарантийный механизм «первой потери» с участием МБР; лимитировать долю «зелёных» облигаций в долговом портфеле
Риск ликвидности (узкий рынок КФБ; микро-выпуски)	Невозможность рефинансирования; высокая премия за ликвидность	Недостаток средств для масштабирования успешных проектов	Неразвитость вторичного рынка	Наличие региональной площадки AIX (Астана); пулы проектов	Агрегировать мелкие проекты в единый пул; осуществлять листинг на AIX; привлекать маркет-мейкеров

Промежуточный вывод: баланс рисков и возможностей

Проведённый анализ показывает, что баланс рисков и возможностей для рынка «зелёных» облигаций Кыргызстана не является статичным - он определяется прежде всего качеством институциональной среды. При текущем уровне регуляторной зрелости (IRMR ≈ 0,24) риски гринвошинга, кредитной перегрузки и низкой ликвидности доминируют, а «зелёные» облигации выполняют скорее имиджевую, нежели трансформационную функцию. Однако имеющиеся возможности - диверсифицированная база институциональных инвесторов, региональная инфраструктура МФЦА/AIX, интерес МБР и формирующаяся архитектура углеродного регулирования - при целенаправленных институциональных реформах способны изменить этот баланс в пользу устойчивого развития. Ключевым условием такой трансформации выступает повышение индекса IRMR как минимум до уровня 0,50–0,60, что предполагает создание полноценной таксономии, введение обязательной внешней верификации и стандартизацию

отчётности. Конкретные шаги в этом направлении рассматриваются в заключительном разделе статьи.

Модель и кейсы

Теоретическая рамка, изложенная в предыдущих разделах, требует эмпирической верификации. Для этого были отобраны четыре наиболее показательных кейса выпуска «зелёных» и ESG-облигаций кыргызстанскими эмитентами в период 2023–2025 годов, а также привлечены сопоставимые примеры из Казахстана и Узбекистана. Каждый кейс анализируется по единой структуре: (а) основные параметры выпуска; (б) соответствие международным стандартам; (в) выявленные риски; (г) реализованные или потенциальные возможности.

Кейс 1: KICB - первые sustainability bonds под гарантию IFC (июнь 2025 г.)

Параметры выпуска. Кыргызский Инвестиционно-Кредитный Банк (KICB) разместил облигации устойчивого развития на сумму 1,3 млрд сомов (эквивалент $15 млн). Весь выпуск был выкуплен Международной финансовой корпорацией (IFC), входящей в Группу Всемирного банка. Средства направляются на долгосрочное финансирование в национальной валюте экологических и социальных проектов: возобновляемая энергетика, устойчивое сельское хозяйство, доступное жильё, поддержка женского предпринимательства и малого бизнеса.

Соответствие стандартам. Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's подтвердило, что концепция устойчивого финансирования KICB соответствует Принципам зелёных и социальных облигаций ICMA. Транзакция поддержана льготным финансированием из Private Sector Window Международной ассоциации развития (IDA), что является дополнительным сигналом качества для институциональных инвесторов.

Анализ рисков. Ключевой кредитный риск снят благодаря стопроцентному выкупу облигаций организацией с наивысшим кредитным рейтингом - IFC фактически выполняет функцию якорного инвестора и гаранта качества. Риск ликвидности, однако, сохраняется: бумаги не обращаются на вторичном рынке. Валютный риск минимизирован номинацией в сомах. С точки зрения верификации, подтверждение S&P и участие IFC обеспечивают достаточный уровень внешнего контроля, однако пост-выпусковая отчётность по конкретным экологическим KPI пока не опубликована.

Реализованные возможности. Данный кейс создал прецедент для всего рынка: это первые в истории Кыргызской Республики облигации устойчивого развития. Сам факт участия IFC открывает дорогу для тиражирования модели другими эмитентами и создаёт эталон структурирования выпуска. По словам Хью Ридделла, странового менеджера Группы Всемирного банка, «это знаковое размещение задаёт мощный прецедент для продвижения инновационных финансовых решений, поддерживающих инклюзивный и устойчивый рост - как в Кыргызской Республике, так и во всём регионе».

Кейс 2: Eldik Bank - дебютные ESG-облигации с участием пенсионного фонда (декабрь 2024 г.)

Параметры выпуска. Государственный «Элдик Банк» разместил дебютный выпуск ESG-облигаций на Кыргызской фондовой бирже (КФБ) объёмом 200 млн сомов, срок обращения - 36 месяцев, купонная ставка - 11 % годовых. Сто процентов выпуска приобрёл Государственный накопительный пенсионный фонд при Социальном фонде КР.

Соответствие стандартам. Публичная документация содержит общие декларации о приверженности «мировым стандартам ESG», однако отсутствуют ссылки на конкретные принципы ICMA, заключение внешнего верификатора (Second Party Opinion) и детализированный перечень финансируемых проектов. Это отличает данный кейс от выпуска KICB, где внешняя верификация S&P была получена.

Анализ рисков. С точки зрения кредитного риска, участие государственного пенсионного фонда в качестве единственного покупателя создаёт двойственную ситуацию. С одной стороны, размещение гарантированно состоялось. С другой - по существу, это квазигосударственное

внутрисекторальное фондирование: средства государственного фонда направляются государственному банку. Риск концентрации портфеля для пенсионного фонда (вложение значительной доли в бумаги одного эмитента с низкой ликвидностью) остаётся нераскрытым. Купон в 11 % годовых при ключевой ставке НБКР и умеренной инфляции может быть привлекательным, однако для рынка в целом такая модель не создаёт ценового ориентира. Экологическая верификация проектов не подтверждена независимой стороной, что порождает риск гринвошинга.

Реализованные возможности. Кейс Eldik Bank продемонстрировал, что внутренний институциональный инвестор — Государственный накопительный пенсионный фонд - обладает аппетитом к ESG-инструментам. Это создаёт базу для будущих размещений: пенсионные фонды, располагающие длинными пассивами, являются естественными покупателями долгосрочных «зелёных» облигаций. Сам банк позиционирует выпуск как «важный этап в стратегии привлечения средств для финансирования проектов устойчивого развития» и намерен продолжать эту практику.

3. Кейс 3: Дос-Кредобанк - пилотный выпуск «зелёных» облигаций малого номинала (2023–2024 гг.)

Параметры выпуска. «Дос-Кредобанк» завершил размещение дебютного выпуска «зелёных» облигаций общим объёмом 85 млн сомов, купонная ставка -16 % годовых. Номинальная стоимость одной облигации - 1 000 сомов, что делает инструмент доступным для розничных инвесторов. Выпуск торговался на вторичном рынке КФБ, однако объём сделок оставался минимальным: зафиксирована одна сделка на 175 тыс. сомов.

Соответствие стандартам. Банк позиционирует облигации как «уникальный финансовый инструмент», средства от которого «направляются исключительно на финансирование экопроектов». При этом не раскрыты ни конкретные проекты-реципиенты, ни методология отбора, ни измеримые экологические индикаторы. Внешняя верификация, судя по доступным данным, не проводилась. Примечательно, что «Дос-Кредобанк» в 2023 году стал победителем премии Green Finance AwardsTM, учреждённой МФЦА, в номинации «Выдающийся вклад в развитие зелёных финансов», что свидетельствует о признании его усилий на уровне регионального сообщества, но не заменяет формальной верификации облигационного выпуска.

Анализ рисков и возможностей. Данный кейс концентрирует в себе несколько типов рисков. Кредитный риск: купон в 16 % - самый высокий среди рассматриваемых выпусков, что отражает премию за риск, требуемую инвесторами. Риск ликвидности проявился в полной мере: при заявленном объёме 85 млн. сомов вторичные торги исчисляются сотнями тысяч сомов, что делает бумаги фактически неликвидными. Риск гринвошинга не поддаётся оценке из-за отсутствия верификации и отчётности.

Возможность, которую иллюстрирует данный кейс, - это потенциал демократизации «зелёного» финансирования: малый номинал (1 000 сомов) открывает доступ розничным инвесторам, формируя культуру ответственного инвестирования. Однако без институциональной поддержки (гарантии, внешняя верификация, маркет-мейкинг) этот потенциал остаётся нереализованным.

Кейс 4: ТОО «PlanDeM» - трансграничный выпуск на площадке AIX (декабрь 2024 г.) Параметры выпуска. ТОО «PlanDeM», кыргызстанская компания, реализующая проекты строительства солнечных и ветровых электростанций, зарегистрировала программу «зелёных» облигаций на Astana International Exchange (AIX). Первый транш составил 370 млн. китайских юаней (около $51 млн), номинал облигации 1 000 юаней, срок погашения - 20 декабря 2054 года (30 лет). Купон - плавающий, привязанный к 1-летнему SHIBOR с маржой 1,7 % годовых, с ежеквартальными выплатами начиная с десятого года. Компания разрабатывает проекты солнечных и ветровых электростанций мощностью более 1,6 ГВт в Казахстане, Шри-Ланке, Сербии, ЮАР и других странах.

Значение для рынка. Данный выпуск стал первой программой «зелёных» облигаций эмитента из Кыргызстана на международной биржевой площадке. Как отметил управляющий директор AIX Биржан Астаев, «организовав выпуск зелёных облигаций для первого эмитента из Кыргызстана, AIX продолжает укреплять свои позиции как центра финансирования преобразующих проектов, способствующих глобальному энергетическому переходу».

Анализ рисков. Данный кейс обнажает комплексную природу рисков в трансграничных структурах.

- Валютный риск: Облигации номинированы в юанях, в то время как значительная часть выручки от проектов будет формироваться в национальных валютах стран присутствия. При укреплении юаня стоимость обслуживания долга возрастает. Плавающая ставка (SHIBOR + маржа) закладывает дополнительную неопределённость в денежные потоки эмитента.
- Юрисдикционный риск: Эмитент кыргызстанская компания, операционный холдинг зарегистрирован на Маврикии, листинг - в Казахстане, валюта - Китай. Такая многослойная структура затрудняет правовую защиту инвесторов и создаёт зоны регуляторного арбитража.
- Риск ликвидности: Юаневые облигации с 30-летним сроком и началом купонных выплат через 10 лет являются нишевым продуктом с узким кругом потенциальных покупателей.
- Верификация: Программа зарегистрирована AIX в качестве «зелёной», однако наличие независимого заключения (Second Party Opinion) или сертификации по стандарту CBI в доступных источниках не раскрывается.

Реализованные возможности. Несмотря на перечисленные риски, кейс PlanDeM открывает принципиально новый канал для кыргызстанских эмитентов - выход на региональный рынок капитала через инфраструктуру МФЦА. Программа зарегистрирована с возможностью будущих выпусков в различных валютах и с разными сроками погашения, что создаёт гибкую платформу для масштабирования. Целевое назначение средств - строительство объектов возобновляемой энергетики - полностью соответствует международным критериям «зелёности», а заявленный портфель проектов (1,6 ГВт) сопоставим с общей установленной мощностью всей энергосистемы Кыргызстана.

Сравнительный анализ кейсов и извлечённые уроки

Сопоставление четырёх кейсов позволяет выявить несколько закономерностей, значимых для развития рынка «зелёных» облигаций в Кыргызстане и регионе.

Таблица 2. Сравнительные параметры выпусков «зелёных» и ESG-облигаций кыргызстанских эмитентов (2023–2025 гг.)

Параметр	Дос-Кредобанк	Eldik Bank	KICB	PlanDeM
Год выпуска	2023–2024	2024	2025	2024
Тип облигаций	Зелёные	ESG	Sustainability	Зелёные
Объём выпуска	85 млн сомов ($0,97 млн)	200 млн сомов ($2,3 млн)	1,3 млрд сомов ($15 млн)	370 млн юаней ($51 млн)
Ставка купона	16 %	11 %	Не раскрыта	SHIBOR + 1,7 %
Инвестор	Розничные	Пенсионный фонд КР	IFC	Международные
Площадка	КФБ	КФБ	Внебиржевое	AIX (Астана)

Параметр	Дос-Кредобанк	Eldik Bank	KICB	PlanDeM
Внешняя верификация	Отсутствует	Отсутствует	S&P (соответствие ICMA)	Не раскрыта
Вторичный рынок	Минимальный	Отсутствует	Отсутствует	Организованный
Валютный риск	Нет (сом)	Нет (сом)	Нет (сом)	Высокий (юань)

Источник: Составлено автором на основе публичных данных эмитентов, КФБ, AIX, IFC.

Из таблицы отчётливо прослеживается эволюционная траектория рынка: от розничных микро-выпусков (Дос-Кредобанк) через институциональное размещение с одним якорным инвестором (Eldik Bank) к международному структурированному выпуску с участием МФО (KICB) и трансграничному листингу (PlanDeM). Каждый следующий этап характеризуется увеличением объёма, усложнением структуры и - парадоксальным образом — накоплением новых рисков.

Урок 1: Ключевая роль якорного инвестора с высоким рейтингом. Кейс KICB показывает, что участие организации уровня IFC не только гарантирует размещение, но и выполняет функцию имплицитной верификации качества, снижая воспринимаемые риски. Для зарождающихся рынков модель «МБР как якорный инвестор» представляется оптимальной стартовой стратегией.

Урок 2: Необходимость независимой верификации. Во всех четырёх кейсах внешняя верификация экологических выгод либо отсутствует, либо ограничена подтверждением соответствия общим принципам. Для перехода рынка от имиджевых размещений к трансформационным необходима институционализация верификации — предпочтительно с привлечением регионального Центра зелёных финансов МФЦА.

Урок 3: Проблема ликвидности носит системный характер. Ни один из внутренних выпусков не демонстрирует активного вторичного рынка. Решением может стать пулирование мелких эмиссий и маркет-мейкинг со стороны банков развития.

Урок 4: Трансграничные выпуски открывают доступ к капиталу, но умножают риски. Кейс PlanDeM подтверждает, что размещение на AIX технически возможно и коммерчески оправданно, однако требует продвинутых компетенций в управлении валютными, юрисдикционными и репутационными рисками.

Региональный контекст: Казахстан и Узбекистан

Для оценки относительного положения Кыргызстана нами кратко рассмотрены региональные кейсы.

Казахстан является региональным лидером по развитию инфраструктуры «зелёного» финансирования. Центр зелёных финансов МФЦА с 2020 года подготовил 45 внешних отчётов по верификации для эмитентов из четырёх стран, а совокупный объём кейсов, собранных в Кейсбуке ЦЗФ, превышает $650 млн. С 1 октября 2024 года в МФЦА вступила в силу нормативная база AFSA, регулирующая ESG-облигации и содержащая минимальные стандарты верификации для эмитентов. Знаковым событием стал выпуск «зелёных» облигаций Банком развития Казахстана на сумму $15 млн, впервые в регионе сертифицированных по стандарту Climate Bonds Initiative. Для Кыргызстана казахстанский опыт важен как демонстрация возможности поэтапного построения регуляторной архитектуры «зелёного» финансирования с опорой на международные стандарты.

Узбекистан демонстрирует иную модель - суверенные выпуски. В 2024 году страна разместила устойчивые облигации на €600 млн и €500 млн, а ранее осуществила выпуск «зелёных» облигаций в сумах. На корпоративном уровне показателен кейс UzKRI: в сентябре 2024 года компания запустила первые «зелёные» облигации на 50 млрд сумов под 18 % годовых

для финансирования энергоэффективной модернизации зданий. К марту 2026 года ставки по новым выпускам компании снизились до 16,5 %, что свидетельствует о росте доверия инвесторов и формировании ценовых ориентиров для рынка.

Для Кыргызстана, не имеющего выхода на суверенные евробонды, узбекский опыт интересен прежде всего кейсом UzKRI: он показывает, что даже в стране с высокими процентными ставками последовательные выпуски «зелёных» облигаций способствуют постепенному снижению стоимости заимствований.

Промежуточный вывод

Эмпирический анализ четырёх кыргызстанских кейсов и сопоставление с региональным контекстом позволяет сделать следующий вывод: рынок «зелёных» облигаций Кыргызстана находится на начальной, но динамичной стадии развития. Пройдена траектория от пилотного розничного выпуска до трансграничного листинга на международной бирже. Однако ключевые институциональные дефициты - отсутствие обязательной внешней верификации, стандартизированной отчётности и механизмов обеспечения ликвидности - ограничивают трансформационный потенциал инструмента. Региональные кейсы Казахстана и Узбекистана подтверждают, что целенаправленное строительство институтов «зелёного» финансирования способно в среднесрочной перспективе превратить «зелёные» облигации из имиджевого инструмента в реальный драйвер устойчивого развития.

Рекомендации: От инноваций к политике и практическим стратегиям

Результаты проведённого анализа свидетельствуют, что «зелёные» облигации способны выполнять функцию драйвера регионального устойчивого развития лишь при условии целенаправленного устранения институциональных дефицитов и внедрения механизмов, снижающих финансовые, экологические и управленческие риски до приемлемого уровня. Нижеследующие рекомендации структурированы по четырём группам адресатов, однако их реализация предполагает тесную межведомственную и междисциплинарную координацию.

1. Рекомендации для региональных органов власти и муниципалитетов

1.1. Разработать рамочную программу «зелёных» облигаций (Green Bond Framework). Каждому субнациональному эмитенту, планирующему выход на рынок, следует утвердить публичный документ, соответствующий Принципам «зелёных» облигаций ICMA. В нём должны быть зафиксированы: перечень приемлемых категорий проектов (возобновляемая энергетика, энергоэффективность зданий, устойчивое управление водными ресурсами, экологически чистый транспорт и др.); процедура отбора и оценки проектов; механизм управления средствами (отдельный счёт или субсчет); обязательства по ежегодной отчётности об использовании средств и достигнутых экологических KPI.

1.2. Обеспечить обязательную внешнюю верификацию. Отсутствие независимой оценки экологической результативности - главный источник риска гринвошинга, способный дискредитировать как конкретного эмитента, так и рынок в целом. Рекомендуется на этапе, предшествующем размещению, получать заключение независимого верификатора (Second Party Opinion), а после размещения - проходить ежегодный аудит использования средств и экологического эффекта. В качестве верификаторов целесообразно привлекать организации, аккредитованные Центром зелёных финансов МФЦА или обладающие международным признанием.

1.3. Агрегировать малые проекты в пулы. Одиночный проект модернизации уличного освещения или строительства малой ГЭС не генерирует достаточный денежный поток для выпуска ликвидных облигаций. Региональным администрациям рекомендуется объединять однотипные проекты нескольких муниципалитетов или секторов в единый инвестиционный пул, что позволит достичь минимального порога ликвидности, диверсифицировать проектные риски и снизить транзакционные издержки на структурирование выпуска.

1.4. Интегрировать выпуски в региональные стратегии устойчивого развития.** «Зелёная» облигация не должна быть изолированным финансовым событием. Её целевые проекты

необходимо увязывать с региональными планами климатической адаптации, программами повышения энергоэффективности жилого сектора и стратегиями низкоуглеродного развития. Это повышает предсказуемость денежных потоков и облегчает верификацию экологического эффекта.

2. Рекомендации для национальных регуляторов и правительства

2.1. Разработать и принять национальную таксономию «зелёных» проектов. Отсутствие таксономии, гармонизированной с EU Taxonomy и стандартами Climate Bonds Initiative, является ключевым институциональным препятствием. Кабинету Министров КР рекомендуется в среднесрочной перспективе (2026–2027 годы) утвердить нормативный документ, определяющий перечень видов экономической деятельности и технические критерии, при соответствии которым проект может маркироваться как «зелёный». Таксономия должна быть построена по принципу межведомственного согласования и пройти публичное обсуждение с участием бизнеса и экспертного сообщества.

2.2. Ввести обязательную независимую верификацию и стандарты отчётности. В дополнение к действующему Положению о выпуске и обращении облигаций необходимо установить:

- требование обязательного раскрытия Green Bond Framework или эквивалентного документа до размещения;
- обязательность ежегодного отчёта о целевом использовании средств и достигнутых экологических показателях, подкреплённого заключением независимого аудитора;
- ответственность эмитентов за недостоверную «зелёную» маркировку вплоть до административных и репутационных санкций.

2.3. Создать национальный гарантийный механизм «первой потери» (First-Loss Guarantee Facility). Учитывая высокую долговую нагрузку КР и пик выплат в 2027–2028 годах, прямой выход субнациональных эмитентов на рынок без кредитного усиления крайне затруднителен. Рекомендуется учредить при участии Правительства КР и международных финансовых организаций (ЕАБР, Всемирный банк, Азиатский банк развития) специализированный гарантийный фонд, который будет покрывать первый транш убытков по «зелёным» облигациям. Это позволит повысить кредитный рейтинг выпусков до инвестиционного уровня и привлечь институциональных инвесторов.

2.4. Предоставлять налоговые стимулы для эмитентов и инвесторов. В качестве временной меры, направленной на «запуск» рынка, целесообразно рассмотреть освобождение купонного дохода по «зелёным» облигациям от подоходного налога (для инвесторов - физических и юридических лиц) и снижение ставки налога на прибыль для банков-эмитентов на объём средств, привлечённых через «зелёные» выпуски. Аналогичные инструменты (tax-incentive bonds) успешно применялись в США, Китае и Индии на начальных этапах развития рынка.

2.5. Интегрировать «зелёные» облигации в архитектуру углеродного регулирования. Министерству природных ресурсов и Министерству экономики КР рекомендуется синхронизировать развитие рынка «зелёных» облигаций с созданием национальной системы торговли углеродными единицами. Проекты, профинансированные через верифицированные «зелёные» облигации, должны автоматически квалифицироваться как источники углеродных единиц, пригодных для обращения в рамках механизмов статей 6.2 и 6.4 Парижского соглашения. Это создаст дополнительный доходный поток и повысит экономическую привлекательность выпусков.

3. Рекомендации для международных финансовых организаций и партнёров по развитию

3.1. Расширить практику якорного инвестирования. Успех выпуска KICB, полностью выкупленного IFC, должен быть масштабирован. МБР (IFC, ЕАБР, АБР, ЕБРР) рекомендуется рассмотреть возможность формирования регионального синдицированного фонда для выкупа первых траншей «зелёных» облигаций кыргызстанских и центральноазиатских эмитентов, с обязательством последующей продажи части портфеля частным инвесторам по мере созревания рынка.

3.2. Обеспечить техническое содействие в построении таксономии и верификационной инфраструктуры. Центр зелёных финансов МФЦА уже выполняет функцию методологического хаба для Центральной Азии. Рекомендуется углубить сотрудничество по программам обучения верификаторов, разработке национальной таксономии КР и пилотной сертификации проектов по стандарту Climate Bonds Initiative. ОЭСР, в свою очередь, может оказать поддержку в части внедрения передовых практик раскрытия информации и корпоративного управления.

3.3. Содействовать созданию регионального маркет-мейкингового механизма. Низкая ликвидность вторичного рынка является системной проблемой всех малых экономик. МБР могли бы выступить соучредителями регионального фонда ликвидности, который будет выполнять роль маркет-мейкера по «зелёным» облигациям, котирующимся на AIX и КФБ, обеспечивая минимальный объём торгов и справедливое ценообразование.

4. Рекомендации для инвестиционного сообщества

4.1. Институциональным инвесторам - интегрировать ESG-факторы в инвестиционные политики. Государственному накопительному пенсионному фонду, страховым компаниям и банкам второго уровня рекомендуется формально закрепить в своих инвестиционных декларациях целевые доли портфеля, размещаемые в «зелёные» и устойчивые облигации. При этом оценка бумаг должна учитывать не только кредитный рейтинг эмитента, но и динамику его ESG-показателей и качество пост-выпусковой отчётности.

4.2. Частным инвесторам - учитывать валютные и юрисдикционные риски трансграничных выпусков. Кейс PlanDeM, номинированный в юанях с 30-летним сроком, демонстрирует сложное сочетание рисков, требующее углублённого due diligence. Инвесторам, не обладающим специализированными компетенциями в оценке валютных и юрисдикционных факторов, рекомендуется входить в подобные инструменты через диверсифицированные ESG-фонды, управляемые профессиональными институциональными менеджерами.

Реализация предложенных рекомендаций, как показывает опыт Казахстана, способна в горизонте трёх - пяти лет повысить Индекс регуляторной зрелости (IRMR) Кыргызстана с текущих 0,24 до целевого уровня 0,55–0,60, что приблизит национальный рынок к параметрам, при которых «зелёные» облигации становятся полноценным, а не факультативным инструментом финансирования регионального устойчивого развития.

Заключение

Проведённое исследование было нацелено на комплексную оценку потенциала «зелёных» облигаций как драйвера регионального устойчивого развития в странах с переходной экономикой на примере Кыргызской Республики и с учётом опыта сопредельных стран СНГ. Междисциплинарная рамка, объединившая инструментарий финансового анализа, экологической экономики и государственного управления, позволила выйти за пределы узкодисциплинарных интерпретаций и представить целостную картину взаимодействия рисков и возможностей.

Основные выводы сводятся к следующему:

1. Рынок «зелёных» облигаций Кыргызстана находится на начальной, но динамичной стадии развития. Пройдена траектория от пилотного розничного выпуска Дос-Кредобанка (85 млн сомов) до трансграничного листинга ТОО «PlanDeM» на AIX (370 млн юаней) и первого в истории страны выпуска sustainability bonds банком KICB под гарантию IFC. Эти кейсы демонстрируют реальный интерес эмитентов и наличие внутреннего (пенсионный фонд) и внешнего (IFC, AIX) спроса.

2. Вместе с тем текущее состояние институциональной среды характеризуется критически низким Индексом регуляторной зрелости (IRMR ≈ 0,24), что проявляется в отсутствии национальной таксономии «зелёных» проектов, необязательности внешней верификации, фрагментарности отчётности и дефиците компетенций. При таком уровне институционального развития риски гринвошинга, кредитной перегрузки и низкой ликвидности доминируют над

возможностями, а «зелёные» облигации выполняют преимущественно имиджевую функцию, не реализуя трансформационный потенциал.

3. Ключевые финансовые риски — кредитный (госдолг $8,92 млрд и пик выплат 2027–2028 годов), риск ликвидности (отсутствие вторичного рынка) и валютный риск (для выпусков, номинированных в иностранной валюте) - носят системный характер и не могут быть устранены действиями отдельных эмитентов. Их минимизация требует создания общенациональных механизмов: гарантийного фонда «первой потери», маркет-мейкинга со стороны банков развития и приоритетной ориентации на выпуски в национальной валюте.

4. Стратегические возможности - интеграция в формирующуюся архитектуру углеродного регулирования, использование региональной инфраструктуры МФЦА/AIX, привлечение «длинных» денег пенсионных фондов и якорное участие международных финансовых организаций - являются реальными и подтверждены эмпирически. Кейс PlanDeM продемонстрировал, что кыргызстанские эмитенты способны выходить на международные площадки, а кейс KICB - что модель «МБР как якорный инвестор» работает. Превращение этих возможностей в устойчивый тренд зависит от политической воли и последовательности институциональных реформ.

5. Опыт Казахстана (Центр зелёных финансов МФЦА, сертификация по стандарту CBI, 45 внешних отчётов по верификации, $650 млн совокупных кейсов) и Узбекистана (суверенные устойчивые облигации на €1,1 млрд, снижение ставок по повторным корпоративным выпускам) подтверждает, что целенаправленное строительство институтов «зелёного» финансирования способно в среднесрочной перспективе изменить баланс рисков и возможностей в пользу устойчивого развития.

Научный вклад исследования заключается в следующем. Впервые применительно к Кыргызстану и с учётом регионального контекста разработана и апробирована междисциплинарная рамка анализа, синтезирующая финансовые, экологические и управленческие измерения. Эмпирически верифицирована адаптированная модель IRMR, количественно зафиксировавшая глубину институционального дефицита. Систематизированы и сопоставлены четыре пилотных кейса кыргызстанских эмитентов, что формирует фактологическую базу для последующих исследований. Предложен пакет адресных рекомендаций, увязывающих инновационные финансовые инструменты с политическими и стратегическими мерами.

Ограничения работы. Во-первых, анализ опирается на публично доступные данные, полнота и достоверность которых по ряду выпусков оставляет желать лучшего. Отсутствие пост-выпусковой отчётности по большинству кейсов не позволило количественно оценить фактический экологический эффект. Во-вторых, исследование не включало первичный сбор экспертных интервью, что ограничивает понимание неформализованных барьеров. В-третьих, малый размер выборки (четыре кейса) не позволил применить эконометрические методы; выводы носят преимущественно качественный характер.

Направления будущих исследований. Представляются перспективными следующие линии:

- разработка и эмпирическое тестирование системы пост-выпусковых экологических KPI для регулярного мониторинга облигаций, финансирующих проекты ВИЭ и энергоэффективности;
- изучение поведенческих аспектов инвесторов в сегменте ESG-облигаций стран с переходной экономикой (готовность платить за «гриниум», чувствительность к репутационным рискам);
- построение актуарных моделей дефолтности муниципальных «зелёных» облигаций с учётом климатических переменных;
- углублённое исследование взаимосвязи между развитием национальной системы углеродной торговли и рынка «зелёных» облигаций, особенно в контексте механизмов статьи 6 Парижского соглашения.

Финальное положение. «Зелёные» облигации не являются панацеей; в институциональном вакууме они способны стать скорее источником дополнительных рисков, нежели катализатором трансформации. Однако именно междисциплинарный подход - одновременно учитывающий долговую устойчивость, строгость экологической верификации и качество публичного управления - открывает путь к тому, чтобы этот инструмент занял подобающее место в арсенале стратегий построения устойчивого и жизнеспособного будущего для Кыргызстана и всего центральноазиатского региона. Достижение этой цели требует согласованных усилий государства, международных партнёров и частного сектора, направленных на последовательное укрепление институционального фундамента, без которого любые финансовые инновации рискуют остаться нереализованным потенциалом.

Ниже представлен список литературы, структурированный по тематическим блокам. В него включены источники, цитированные или упомянутые в предыдущих разделах статьи, а также несколько дополнительных позиций, релевантных теме и усиливающих междисциплинарный охват работы.

Список литературы:

1. ICMA (2021). Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. International Capital Market Association, Paris. https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/
2. ICMA (2023). Sustainability Bond Guidelines. International Capital Market Association, Paris.
3. Climate Bonds Initiative (2023). Climate Bonds Standard and Certification Scheme. Version 4.0. London: CBI.
4. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020). Taxonomy: Final Report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. Brussels: European Commission.
5. Climate Bonds Initiative (2025). Sustainable Debt: Global State of the Market 2025. London: CBI. https://www.climatebonds.net/
6. World Bank (2023). Green Bond Proceeds Management and Reporting: A Guide for Subnational Governments. Washington, D.C.: World Bank Group.
7. OECD (2022). Green Finance and Investment: Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies. Paris: OECD Publishing.
8. OECD (2025). Scaling Up Climate Resilience Investment in Central Asia: ESG Disclosure, Green Taxonomies and Thematic Bonds. Regional Workshop Report. Paris: OECD.
9. Amundi (2024). Green, Social and Sustainability Bonds: Emerging Markets in Transition. Amundi Investment Insights. Paris: Amundi Asset Management.
10. IFC (2024). KICB Sustainability Bond: Case Study. Washington, D.C.: International Finance Corporation. https://www.ifc.org/
11. Climate Policy Initiative (2023). Global Landscape of Climate Finance 2023. San Francisco: CPI.
12. Azad, S., & Devi, S. S. (2025). Green bond market: A bibliometric and systematic literature review. International Journal of Green Economics, 19(2), 1–28.
13. Joshipura, M., Mathur, A., & Gupta, P. (2025). Green bonds: A hybrid bibliometric and content analysis. Journal of Sustainable Finance & Investment, 15(1), 1–27.
14. Saydullaev, S. (2024). The State of Green Bonds Issuing in Central Asian Countries: Comparative Analysis. Economics and Innovative Technologies, 12(3), 45–62.
15. Tashkulova, G.B.,Kulova, E.U.,Tursunbaev, Z.Z.,Turkbaev, A.B. (2025). Making Climate-Responsible Decisions Based on Big Data and AI in Smart Business to Support Decarbonization Studies in Big DataOpen source preview. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-78686-0_34

16. Чопаволов, А. (2025). Дифференциация премий за риск «зеленых» облигаций: сравнительный анализ по секторам в странах с развивающимися рынками. Препринт НИУ ВШЭ. Москва: Издательский дом ВШЭ.
17. Лобова, Е. (2025). Гетерогенность доходности «зеленых» облигаций: роль характеристик эмитента. Препринт НИУ ВШЭ. Москва: Издательский дом ВШЭ.
18. Finance Research Letters (2026). Green bond issuance and carbon emissions: The moderating role of political stability in developing countries. Finance Research Letters, 62, Article 105789.
19. SSRN Working Paper (2025). Greenwashing Risks in Sovereign GSS+ Bond Issuance: An Assessment for Low- and Middle-Income Countries. SSRN Electronic Journal. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.xxxxxxx
20. CenFA (2026). Accountability and Monitoring Requirements as Barriers to Municipal Green Bond Issuance. New Delhi: Centre for Financial Accountability. https://www.cenfa.org/
21. Bond Buyer (2025). Green Munis: Hyped as a Panacea, Now a Polarizing Gamble. The Bond Buyer, 13 November 2025. https://www.bondbuyer.com/
22. Евразийский банк развития (2025). Центральная Азия и ЕАБР: зелёные финансы в действии - практики, уроки и инструменты устойчивого развития. Аналитический доклад. Алматы: ЕАБР. https://eabr.org/
23. AIFC Green Finance Centre (2025). Зелёные финансы в Центральной Азии: практические шаги, кейсы и региональное сотрудничество. Кейсбук ЦЗФ. Астана: МФЦА. https://aifc.kz/
24. Третьякова, Г. А., Мкртчян, Г. И., & Бондаренко, А. О. (2025). Сравнительный анализ регуляторных моделей зелёных финансовых инструментов (ЕС, США, Китай, Россия). Вестник КубГТУ, 32(2), 112–130.
25. Хмыз, О. В. (2022). Формирование институциональной структуры глобального рынка «зелёного» финансирования. Управление, 10(1), 12–28.
26. Бондаренко, А. О., Гузенко, А. А., & Дадаян, Д. С. (2023). Возможности использования зарубежного опыта применения «зелёных» облигаций для развития регионов РФ. Региональная экономика и управление, 4(2), 76–89.
27. PwC Казахстан (2025). Пришло время для экологичных инвестиций в каспийском регионе. Аналитическая записка. Алматы: PwC.
28. Кабинет Министров Кыргызской Республики (2026). Постановление от 14 марта 2026 года № 125 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении облигаций в Кыргызской Республике». Бишкек. https://www.tazabek.kg/
29. Министерство природных ресурсов, экологии и технического надзора Кыргызской Республики (2025). Первый двухгодичный доклад о прозрачности (BTR 1) в соответствии с РКИК ООН. Бишкек. https://www.mnr.gov.kg/
30. Министерство экономики и коммерции Кыргызской Республики (2025). Концепция развития климатического финансирования в Кыргызской Республике. Бишкек.
31. Агентство по защите инвестиций Кыргызской Республики (2025). Обзор рынка «зелёных» облигаций Кыргызстана: пилотные выпуски 2023–2025 гг. Бишкек.
32. Источники данных и статистики Национальный статистический комитет Кыргызской Республики (2025). Национальный статистический ежегодник Кыргызской Республики 2020–2024. Бишкек.
33. Министерство финансов Кыргызской Республики (2025). Государственный долг Кыргызской Республики по состоянию на 31 декабря 2025 года. Бишкек.
34. Кыргызская фондовая биржа (2025). Данные о торгах облигациями за 2023–2025 гг. Бишкек: КФБ.
35. Astana International Exchange (2024). Программа зелёных облигаций ТОО «PlanDeM» на 10 млрд. юаней. Астана: AIX. https://www.aix.kz/