

DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-3-46-56  
УДК 336.02(045)  
JEL G15, G18

## Направления развития рынка зеленых облигаций в России в условиях международных санкций

М.Л. Дорофеев

Финансовый университет, Москва, Россия

### АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* – развитие рынка зеленых облигаций после начала специальной военной операции.

*Актуальность статьи* обусловлена объективной необходимостью поиска возможностей для сглаживания негативных эффектов международных санкций на рынок зеленых облигаций, в том числе посредством применения специальных мер государственной поддержки и стимулирования рынка на период, как минимум, адаптации к новым условиям существования в период санкционных ограничений.

*Цели работы* – поиск и оценка возможностей для развития российского рынка зеленых облигаций в условиях экономической войны с коллективным Западом и частичной внешней изоляции экономики России. Для их достижения обоснованы меры по поддержке российского рынка зеленых облигаций на период структурной трансформации российской экономики и создания новой финансовой инфраструктуры для сотрудничества с внешними акторами. В результате применения методов анализа и синтеза, систематизации, классификации и категоризации информации выявлено, что из 46 фондовых бирж разных стран мира, на которых обращаются зеленые облигации, только 12 бирж расположены на территории дружественных стран. После отсечения российского рынка от внешнего сектора у российских эмитентов исчезли возможности для использования услуг международных консалтинговых компаний в области оценки, верификации, аудита и т.п., что в существенной степени затрудняет выход на любые внешние рынки капитала.

*Сделаны выводы* о том, что на переходный период адаптации к существованию в новых условиях необходимо принятие дополнительных мер государственной поддержки российского рынка зеленых облигаций. Требуются существенные усилия по восстановлению позитивного инвестиционного климата на российском финансовом рынке, центральную роль в создании которого принадлежит государству благодаря использованию резервов ФНБ и проведению соответствующей информационной кампании, что позволяет сглаживать остроту проблем переходного периода.

**Ключевые слова:** зеленые облигации; финансовый рынок; устойчивое развитие; государственное регулирование; ESG; зеленые инвестиционные проекты; санкции; Китай; БРИКС

**Для цитирования:** Дорофеев М.Л. Направления развития рынка зеленых облигаций в России в условиях международных санкций. *Экономика. Налоги. Право.* 2023;16(3):46-56. DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-3-46-56

## Directions of Development of the Green Bond Market in Russia under International Sanctions

M.L. Dorofeev

Financial University, Moscow, Russia

### ABSTRACT

*The subject of the study* is the development of the green bond market after the start of a special military operation.

The relevance of this article is due to the objective need to find opportunities to smooth out the negative effects of international sanctions on the green bond market, including through the use of special measures of state support and stimulation of the market for a period of at least adaptation to new conditions of existence.

*The purpose of the work* is to search and evaluate opportunities for the development of the Russian green bond market in the conditions of economic war with the collective West and partial external isolation of the Russian economy. To achieve it, measures are justified to support the Russian green bond market for the period of structural transformation of the Russian economy and the creation of a new financial infrastructure with the external sector.

*As a result* of the application of methods of analysis and synthesis, systematization, classification and categorization of information, it was revealed that out of 46 stock exchanges around the world on which green bonds are traded, only

12 exchanges are located on the territory of friendly countries. After the Russian market was cut off from the external sector, Russian issuers no longer have the opportunity to use the services of international consulting companies in the field of evaluation, verification, audit, etc., which significantly complicates access to any foreign capital markets.

*Conclusions are drawn* that additional measures of state support of the Russian green bond market are necessary for the transition period. Substantial efforts are required to restore a positive investment climate in the Russian financial market, in which the central role belongs to the state through the use of the reserves of the NWF and the conduct of an appropriate information campaign, which will smooth out the severity of the problems of the transition period.

**Keywords:** green bonds; financial market; sustainable development; government regulation; ESG; green investment projects; sanctions; China; BRICS

**For citation:** Dorofeev M.L. Directions of development of the green bond market in Russia under international sanctions. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2023;16(3):46-56. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2023-16-3-46-56

## ВВЕДЕНИЕ

В 2022 г. недружественными странами было введено против финансовой инфраструктуры Российской Федерации<sup>1</sup> рекордное количество санкций, под действие которых попала большая часть российской банковской системы, часть инфраструктуры финансового рынка. В результате были заблокированы резервы ФНБ и значительная часть золотовалютных резервов, введены ограничения на оказание финансовых, страховых, аудиторских и прочих услуг, требующихся для бесперебойного взаимодействия с внешними рынками капитала и расчетов в рамках реализации экспортно-импортных операций.

Попытки обойти введенные ограничения и выстроить новые цепочки взаимодействия с дружественными и нейтральными странами, например посредством использования российской платежной системы «МИР» за рубежом, быстро и эффективно пресекаются властями недружественных стран. Построение новых логистических цепочек в ранее привычных для России областях взаимодействия в технологических и торговых аспектах с внешним миром в настоящее время затруднительно и во многих случаях практически невозможно.

Одним из возможных вариантов ухода от санкций является зеленое финансирование экологических проектов<sup>2</sup>.

С момента зарождения рынка зеленых облигаций в 2007 г. участие в конкурсе «Зеленая премия» выступало одним из важных стимулов для его развития, поскольку эмитент зеленых облигаций получал воз-

можность напрямую окупать дополнительные издержки по подготовке к использованию ценных бумаг для привлечения финансирования [1; 2]. Очевидным и неоспоримым преимуществом использования зеленых облигаций для эмитентов являются повышение их общей инвестиционной привлекательности и улучшение кредитных рейтингов благодаря проработанной системе раскрытия информации, что стимулирует портфельных управляющих покупать больше таких ценных бумаг [3].

Рыночные цены на зеленые облигации более устойчивы в периоды высокой волатильности и оттока ликвидности с финансовых рынков. Зеленые инвесторы реже и менее интенсивно продают такие облигации на вторичном рынке, о чем свидетельствуют данные различных эмпирических исследований<sup>3</sup>.

К наиболее успешным размещениям зеленых облигаций относится продажа облигаций с премией, т.е. если цена зеленых облигаций выше справедливой оценки, в результате которой доходность этого вида облигации оказывается ниже текущей рыночной кривой доходностей облигаций с сопоставимым уровнем риска. Такая премия получила название *greenium* (зеленая премия), и на практике она обусловлена готовностью зеленого инвестора предоставлять эмитенту более дешевое финансирование в целях стимулирования реализации соответствующего зеленого проекта<sup>4</sup>.

Облигации с зеленым статусом торгуются на вторичном рынке с текущей доходностью к погашению на уровне 24–36 базисных пунктов (1 б.п. равен 0,01 п.п.) ниже сопоставимых аналогов без соответствующей

<sup>1</sup> РБК. Путеводитель по санкциям и ограничениям против России. Главное. URL: <https://www.rbc.ru/business/28/02/2022/621a20109a79471f8295dade>.

<sup>2</sup> Интервью И. Э. Торосова «Известиям» 03.06.2021. URL: <https://iz.ru/1172816/valerii-voronov-irina-tcyruleva/odin-iz-variantov-ukhoda-ot-sanktcii-zelenoe-finansirovanie>.

<sup>3</sup> Climate Bonds Initiative (CBI). Green Bond Pricing in the Primary Market H1 2022. URL: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h1\\_2022\\_02g.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2022_02g.pdf).

<sup>4</sup> Примером такой премии является эмиссия зеленых еврооблигаций Банком Японии на общий объем 1.25 млрд долл. США (JBIC 2027 USD ISIN RegS XS 1649236228).

зеленой маркировки [4]. Таким образом, эмпирические исследования показывают, что инвесторы готовы доплачивать за покупку зеленых облигаций, поскольку они получают более высокий уровень прозрачности эмитента и подтверждение того, что инвестиции направляются на цели устойчивого развития.

В статье О.В. Богачевой и О.В. Смородинова [5] исследован недоступный на данный момент ресурс от *Climate Bonds Initiative*<sup>5</sup>, в котором раскрыты лучшие практики и идеи применения методов и инструментов государственной поддержки для интенсификации процессов развития рынка зеленых биржевых облигаций в разных странах в стандартных условиях работы экономики. Результаты этого исследования имеют большую практическую ценность с точки зрения поиска адекватного ответа Правительства РФ на современные вызовы, стоящие перед российским рынком зеленых облигаций.

### МАТЕРИАЛЫ, ИСПОЛЬЗОВАВШИЕСЯ ДЛЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

В исследовательской части статьи использовались следующие материалы:

- 1) обзорные анализы и периодические исследования глобальных инициатив различных рыночных участников (*Climate Bonds Initiative, Sustainable Stock Exchange, The International Capital Market Association* и пр.);
- 2) официальные сайты фондовых бирж более 40 стран мира;
- 3) российские и иностранные исследования тенденций развития рынка зеленых облигаций и проблем оценки зеленой премии;
- 4) исследования механизмов компенсации дополнительных издержек эмитента зеленых облигаций;
- 5) научные публикации о влиянии настроений инвесторов на ценообразование зеленых облигаций и пр.

### ОЦЕНКА ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ВНЕШНЕГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ЗЕЛЕННЫХ ПРОЕКТОВ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ

Жесткие финансовые, инфраструктурные и технологические санкции со стороны США и ЕС в совокупности с серьезными ограничениями на вывод капитала, вве-

денными российским регулятором в начале 2022 г., создали чрезвычайно сложные условия для развития рынка зеленых облигаций в России.

Ликвидность ценных бумаг, т.е. возможность их быстрой продажи по рыночной стоимости, существенно сократилась вследствие полного отсекаения иностранных инвесторов от российского рынка. Кроме этого, имеются риски того, что потенциально заинтересованные в размещении внешних зеленых облигаций российские компании, не попавшие под иностранные санкции, могут быть включены в санкционный список США и ЕС в ближайшей перспективе.

Сложившаяся ситуация сделала практически невозможным размещение внешних зеленых облигаций от Правительства РФ и связанных с ним компаний. Таким образом, существующая инфраструктура российского финансового рынка стала непригодной для иностранных инвесторов. Национальные консультанты, верификаторы, аудиторы и оценщики из списков ВЭБ. РФ не имеют достаточных компетенций для работы на внешних рынках, что значительно ограничивает возможности для проведения выпусков зеленых облигаций российскими эмитентами на внешних рынках.

По всей видимости, на горизонте пяти лет российским зеленым проектам будет очень сложно привлекать иностранное финансирование в евро и долларах США на западных площадках из-за полной блокировки соответствующей финансовой инфраструктуры, которая позволяла делать это до 24 февраля 2022 г. Поэтому у России должна иметься работающая и конкурентоспособная альтернатива для западных биржевых площадок. В то же время остаются возможными эмиссии зеленых облигаций в валютах дружественных стран.

В настоящее время на мировом фондовом рынке функционируют в общей сложности 46 фондовых бирж, на которых проводится листинг долговых ценных бумаг со статусом ESG, в том числе зеленых облигаций<sup>6</sup>. Наиболее крупные биржевые площадки, на которых происходит размещение и обращение зеленых облигаций, расположены:

- 1) в ЕС на фондовой бирже Euronext;
- 2) на американской бирже Nasdaq;
- 3) на трех фондовых биржах Китая (*Shanghai Stock Exchange, Hong Kong Exchanges and Clearing Limited* и *Shenzhen Stock Exchange*)<sup>7</sup> (см. таблицу).

<sup>6</sup> Sustainable Stock Exchange Initiative (SSEI). Stock Exchange Database. URL: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search>.

<sup>7</sup> Climate Bonds Initiative (CBI). Green Bond Segments on Stock Exchanges. URL: <https://www.climatebonds.net/green-bond-segments-stock-exchanges>.

<sup>5</sup> Climate Bonds Initiative (CBI). Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-HSBC%20report%20July%20JG01.pdf>.

В соответствии с принятой Правительством РФ градацией стран мира на три категории (дружественные, нейтральные и недружественные) на мировом финансовом рынке можно выделить 17 фондовых бирж, которые могут использоваться российскими эмитентами зеленых облигаций. Из них 12 бирж, включая Московскую биржу, расположены в дружественных странах и 5 — в нейтральных государствах. Наиболее крупными фондовыми биржами с хорошо развитой финансовой инфраструктурой и системой раскрытия информации являются три китайских площадки. За ними идут четыре фондовые биржи Бразилии, Индии, Индонезии и ЮАР, которые на порядок меньше китайского рынка, но сопоставимы по капитализации и уровню ликвидности с Московской биржей. По состоянию на середину 2022 г. именно эти фондовые площадки являлись наиболее оптимальными каналами для привлечения внешнего финансирования для российских зеленых проектов по уровню ликвидности и глубине фондового рынка.

Исследование международного опыта установления требований к эмиссиям зеленых ценных бумаг со стороны фондовых бирж показывает, что для зеленых облигаций есть общие и специфические требования [6].

Общие требования регламентируются правилами эмиссии в той или иной стране и устанавливаются регуляторами фондового рынка. Специфические требования представляют собой результаты развития нормативов зеленых финансовых инициатив, носящих добровольный характер. Эти требования регламентируются зелеными принципами и международными рекомендациями для фондовых бирж, сформулированными в международной инициативе SSE<sup>8</sup>, а также в руководстве по составлению отчетности для эмитентов от Международной ассоциации рынков капитала (ICMA)<sup>9</sup>.

Оптимальной стратегией для успешной эмиссии зеленых облигаций будет следование международным стандартам во всех аспектах подготовки этого процесса, особенно в части разработки корпоративной политики в области зеленых финансов (*green framework*). Вместе с тем если финансовыми и зелеными посредниками

выступают не международные, а национальные организации, требования к эмитенту по соответствующим стандартам смещаются в сторону локальных нормативно-правовых актов.

## ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЗЕЛЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Зеленая повестка и расширение рынка зеленых инвестиционных проектов в российской экономике принесут существенную экологическую пользу, поскольку в нашей стране накопилось немало проблем с утилизацией мусора, защитой окружающей среды от негативного воздействия добычи полезных ископаемых, встраивания российской экономики в процессы передела рынков, связанного с глобальным энергопереходом [7; 8].

Повышение прозрачности бизнеса за счет массового использования стандартов эмиссии зеленых биржевых облигаций (далее — ЗБО) способствует снижению финансовых рисков и облегчает контроль за обеспечением финансовой стабильности для регуляторов, что является веским аргументом в пользу развития зеленых финансов в России [9–11].

В этой связи должны продолжаться поэтапная интеграция и расширение использования зеленых принципов в работе российской экономики и российского финансового рынка с выстраиванием нового внешнего контура взаимодействия с финансовыми рынками стран БРИКС, а также с введением дополнительных бюджетных и регуляторных стимулов для сектора устойчивого развития Московской биржи (см. *рисунок*).

Целью стимулирующей государственной финансовой политики по поддержке рынка зеленых облигаций должно стать, как минимум, стремление государства компенсировать эмитентам дополнительные расходы на подготовку к эмиссии зеленых облигаций как на внутреннем, так и на внешних рынках. Это возможно за счет субсидирования зеленой премии для российских эмитентов зеленых финансовых инструментов через бюджетную систему и корпорации развития.

Зеленые облигации используются для финансирования национальных проектов и государственных программ, соответствующих принципам зеленой политики, а также для повышения прозрачности деятельности государства [12; 13], сохранения и расширения в перспективе рынка зеленых облигаций, обращающихся на Московской бирже.

Рынок зеленых облигаций может стимулироваться как прямыми бюджетно-налоговые методами, так

<sup>8</sup> SSE guidance on securities regulation. URL: <https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2019/12/SSE-Regulator-Report-compressed.pdf>.

<sup>9</sup> The International Capital Market Association (ICMA) (d). Handbook — Harmonised Framework for Impact Reporting June 2022. URL: Available at: [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-Green-Bonds\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-Green-Bonds_June-2022-280622.pdf).

Таблица / Table

**Фондовые биржи, на которых есть сектор устойчивого развития, а также проводятся выпуск и обращение зеленых облигаций / Stock exchanges that have a sustainable development sector, as well as the issuance and circulation of green bonds**

№	Страна / A country	Статус страны по отношению к РФ* / The status of the country in relation to the Russian Federation*	Наименование биржи / Name of the exchange	Капитализация биржи, млрд долл. США / Capitalization of the exchange, billion US dollars	Виды обращающихся облигаций из сектора устойчивого развития / Types of circulating bonds from the sustainable development sector	Дата запуска сектора ESG / ESG Sector Launch Date
1	Австрия	-1	Wiener Börse Exchange	147,79	Зеленые и социальные облигации	мар.18
2	Англия	-1	London Stock Exchange	3574,56	Зеленые, социальные, голубые и облигации устойчивого развития	июл.15
3			Euronext London	35,31		н/д
4	Аргентина	1	Argentina Stock Exchange BYMA	63,52	Зеленые, социальные и облигации устойчивого развития	сен.19
5	Бельгия	-1	Euronext Brussels	408,58	Зеленые, социальные, голубые и облигации устойчивого развития	н/д
6	Бразилия	1	Brazil Stock Exchange (B 3)	935,58	Зеленые облигации	сен.19
7	Германия	-1	Deutsche Börse (German Exchange)	2503,05	Зеленые облигации	ноя.18
8	Гернси	-1	The International Stock Exchange	623,52	Облигации устойчивого развития	ноя.18
9	Греция	-1	Athens Exchange Group	59,24	Зеленые облигации	н/д
10	Дания	-1	Nasdaq Copenhagen	789,51	Зеленые и социальные облигации	н/д
11	Индия	1	Bombay Stock Exchange	1116,28	Зеленые облигации	июн.19
12	Индонезия	1	Johannesburg Stock Exchange (JSE)	578,63	Зеленые облигации	н/д

Продолжение таблицы / Table (continued)

№	Страна / A country	Статус страны по отношению к РФ* / The status of the country in relation to the Russian Federation*	Наименование биржи / Name of the exchange	Капитализация биржи, млрд долл. США / Capitalization of the exchange, billion US dollars	Виды обращающихся облигаций из сектора устойчивого развития / Types of circulating bonds from the sustainable development sector	Дата запуска сектора ESG / ESG Sector Launch Date
13	Иран	1	Iran Fara Bourse Securities Exchange	48,50	Облигации устойчивого развития	н/д
14	Ирландия	-1	Euronext Dublin	124,08	Зеленые, социальные, голубые и облигации устойчивого развития	н/д
15	Испания	-1	Bolsas y Mercados Españoles (BME)	1024,80	Зеленые, социальные и облигации устойчивого развития	н/д
16	Италия	-1	Borsa Italiana (Euronext)	1610,00	Зеленые и социальные облигации	мар.17
17	Казахстан	1	Kazakhstan Stock Exchange	48,50	Облигации устойчивого развития	2018
18	Канада	-1	TMX Group Inc. (Toronto Stock Exchange)	3264,14	Облигации устойчивого развития	ноя.20
19	Китай	1	Shanghai Stock Exchange	8154,69	Зеленые облигации	мар.16
20			Hong Kong Exchanges and Clearing Limited	4976,49	Зеленые, социальные, голубые и облигации устойчивого развития	июн.20
21			Shenzhen Stock Exchange	6219,83	Зеленые, социальные, голубые и облигации устойчивого развития	н/д
22	Колумбия	0	Bolsa de Valores de Colombia (Colombian Securities Exchange)	90,54	Зеленые, социальные, оранжевые и облигации устойчивого развития	н/д

Продолжение таблицы / Table (continued)

№	Страна / A country	Статус страны по отношению к РФ* / The status of the country in relation to the Russian Federation*	Наименование биржи / Name of the exchange	Капитализация биржи, млрд долл. США / Capitalization of the exchange, billion US dollars	Виды обращающихся облигаций из сектора устойчивого развития / Types of circulating bonds from the sustainable development sector	Дата запуска сектора ESG / ESG Sector Launch Date
23	Латвия	-1	Nasdaq Riga	0,92	Облигации устойчивого развития	янв.18
24	Литва	-1	Nasdaq Vilnius	5,75	Облигации устойчивого развития	янв.18
25	Люксембург	-1	Bourse de Luxembourg (Luxembourg Stock Exchange)	61,19	Зеленые, социальные и облигации устойчивого развития	сен.16
26	Мексика	0	Bolsa Mexicana de Valores (Mexican Stock Exchange)	459,71	Зеленые облигации	авг.16
27	Нигерия	0	Nigerian Stock Exchange	86,14	Облигации устойчивого развития	окт.19
28	Нидерланды	-1	Euronext Amsterdam	1131,87	Зеленые, социальные и облигации устойчивого развития	июн.20
29	Норвегия	-1	Oslo Børs (Euronext)	433,12	Зеленые, социальные, голубые и облигации устойчивого развития	янв.15
30	Панама	0	Latin American Stock Exchange (Latinex)	15,46	Облигации устойчивого развития	н/д
31	Перу	1	Grupo BVL (former Bolsa de Valores de Lima (BVL))	78,07	Зеленые и социальные облигации	н/д
32	Португалия	-1	Euronext Lisbon (Bolsa de Lisboa)	81,63	Облигации устойчивого развития	н/д
33	Республика Корея	-1	Korea Exchange (KRX)	2218,66	Зеленые, социальные и облигации устойчивого развития	июн.20
34	Россия	1	Moscow Exchange	733,03	Зеленые и облигации устойчивого развития, а также нац.проекты	авг.19

Окончание таблицы / Table (continued)

№	Страна / A country	Статус страны по отношению к РФ* / The status of the country in relation to the Russian Federation*	Наименование биржи / Name of the exchange	Капитализация биржи, млрд долл. США / Capitalization of the exchange, billion US dollars	Виды обращающихся облигаций из сектора устойчивого развития / Types of circulating bonds from the sustainable development sector	Дата запуска сектора ESG / ESG Sector Launch Date
35	Сингапур	-1	Singapore Stock Exchange	663,39	Зеленые, социальные и облигации устойчивого развития	н/д
36	Словения	-1	Ljubljana Stock Exchange	10,90	Облигации устойчивого развития	2018
37	США	-1	Nasdaq (Multiple stock exchanges)	22464,54	Облигации устойчивого развития	май.18
38	Тайвань	-1	Taipei Exchange	136,16	Облигации устойчивого развития	май.17
39	Финляндия	-1	Nasdaq Helsinki	359,91	Облигации устойчивого развития	н/д
40	Франция	-1	Euronext Paris	4580,00	Облигации устойчивого развития	н/д
41	Чили	0	Bolsa de Santiago (Santiago Stock Exchange)	663,39	Зеленые и социальные облигации	н/д
42	Швейцария	-1	SIX Swiss Exchange	2327,71	Зеленые и социальные облигации	июл.18
43	Швеция	-1	Nasdaq Stockholm	4400,00	Облигации устойчивого развития	июн.15
44	Эстония	-1	Nasdaq Tallinn	5,70	Зеленые и социальные облигации	н/д
45	ЮАР	1	Johannesburg Stock Exchange (JSE)	1356,59	Зеленые облигации	окт.17
46	Япония	-1	Japan Exchange Group	6544,30	Зеленые и социальные облигации	янв.18

Примечания / Note: \* Тип страны: дружественная = «1»; нейтральная = «0» недружественная = «-1» / \* Country types: Friendly = «1»; neutral = «0» unfriendly = «-1»,

Источник / Source: составлено на основе открытых данных / compiled on the basis of open data Sustainable Stock Exchange Initiative (SSEI). Stock Exchange Database. URL: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search>, Climate Bonds Initiative (CBI). Green Bond Segments on Stock Exchanges. URL: <https://www.climatebonds.net/green-bond-segments-stock-exchanges>.

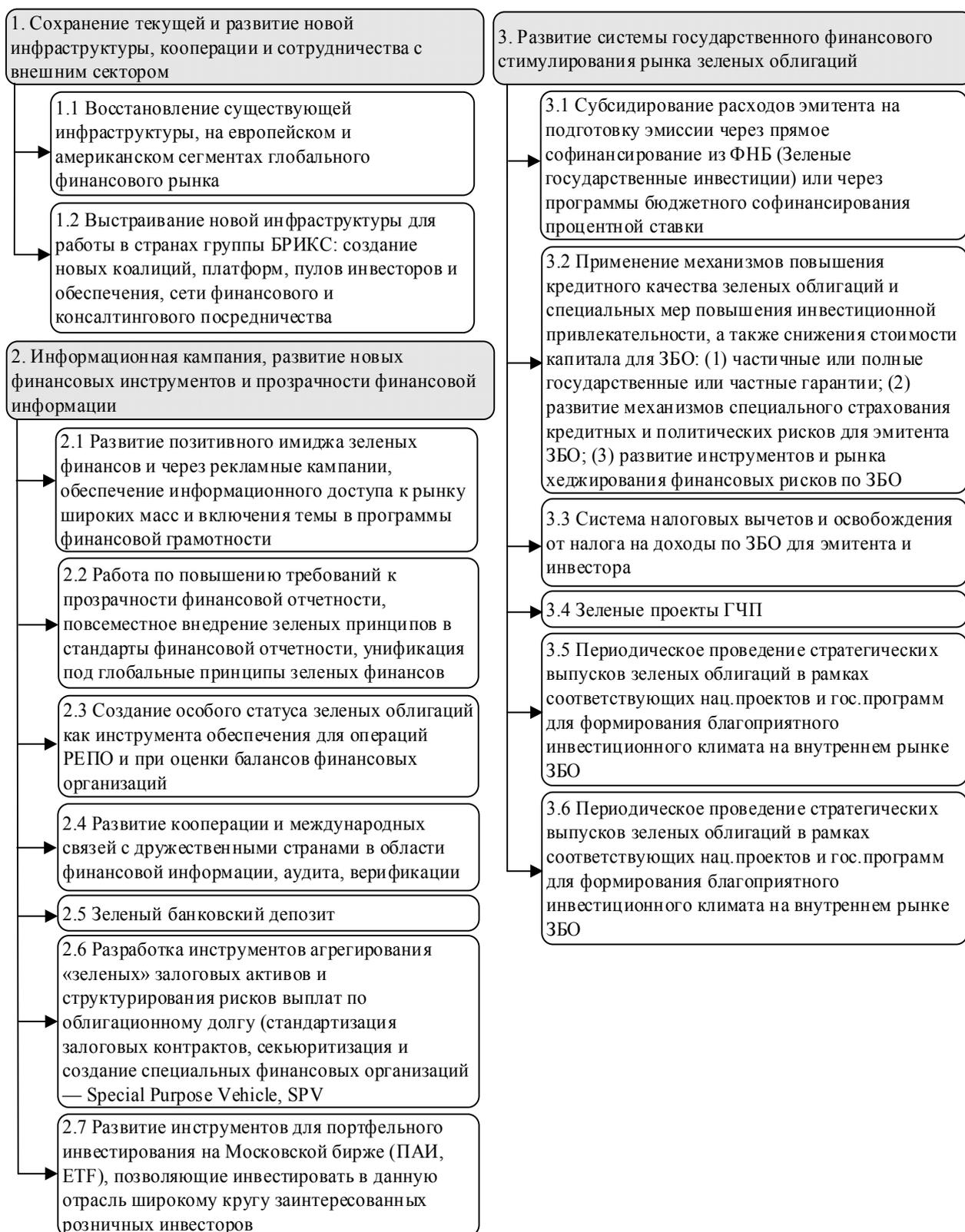


Рис. / Fig. **Направления развития российского рынка зеленых облигаций / Directions of development of the Russian green bond market**

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

и прямыми мерами регуляторного характера. Бюджетное стимулирование рынка зеленых проектов может быть реализовано через программы софинансирования процентной ставки и прямые бюджетные инвестиции (зеленые государственные инвестиции, зеленое ГЧП и т.д.).

Налоговые методы регулирования рынка зеленых облигаций могут быть реализованы посредством предоставления налоговых льгот и налоговых вычетов для разных категорий участников рынка ценных бумаг, в частности благодаря предоставлению возможности применять повышающие коэффициенты отнесения расходов по обслуживанию зеленого долга на себестоимость организации с целью получения дополнительной экономии по налогу на прибыль организаций.

Дополнительные виды налоговых вычетов для зеленых инвесторов должны разрабатываться одновременно с созданием новых финансовых инструментов, например такого инструмента, как зеленый депозит, по которому инвестор, с одной стороны, будет осознанно получать более низкую процентную ставку, чем по обычному банковскому депозиту, а с другой стороны, уплачивать налог на доходы физических лиц по льготной ставке, особенно в части доходов, превышающих 5 млн руб. в год. Таким образом, по совокупному экономическому эффекту зеленый депозит будет выгоднее для кредитной организации и заемщика благодаря более дешевому финансированию, а по совокупности экономических выгод будет не менее привлекателен для инвестора, чем обычный банковский депозит. При этом целесообразно сделать этот депозит безотзывным, а также разработать простой механизм информирования вкладчика о том, что его накопления направлены на целевое финансирование зеленых инвестиционных проектов.

Создание регуляторных стимулов для финансового сектора в совокупности с проведением соответствующих информационных кампаний и созданием позитивного имиджа зеленых финансов позволит перенаправлять на рынок зеленых инвестиционных

проектов часть сбережений физических лиц, объем которых составляет порядка 35 трлн руб.<sup>10</sup>, а также привлекать к участию в зеленых проектах большее количество участников. Даже вложение в российский рынок зеленых облигаций 1% средств населения, имеющихся на банковских депозитах, в российский рынок зеленых облигаций, позволит удвоить его капитализацию. Подрыв доверия частных инвесторов и вкладчиков к финансовым организациям и финансовому рынку в 2022 г. может быть частично восстановлен за счет изменения облика финансового инструмента, который не только способствует решению экологических проблем в стране, но и обладает более высокой прозрачностью и надежностью.

## ВЫВОДЫ

Процедура эмиссии зеленых облигаций имеет много общего с порядком выпуска классических (неокрашенных) аналогов в части ценообразования, подготовки проспекта эмиссии, регистрации выпуска, механизма обеспечения, транзакционных издержек и ряда других стандартных факторов. Ключевым отличием процесса эмиссии зеленых облигаций является добровольное следование эмитентом требованиям зеленых принципов. Оптимальной стратегией для успешной эмиссии зеленых облигаций будет следование международным стандартам во всех аспектах подготовки этого процесса, особенно в части разработки корпоративной политики в области зеленых финансов.

На мировом финансовом рынке можно выделить 17 фондовых бирж, на которых могут размещаться российские эмитенты зеленых облигаций. Повышенный спрос китайских финансовых организаций на зеленые облигации может способствовать развитию финансовой инфраструктуры российского и китайского рынков.

<sup>10</sup> Банк России. Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации. URL: [https://cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review](https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review).

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Дорофеев М.Л. Особенности стоимости капитала на рынке зеленых облигаций. *ЭКО*. 2020;551(5):62–76. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2020–5–62–76  
Dorofeev M.L. Features of the cost of capital in the green bond market/M. L. Dorofeev. *EKO = IVF*. 2020;551(5):62–76. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131–7652–2020–5–62–76
2. Zhang R., Li Y., & Liu Y. Green bond issuance and corporate cost of capital. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2021;69:101626. DOI: 10.1016/j.pacfin.2021.101626
3. Sangiorgi I. & Schopohl L. Why do institutional investors buy green bonds: Evidence from a survey of European asset managers. *International Review of Financial Analysis*. DOI: 10.1016/j.irfa.2021.101738

4. Hyun S., Park D. & Tian S. Pricing of green labeling: a comparison of labeled and unlabeled green bonds. *Finance Research Letters*. 2021;41:101816. DOI: 10.1016/j.frl.2020.101816
5. Богачева О.В., Смородинов О.В. Государственные меры по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций. *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2016;31(3):55–65.  
Bogacheva O.V., Smorodinov O.V. State measures to organize and develop the green bond market. *Research Financial Institute. Financial journal*. 2016;31(3):55–65. (In Russ.).
6. Хмыз О.В. Международный опыт выпуска «зеленых» облигаций. *Экономика. Налоги. Право*. 2019;12(5):132–141. DOI 10.26794/1999–849X-2019–12–5–132–141  
Khmyz O.V. International experience in issuing green bonds. *Economics, taxes & law*. 2019;12(5):132–141. (In Russ.). DOI 10.26794/1999–849X-2019–12–5–132–141
7. Безсмертная Е.Р. Выпуск «зеленых» облигаций как элемент системы защиты окружающей среды. *Экономика. Налоги. Право*. 2019;12(5):61–69. DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–5–61–69  
Bezsmertnaya E.R. Issue of green bonds as an element of the environmental protection system. *Economics, taxes & law* 2019;12(5):61–69. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–5–61–69
8. Muganyi T., Yan L. & Sun H. Green finance, fintech and environmental protection: evidence from China. *Environmental Science and Ecotechnology*. 2021;7:100107 DOI: 10.1016/j.ese.2021.100107
9. Cao X., Jin C. & Ma W. Motivation of Chinese commercial banks to issue green bonds: Financing costs or regulatory arbitrage? *China Economic Review*. 2021;66:101582. DOI: 10.1016/j.chieco.2020.101582
10. De Spiegeleer, Jan and Schoutens Wim. Sustainable capital instruments and their role in prudential policy: reverse green bonds. (July 4, 2019). URL: <https://ssrn.com/abstract>. DOI: 10.2139/ssrn.3415184.
11. Lebel Martin & Jarjir Souad & Sassi Syrine. The effect of issuance documentation disclosure and readability on liquidity: Evidence from green bonds. *Global Finance Journal*. 2022;51:100678. DOI: 10.1016/j.gfj.2021.100678
12. Spinaci S. Green and sustainable finance, Briefing, EPRS, European Parliament, February 2021. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/679081/EPRS\\_BRI\(2021\)679081\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/679081/EPRS_BRI(2021)679081_EN.pdf).
13. Spinaci S. European green bonds: a standard for Europe, open to the world, EPRS, European Parliament, January 2022. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS\\_BRI\(2022\)698870\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI(2022)698870_EN.pdf).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

**Михаил Львович Дорофеев** — кандидат экономических наук, доцент департамента общественных финансов Финансового университета, Москва, Россия

**Mikhail L. Dorofeev** — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of the Department of Public Finance of the Financial University, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0002-2829-9900>

[dorofeevml@yandex.ru](mailto:dorofeevml@yandex.ru)

*Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила 20.02.2023; принята к публикации 25.05.2023.*

*Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 20.02.2023; accepted for publication 25.05.2023.*

*The author read and approved the final version of the manuscript.*