

References:

1. Bondarieva, Kh. (b. d.). Sviati u vyshyvankakh. Kartyny-ikony Oleksandra Okhapkina (Saints Wearing Vyshyvankas. Icon Paintings by Oleksandr Okhapkin. Ukrainian Magazine). URL: <http://ukrainianchi.com/Святі-у-вишиванках-Картини-ікони-Олек/> (data zvernennia: 20.07.2022). (in Ukrainian).
2. Halchenko, S. (2017) Ne ikona, a obraz tvortsia (Not an Scon, but an image of the Creator). *Ukrainska literaturna hazeta*. 2017. 16 cherv. S. 14–15. (in Ukrainian).
3. Interviu z O. Okhapkinym (Interview with O. Okhapkin) (2022) : [besida z Oleksandrom Okhapkinym/ spilkuvalasia Svitlana Dolesko] – lystuvannia – 20 lypnia. S. 4.
4. Koval, H. (2007). Bohorodytsia v ukrainskykh koliadkakh: funktsii, semantyka obrazu (Mother of God in Ukrainian carols: functions, semantics of the image). *Narodna tvorchist ta etnohrafia*. № 6. S. 42–46. (in Ukrainian).
5. Kozyrieva, T. (2018). Kartyna-ikona. Den (Picture-Icon. Day). 13 veres. S. 12. (in Ukrainian).
6. Mykhailova, R. D., Petruk R. I. (2020). Ikona yak predmet zhytlovoho interieru (Icons like interior item). *Art and Design*. № 2. S. 83–91. URL: <https://doi.org/10.30857/2617-0272.2020.2.7> (data zvernennia: 21.07.2022) (in Ukrainian).
7. Palii, N. (2005). Ukrainska ikona. *Pensiia (Ukrainian Icons. Pensiya)*. № 5. S. 42–43. (in Ukrainian).
8. Stepovyk, D. (2004). Istoriia ukrainskoi ikony X–XX stolit (History of Ukrainian Icons of the 10th – 20th Centuries). (2-he vyd.). Lybid (in Ukrainian).
9. Tzuhorka, O. (2019). Obraz bohomateri v ukrainskomu barokovomu ikonopysi: Mynule i suchasnist (Image of the Mother of God in Ukrainian Baroque-Style Icon Painting: the Past and the Present). *Mystetstvoznavchi zapysky*, (35), 144–150 (in Ukrainian).
10. Vilchynska, T. P. (2008). Kontsept-obraz "Bohorodytsia" v ukrainskii etnokulturi (Concept Image of the Mother of God in Ukrainian ethnoculture). *Literaturoznavchi studii*. Vyp. 21, ch. 1. S. 121–128. (in Ukrainian).
11. Zhulynskiy, M. (2000). Khrystyianstvo i natsionalna kultura (Christianity and National Culture). *Bibliia i kultura*, (1), 6–8 (in Ukrainian).

DOI <https://doi.org/10.30525/2592-8813-2022-2-10>

ПЕРСПЕКТИВИ ТА БАР'ЄРИ РОЗВИТКУ РИНКУ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

Анастасія Дубко,

аспірантка кафедри фінансового права

Навчально-наукового інституту права Київського національного університету

імені Тараса Шевченка (Київ, Україна)

ORCID ID: 0000-0001-0266-3386

dubko.anastasiia@gmail.com

Анотація. У статті розкривається сутність та змістовні ознаки такого фінансового інструменту, як зелені облігації, цільове призначення яких полягає у залученні коштів до фінансування проєктів екологічного спрямування, висвітлюються об'єктивні передумови виникнення необхідності започаткування та розвитку ринку зелених облігацій в Україні, а також поточний правовий статус такого виду боргових цінних паперів. Приділяється увага сутності категорії «зелене фінансування», складовим елементом якого прийнято вважати зелені облігації, зокрема – як форму мобілізації коштів для реалізації зелених проєктів. Досліджено поточний стан ринку капіталів в Україні, включаючи ринок боргового капіталу, та визначено бар'єри для функціонування вітчизняного ринку зелених облігацій, серед яких – проблеми економічного (бюджетного, податкового), інституційного, нормативного та політичного характеру. Виявлено перспективи розвитку ринку зелених облігацій в Україні, зокрема, з огляду на потенційну необхідність переформатування вітчизняної енергетичної системи в контексті «зеленого» переходу з огляду на руйнівні наслідки російської збройної агресії 2022 року.

Ключові слова: зелені облігації, ринок зелених облігацій, проєкт екологічного спрямування, зелене фінансування, ринок капіталу, викиди парникових газів.

PROSPECTS AND BARRIERS TO THE DEVELOPMENT OF THE GREEN BONDS MARKET IN UKRAINE

Anastasiia Dubko,

Postgraduate Student at the Department of Financial Law

of the Educational and Scientific Institute of Law of Taras Shevchenko National University of Kyiv (Kyiv, Ukraine)

ORCID ID: 0000-0001-0266-3386

dubko.anastasiia@gmail.com

Abstract. The article reveals the essence and substantive features of such a financial instrument as green bonds, the purpose of which is to attract funds for the financing of green projects, highlights the objective prerequisites for the need to initiate and develop the green bond market in Ukraine, as well as the current legal status of this type of debt securities. Attention is paid to

the essence of the category of “green financing”, a constituent element of which is considered to be green bonds, in particular, as a form of mobilizing funds for the implementation of green projects. The current state of the capital market in Ukraine, including the debt capital market, is studied, and barriers to the functioning of the domestic green bond market are identified, including problems of an economic (budgetary, tax), institutional, regulatory and political nature. Prospects for the development of the green bond market in Ukraine are identified, in particular, given the potential need to reformat the domestic energy system in the context of the “green” transition due to the devastating consequences of Russian armed aggression in 2022.

Key words: green bonds, green bonds market, green project, green financing, capital market, greenhouse gas emissions.

Постановка проблеми. Питання залучення фінансування до так званих «зелених» проєктів, тобто проєктів у сфері альтернативної енергетики, енергоефективності та енергозбереження, як і скорочення викидів парникових газів та загальне зменшення споживання паливно-енергетичних ресурсів вже досить давно стало одним із вагомих пунктів порядку денного вітчизняних органів публічної влади, адже зазначені заходи у довгостроковій перспективі покликані не лише позитивно вплинути на навколишнє природне середовище, а й покращити інвестиційну привабливість та конкурентоспроможність країни у сучасних світових реаліях. Одним із інструментів досягнення поставлених цілей повинно було стати запровадження ринку зелених облігацій в Україні, щодо якого за день до початку повномасштабної російської агресії проти України Кабінетом Міністрів було затверджено Концепцію запровадження та розвитку. На жаль, воєнні дії РФ проти України змусили наші державні інститути перемістити кошти та зусилля із більшості задач розвитку на задачі оборони та подальшої реконструкції та відновлення. І, оскільки дискусія щодо реконструкції уже почалася, непоодинокими є випадки приділення уваги також і «зеленій» реконструкції (Centre for Economic Policy Research, 2022; Cabinet of Ministers of Ukraine, 2022; Ukraine Recovery Conference, 2022). Так, відзначається, що «зелена» відбудова потребує в першу чергу прибирання перешкод на шляху «зелених» інвестицій, як, наприклад, несприятливе регулювання ринку електроенергетики та високі капітальні витрати на самі інвестиції (Low Carbon Ukraine, 2022). Звісно, продовження шляху переходу України до зеленої економіки, зокрема, в контексті фінансування зелених проєктів шляхом емісії зелених облігацій, стикнеться із багатьма бар'єрами, спровокованими, зокрема війною. Проте, не можемо не брати до уваги той факт, що, можливо саме війна стане каталізатором швидшого практичного реформатування України на реалізацію цілей сталого розвитку в контексті збереження безпечного та здорового довкілля.

Основна частина. Перш ніж розпочати виявлення характеристик зелених облігацій як фінансового інструменту та інструменту забезпечення цілей екологічної безпеки, як і аналіз перспектив та бар'єрів розвитку ринку таких облігацій у післявоєнній Україні, варто визначити суть та значення категорії зеленого фінансування як загальносвітової тенденції.

14 липня 2014 року Законом України № 1369-VIII було ратифіковано Паризьку угоду, яка зобов'язала Уряд нашої держави затвердити Оновлений національний визначений внесок України до цієї угоди. Так, Паризька угода, зокрема, зобов'язує країн-учасниць провадити державне регулювання на внутрішньому рівні руху фінансових потоків таким чином, щоб забезпечити не тільки виконання соціально-економічних функцій держави, а й захист навколишнього середовища та пом'якшення кліматично негативних наслідків господарської діяльності (ст. 2 Паризької угоди). Інструментом збалансованого досягнення зазначених цілей повинно стати забезпечення узгодженості потоків фінансових ресурсів із екологічною політикою тієї чи іншої країни. За таким підходом, збереження безпечного та здорового довкілля може бути досягнуто, зокрема, шляхом інвестування в ті проєкти, які потенційно повинні сприяти зменшенню або уникненню викидів парникових газів (GHG emissions), кредитування таких проєктів, а також реалізації такого фінансового інструменту як зелені облігації (Lindenberg, Nannette, 2014). Вищезазначені інструменти за своєю суттю і складають структурний зміст категорії «зелене фінансування», яке може бути визначене як інвестування або кредитування технологій, практик та проєктів, цільовим призначенням якого є забезпечення пріоритетів сталого розвитку в контексті захисту навколишнього середовища.

Оскільки сама тематика зеленого фінансування, зелених інвестицій та зелених облігацій є доволі новим явищем у економічному та правовому полі не тільки України, а й усього світу, теоретичні доробки з цього питання тільки починають з'являтися у вітчизняній науковій площині. Підґрунтям для дослідження здебільшого стали праці зарубіжних спеціалістів із зеленої економіки (D. Zhang, S. Managi, S. Dikau, M. Migorelli, S. Gilbert), а також нормативні та декларативні акти різного юридичного характеру, розроблені європейськими та світовими інституціями, такими як European Commission, World Bank Group, International Finance Corporation (IFC), International Capital Market Association тощо. Варто зазначити, що початок як для наукових, так і публіцистичних досліджень із тематики «зеленого» фінансування було покладено ще у 2016 році, коли «Велика двадцятка» сформувала спеціальну Групу для дослідження зеленого фінансування (Green Finance Study Group – GFSG), а саме – питань, пов'язаних із виявленням можливостей заохочування приватних інвесторів збільшити портфелі зелених інвестицій. Зелене фінансування визначається представниками групи GFSG як фінансування інвестицій, які забезпечують екологічні переваги в більш широкому контексті екологічно сталого розвитку. Ці екологічні переваги включають, наприклад, зменшення забруднення повітря, води та землі, скорочення викидів парникових газів, підвищення енергоефективності при використанні наявних природних ресурсів, а також пом'якшення та адаптацію до зміни клімату та їх супутніх переваг. За такого підходу, зелене фінансування включає зусилля щодо інтерналізації екологічних зовнішніх факторів та коригування сприйняття ризику, щоб стимулювати екологічно чисті інвестиції та зменшувати екологічно шкідливі інвестиції, що, безперечно, впливає на фінансові системи. Зелене фінансування охоплює широкий спектр фінансових установ і класів активів і включає державні та приватні фінанси.

Як зазначають представники ООН з довкілля, мета зеленого фінансування полягає у збільшенні об'ємів фінансових потоків (від банківської діяльності, мікрокредитування, страхування та інвестування) з боку публічного, приватного та некомерційного секторів для забезпечення пріоритетів сталого розвитку (UN Environment Programme). Експерти зазначають, що зелене фінансування може заохочуватися до реалізації в різних секторах економіки шляхом проведення змін в правовому полі країн (імплементація відповідних правових норм), гармонізації державних фінансових стимулів (пільг), узгодження прийняття рішень щодо фінансування у публічному секторі із приписами Цілей сталого розвитку, збільшення інвестицій у чисті та зелені технології (clean and green technologies), фінансування сталої зеленої економіки, яка будується на основі природних ресурсів, збільшення обігу зелених облігацій тощо.

Отже, можемо зробити висновок, що однією із змістовних складових поняття «зелене фінансування» є фінансування проєктів екологічного спрямування (зелених проєктів) шляхом емісії зелених облігацій.

Варто зазначити, що дефініція категорії «проєкт екологічного спрямування» на відміну від більш публіцистичного терміну «зелене фінансування», була нормативно закріплена на національному рівні 01 липня 2021 року із набуттям чинності Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» у редакції Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» №738-IX від 19.06.2020. Так, відповідно до ч. 2 ст. 18 Закону, проєкт екологічного спрямування – це проєкт у сфері альтернативної енергетики, енергоефективності, мінімізації утворення, утилізації та переробки відходів, впровадження екологічно чистого транспорту, органічного землеробства, збереження флори і фауни, водних і земельних ресурсів, адаптації до змін клімату, а також інший проєкт, спрямований на захист навколишнього природного середовища, впровадження екологічних стандартів, скорочення викидів у навколишнє природне середовище.

Зазначений нормативно-правовий акт також визначив окремо осіб, що реалізують відповідні проєкти, та осіб, що їх фінансують. Щодо суб'єктів, яких Закон визначає потенційними реалізаторами проєктів екологічного спрямування, їх закритий перелік становлять наступні учасники ринків капіталу: юридичні особи приватного права (зокрема, учасники державно-приватного партнерства), держава Україна в особі уповноважених органів, за умови прийняття рішення про реалізацію проєкту екологічного спрямування або державної цільової програми щодо здійснення екологічних (зелених) інвестицій, а також Рада міністрів АРК або територіальна громада в особі представницького органу місцевого самоврядування, за умови прийняття рішення про реалізацію проєкту екологічного спрямування. Відповідно до ст. 3 Закону, фінансувати проєкти екологічного спрямування можуть три групи суб'єктів – міжнародні фінансові організації, юридичні особи приватного права (не обмежуючись фінансовими посередниками у вигляді банків та інших фінансових установ) та спеціалізовані фінансові установи, утворені Кабінетом Міністрів України чи іншим спеціально уповноваженим органом, але тільки у випадках та в порядку, визначених законом, яким визначається правовий статус такої установи.

Що ж до самих зелених облігацій як інструменту залучення коштів до проєктів екологічного спрямування, то вищезгаданий нормативний акт у ст. 5 розкриває їхній зміст наступним чином: зелені облігації – це облігації, проспект (рішення про емісію, а для державних облігацій України – умови розміщення) яких передбачає (передбачають) використання залучених коштів виключно на фінансування екологічного проєкту або окремого його етапу. Виходячи із нормативної термінології Закону (ст. 8), який містить також і загальні норми щодо усіх видів цінних паперів, можемо прийти до висновку, що зелені облігації є видом емісійних боргових цінних паперів, адже вони посвідчують відносини позики і передбачають обов'язок емітента сплатити у визначений строк визначену суму коштів. Підставою для виділення такого виду облігацій є проведення класифікації облігацій за критерієм мети використання залучених коштів. Відповідно, метою використання залучених від емісії зелених облігацій коштів є виключно фінансування зеленого проєкту або окремого його етапу.

Відповідно до ст. 18 Закону «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», присвяченій окремо такому виду облігацій, емісію останніх може здійснювати особа, яка реалізує або фінансує проєкт екологічного спрямування. Кошти від розміщення зелених облігацій, відповідно, спрямовуються на фінансування та/або рефінансування витрат такого проєкту, а якщо емітентом таких облігацій виступає держава Україна, кошти від їх розміщення використовуються відповідно до Бюджетного кодексу України. Іншими особливими ознаками зелених облігацій як спеціальної категорії щодо облігацій як таких є наступні:

Вимоги щодо співвідношення кількості проєктів та кількості випусків облігацій: для реалізації одного проєкту екологічного спрямування може бути здійснена емісія декількох випусків зелених облігацій (за умови, якщо загальна номінальна вартість таких емісій не перевищує проєктно-кошторисну вартість проєкту екологічного спрямування, визначену в рішення про здійснення такого проєкту). Разом з тим, емісія одного випуску зелених облігацій може бути здійснена для фінансування декількох проєктів екологічного спрямування;

Суворий контроль за використанням надходжень: особа, яка реалізує/фінансує проєкт екологічного спрямування, зобов'язана забезпечити цільове використання надходжень, що будуть залучені від інвесторів на фінансування та/або рефінансування витрат такого проєкту;

Додаткова документація: якщо емітентом та реалізатором зеленого проєкту є одна особа, рішення про емісію облігацій або проспект облігацій повинні, додатково до вимог цього Закону, включати опис проєкту, його техніко-економічні параметри, строк реалізації, а також розрахунок екологічного ефекту, що очікується від реалізації проєкту. Якщо ж емітентом є особа, яка фінансує проєкти екологічного спрямування, рішення про емісію облігацій

або проспект облігацій повинні також додатково включати опис проєктів, які отримають фінансування за рахунок надходжень від розміщення облігацій, процедури оцінки та відбору проєктів для фінансування та розрахунок екологічного ефекту;

Звітність емітента: річна інформація про емітента зелених облігацій повинна містити окрім регулярної інформації (річна та проміжна звітна інформація про результати фінансово-господарської діяльності) також відомості про поточний стан реалізації проєкту екологічного спрямування, а також обсяг коштів, залучених за рахунок емісії зелених облігацій, та обсяг фактично використаних коштів для реалізації або фінансування такого проєкту.

Як вже було зазначено на початку, задля запровадження та подальшого розвитку ринку зелених облігацій в Україні Кабінетом Міністрів 23 лютого 2022 року було схвалено відповідну Концепцію (Розпорядження № 175-р). Як зазначається у документі, фактичним підґрунтям для запровадження нового фінансового інструменту (зелених облігацій) став цілий перелік об'єктивних факторів, спровокованих загальною низькою пріоритетністю питань захисту довкілля в економічному розвитку нашої держави, а також незбалансованою експлуатацією природних ресурсів. Серед таких факторів: значна енергоємність вітчизняної економіки (порівняно з країнами ЄС), зношення основних фондів, неефективна система публічного управління у сфері охорони довкілля та використання природних ресурсів, включаючи незадовільний рівень контролю за дотриманням релевантного законодавства, неврахування наслідків для довкілля (негативного екологічного ефекту) під час здійснення законотворчості, а також проблеми фінансово-бюджетного характеру. Так, не є достатнім як фінансування природоохоронних заходів та екологічної модернізації з бюджетної системи України, так і кількість фінансових ресурсів у приватному секторі задля потреб реалізації потенційних зелених проєктів. Разом з тим, передбачається, що створення та подальший розвиток ринку зелених облігацій в Україні сприяє позитивним змінам як у соціально-економічній сфері (покращення інвестиційної привабливості, ділового клімату та конкурентоспроможності нашої держави, стимулювання соціально-економічного розвитку в Україні, сприяння виконанню національних стратегічних цілей), так і у сфері охорони довкілля (зменшення обсягу споживання паливно-енергетичних ресурсів у національному енергобалансі, скорочення викидів парникових газів).

Важливо зазначити, що запровадження ринку зелених облігацій в Україні передбачає створення таких передумов як:

- встановлення таксономії проєктів екологічного спрямування, яка повинна відповідати міжнародним критеріям та стандартам, а також запровадження національних нормативів і правил щодо розкриття інформації емітентами, стандартів звітності;

- встановлення режиму акредитації зовнішніх верифікаторів та оцінювачів зелених облігацій;

- запровадження стимулів для розвитку ринку зелених облігацій тощо.

Не менш вагомим є також створення умов для залучення фінансування, зокрема, шляхом сприяння створенню внутрішнього інвестиційного попиту на вкладення в зелені облігації з боку різних категорій інвесторів (включаючи населення), а також підвищення кредитної якості зелених облігацій українських емітентів, сприяння їхньому просуванню на зовнішні ринки капіталу. Із цього приводу маємо зазначити наступне.

Дійсно, Уряд України як держави-учасниці Східного партнерства (Eastern Partnership, EaP), поставив перед собою досить амбітні цілі щодо швидкого розвитку ринку капіталів в контексті виконання зобов'язань щодо зменшення викидів парникових газів та прямування до низьковуглецевого майбутнього. Проте, варто розуміти, що для наслідування тенденції екологізації ринків боргового капіталу в Україні існують доволі вагомі бар'єри, які необхідно буде подолати для досягнення поставлених цілей. Такі бар'єри пов'язані здебільшого із нестабільним політичним середовищем та непередбачуваним вектором економічного розвитку, які не можуть позитивно впливати на забезпечення розвитку місцевих ринків капіталу. До того ж, збройна агресія російської Федерації проти України не тільки знищила вагому частку критичної інфраструктури та створила проблеми логістики, а й спровокувала прискорену інфляцію, скоротила реальний ВВП, зменшила спроможність внутрішнього ринку державного боргу до задоволення фінансових потреб держави. Таким чином, економічний розвиток нашої держави постав під ще більше питання, ніж був до початку повномасштабної війни 2022 року.

Але повернемося до аналізу загальних тенденцій функціонування ринків капіталу в Україні, адже саме стан останніх є ваговою передумовою впливу на функціонування ринку зелених облігацій. Згідно з офіційними даними статистики 2020 року (State Statistical Service of Ukraine), 9% капітальних інвестицій в Україні було профінансовано з державного бюджету, 10% – з місцевих бюджетів, 67% становили приватні інвестиції підприємств та організацій, тоді як лише 7% були профінансовані за рахунок банківських кредитів. У майбутньому ймовірно, що саме приватні інвестиції будуть основним джерелом фінансування заходів екологічного характеру, оскільки бюджетні ресурси залишатимуться явно обмеженими, як і загальна неефективність державного сектору у цій сфері. Однак, враховуючи реформу децентралізації, яка впроваджувалася в Україні протягом останніх років, ймовірно, що органи місцевого самоврядування (які отримали вищий ступінь самостійності у прийнятті інвестиційних рішень, що дозволяє залучати додаткові джерела фінансування відповідних місцевих бюджетів) збільшать свою частку у фінансуванні капітальних інвестицій в Україні. Також цілком ймовірно, що деяка частина інвестицій може бути отримана від боргового фінансування, яке потенційно може включати фінансування облігацій на внутрішньому та зовнішньому боргових ринках, якщо такі ринки стануть життєздатною альтернативою. Щоб використати такий потенціал, розширений випуск облігацій повинен буде підтримуватися сприятливим інвестиційним середовищем, придатним для реалізації якісних та транспарентних проєктів. Вагомим стимулом може також стати вуглецеве ціноутворення (carbon pricing) через оподаткування викидів парникових газів та схему

торгівлі викидами (ETS). Наразі такі інструменти в Україні не використовуються або суттєво не здійснюють стимулювання. Для потенційних міжнародних інвесторів також матиме значення створення належної основи для випуску зелених облігацій – таксономії зелених проєктів, вимог та стандартів звітності, інфраструктури для моніторингу, перевірки та технічного аудиту таких проєктів.

Наразі капіталізація та ліквідність українських облігацій, випущених юридичними особами недержавного сектору економіки, залишаються низькими. Натомість державні облігації домінують на вітчизняному ринку боргового капіталу: понад 95% усіх операцій на організованому фондовому ринку здійснюються саме з державними цінними паперами (National Securities and Stock Market Commission, 2021). Випуск муніципальних облігацій обмежується лише кількома емітентами, і менше десяти українських приватних компаній за останні роки змогли вийти на міжнародні ринки облігацій, випустивши власні єврооблігації (ТОВ «Метінвест Холдинг», ПрАТ «МХП», ТОВ «Кернел Групп», ТОВ «ДТЕК Енерго»). Разом з тим, деякі з цих компаній мають перспективні екологічні проєкти та зможуть у майбутньому випускати зелені облігації на міжнародному рівні. Варто також згадати, що ще в 2019 році ДТЕК Renewables (компанія групи ДТЕК Холдинг) випустила перші українські зелені облігації для фінансування проєктів у сфері відновлюваної енергетики (Sustainalytics, 2019). У листопаді 2021 року ПрАТ НЕК «УКРЕНЕРГО» здійснила дебютний випуск п'ятирічних зелених єврооблігацій на суму 825 мільйонів доларів США (переважно з метою погашення заборгованості перед виробниками відновлюваної енергії) (Interfax-Ukraine, 2021).

Загалом, ми можемо виділити такі об'єктивні бар'єри для розвитку ринку боргових цінних паперів, зокрема – ринку зелених облігацій:

- історія макроекономічної нестабільності та дефолтів, високий рівень доларизації економіки (що перешкоджало емісії національної валюти);
- нерівномірний підхід до оподаткування операцій із борговими цінними паперами (дохід від державних облігацій звільняється від оподаткування, тоді як дохід від корпоративних облігацій оподатковується податком на доходи фізичних осіб та військовим збором – 18% + 1,5%);
- нормативні обмеження щодо співвідношення випуску облігацій та статутного капіталу емітента (25% статутного капіталу);
- проблеми з доступом іноземних інвесторів до місцевого ринку корпоративних облігацій;
- відсутність інституційних інвесторів (приватні пенсійні фонди так і не виникли, страхові компанії обмежені в можливості інвестувати в цінні папери);
- на кредитних ринках домінують банківські установи, оскільки інші потенційні учасники – небанківські фінансові установи – ще не вийшли на цей ринок.

Варто також звернути увагу, що особливого доопрацювання потребують правила щодо прозорості (прозорості) та розкриття інформації у рамках реалізації проєкту екологічного спрямування.

Наразі відповідне вітчизняне законодавство не зобов'язує компанії, зареєстровані на території України, розкривати інформацію про екологічні та соціальні наслідки своєї господарської діяльності. Також на них не покладено обов'язок досягати конкретних ключових показників ефективності (KPI), пов'язаних із їх економічною діяльністю. Лише деякі представники української бізнес-спільноти почали добровільно публікувати інформацію такого характеру. Це безперечно є прикладом позитивної правової поведінки в цьому контексті, адже можливість функціонування зелених облігацій як особливого фінансового інструменту напряму залежить від реально забезпеченої прозорості діяльності компаній, її екологічних та соціальних наслідків.

У березні 2020 року було затверджено Кодекс корпоративного управління та його основні вимоги та рекомендації (NSSMC, 2020). Зазначений нормативний акт було розроблено у співпраці з українськими та міжнародними експертами із урахуванням найкращих світових практик корпоративного управління. Вагомими є те, що розроблений Кодекс корпоративного управління відповідає Рекомендаціям з корпоративного управління Організації з економічного співробітництва та розвитку, чинному законодавству України, а також загальноприйнятим стандартам етичної поведінки. Таким чином, вітчизняним компаніям, які бажають продемонструвати високий рівень корпоративного управління, пропонується дотримуватися рекомендацій, викладених у Кодексі. Цей акт покликаний, зокрема, заохочувати акціонерні товариства ділитися звітністю з екологічних та соціальних питань для забезпечення дотримання цілей сталого розвитку. Широке впровадження найкращих практик корпоративного управління може бути підтримано майбутніми законодавчими формулюваннями, які вимагатимуть розкриття релевантної інформації учасниками ринку зелених облігацій. Закріплення на нормативному рівні також потребуватиме вимога щодо екологічної відповідальності компаній, а не лише обов'язку щодо звітності, оскільки такий вид юридичної відповідальності суб'єкта відносин щодо операцій із зеленими облігаціями також визнається світовим стандартом в контексті реалізації зелених проєктів.

Як і на багатьох ринках, що розвиваються, неліквідність посилює нерозвиненість самого ринку, а ліквідність на ринках облігацій зазвичай пов'язана зі стабільністю попиту. Проте вторинного ринку корпоративних облігацій наразі майже немає (більшість випусків купуються організаторами або андеррайтерами та утримуються до погашення). Деякі перешкоди для розвитку місцевого ринку облігацій (включаючи зелені облігації) знаходяться за межами ринку капіталу та нормативної бази. Перманентні проблеми в галузі публічного управління та невідомість щодо шляху ключових економічних реформ, незадовільний інвестиційний клімат, неефективна судова система також залишаються фундаментальними проблемами для розвитку ринку капіталу в Україні, а відтак – і ринку зелених облігацій як особливого різновиду боргових цінних паперів.

Разом з тим, перспективи розвитку ринку зелених облігацій на теренах нашої держави можуть лежати не тільки в площині взятих Україною міжнародних зобов'язань щодо охорони довкілля та сталого розвитку. Варто взяти до уваги і той факт, що через російську агресію, яка практично зруйнувала нашу енергетичну інфраструктуру, може виникнути питання переформатування вітчизняної енергетики за вектором «зеленого» переходу – енергоефективності, енергозбереження (що також можуть призвести і до енергетичної незалежності держави) та ширшого використання джерел альтернативної енергії та когенерації. Цілком можливо, що при стабілізації воєнної ситуації, фінансовій допомозі партнерських міжнародних інституцій-донорів, а також усуненні вищезазначених бар'єрів нормативного, інституційного та фінансово-бюджетного характеру наряду із запровадженням стимулів податкового характеру реальний ринок зелених облігацій в Україні все ж таки зможе бути доволі ефективним та ліквідним явищем вітчизняної фінансової системи.

Як впливає із усього вищенаведеного, серед потенційних емітентів зелених облігацій в Україні можуть бути, зокрема, держава, муніципалітети, а також приватний бізнес (потенційно – великі платники податків), банківські інституції. Так, наприклад, державна банківська установа «Укргазбанк» уже позиціонує себе як «зелений» банк та може потенційно забезпечувати фінансування проєктів у сфері генерації чистої енергії (clean energy generation), енергоефективності та енергозбереження, зменшення викидів парникових газів. Емітентами зелених облігацій також можуть стати великі агрохолдинги, акції яких обліковуються на зарубіжних фондових біржах, при реалізації проєктів екологічного спрямування у сфері виробництва енергії з біомаси, енергоефективності та енергозбереження, будівництва промислових об'єктів/будівель у відповідності до міжнародних екологічних нормативів сертифікації; транспортні компанії та компанії транспортної інфраструктури національного масштабу при фінансуванні зелених проєктів щодо технічного та інфраструктурного оновлення залізниць, аеропортів та морських портів, а також розвитку екологічно чистих видів міського транспорту (трамвай, швидкісний трамвай, тролейбус, метро, електричка тощо); компанії у секторі енергетики, які управляють активами у сфері видобутку вугілля, виробництва та розподілу теплової енергії, при фінансуванні зелених проєктів у галузі альтернативної енергетики; будівельні компанії при фінансуванні проєктів у сфері будівництва «зелених» будівель (green buildings) відповідно до міжнародних норм «зеленої» сертифікації, реконструкції або капітального ремонту будівель для підвищення їхньої енергоефективності.

Потенційні емітенти повинні будуть демонструвати високий рівень корпоративного управління, прозору фінансову звітність та відсутність у минулому випадків реструктуризації заборгованості, щоб мати можливість випуску зелених облігацій на місцевому та міжнародному ринках капіталу. Відносно нещодавнє послаблення Нацбанком України контролю за рухом капіталу та плани відмовитися від усіх обмежень на такі потоки до 2025 року (Національний банк України, 2021) вже до початку війни сприяли прямим випускам зовнішніх боргових цінних паперів (зокрема, єврооблігацій) українськими емітентами. Ще одним кроком на шляху лібералізації ринку стало рішення НКЦПФР дозволити торгівлю великою частиною таких облігацій на місцевому ринку і завдяки подвійному лістингу розширила ліквідність та привабливість випуску облігацій.

Разом з тим, Уряд України як ще один потенційний емітент зелених облігацій, добре закріпився на місцевому та міжнародних ринках боргових цінних паперів. Однак наразі (у довоєнний період та під час війни) весь випуск облігацій здійснюється для фінансування дефіциту бюджету, і Міністерство фінансів України ще не оголошувало про плани щодо випуску зелених облігацій. У той же час, варто звернути увагу на те, що на інших (зарубіжних) ринках, що розвиваються, центральні органи влади та муніципальні установи можуть бути вагомими каталізаторами для розвитку ринку зелених облігацій. Муніципалітети можуть розглядатися як одна з найбільш кредитоспроможних груп потенційних емітентів облігацій в Україні. Варто зазначити, що за останні 20 років близько 20 муніципалітетів випустили облігації, і не було жодного випадку настання муніципальних дефолтів (у деяких випадках були тільки проведені вимушені реструктуризації муніципальних облігацій, у тому числі, перепрофілювання боргів міста Києва, пов'язаних із реструктуризацією боргу в 2015 році). Проте низькі кредитні рейтинги муніципалітетів за міжнародною шкалою залишаються стримуючим фактором для міжнародних інвесторів та, відповідно, перешкодою для емісії облігацій. З іншої сторони, безперечно, ті муніципалітети, які реалізують інфраструктурні проєкти (енергоефективна реконструкція громадських будівель, тепло-, енерго-, -водопостачання) є доволі перспективною групою потенційних емітентів зелених облігацій. Однак, вірогідно, відсутність інституційної спроможності на муніципальному рівні для підготовки проєктів, як і продовження війни на території України, стануть суттєвими обмеженнями у найближчій перспективі.

Висновки. Отже, ринок зелених облігацій в Україні може потенційно стати тим середовищем, де акумулюватимуться кошти інвесторів різних категорій та рівнів для цілей фінансування проєктів екологічного спрямування. Наразі вже розроблені нормативно-правові акти різної юридичної сили на регулювання відносин у сфері емісії, обігу, визначення правового статусу такого фінансового інструменту як зелені облігації, закріплення стандартів корпоративного управління, застосовуваних до учасників потенційного ринку зелених облігацій (Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», Концепція запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні, Кодекс корпоративного управління тощо), проте, безперечно відповідне законодавство ще потребує доопрацювання та доповнень у відповідності, зокрема, із міжнародними нормативами та стандартами. Так, окремої уваги потребуватимуть вимоги щодо розкриття учасниками ринку зелених облігацій інформації про екологічний та соціальний наслідки своєї господарської діяльності, а також вимоги щодо співвідношення випуску облігацій та статутного капіталу емітента. Оподаткування доходу від зелених облігацій також потребуватиме окремого обміркування законодавця. Окрім необхідності гармонізації

та покращення нормативного базису, для становлення та розвитку ринку зелених облігацій в Україні вкрай важливим є також покращити стан ринку капіталів та інвестиційний клімат у країні, підвищити привабливість емісії корпоративних облігацій як для потенційних інвесторів, так і емітентів, впровадити заходи податкової стимуляції для фінансування в проєкти екологічного спрямування шляхом проведення операцій із зеленими облігаціями. Тільки у своїй сукупності необхідні зміни нормативного, економічного, інституційного та політичного характеру зможуть дати довгостроковий результат у вигляді ефективного функціонування ринку зелених облігацій в Україні, що, у свою чергу, наблизить нашу державу до виконання світових стандартів щодо захисту довкілля, екологічної безпеки та інших елементів сталого розвитку.

References:

1. Rozporyadzhennya Kabinetu Ministriv Ukrainy (2022). Pro skhvalennya Kontseptsii zaprovadzhennya ta rozvytku rynku zelenykh oblihatyiv v Ukraini: vid 23 lyutoho 2022 roku № 175-r (On the approval of the concept of introduction and development of the green bond market in Ukraine) [Elektronnyy resurs] – Rezhym dostupu: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-%D1%80#Text> (in Ukrainian).
2. A Blueprint for the Reconstruction of Ukraine (April 8th, 2022). Centre for Economic Policy Research. URL: <https://cepr.org/content/blueprint-reconstruction-ukraine>.
3. Preparation of Proposals for a Comprehensive Recovery Plan of Ukraine begun (May 5th, 2022). Reforms Delivery Office of the Cabinet of Ministers of Ukraine. URL: <https://www.kmu.gov.ua/en/news/rozpochalasya-pidgotovka-propozicij-do-kompleksnogo-planu-vidnovlennya-ukrayini>.
4. Ukraine's Recovery Plan Blueprint (2022). Ukraine Recovery Conference. URL: <https://www.urc2022.com/urc2022-recovery-plan>.
5. Putting the green reconstruction of Ukraine into action: Requirements for programme design and policy (2022). Low Carbon Ukraine. Policy advice on low-carbon policies for Ukraine. URL: https://www.lowcarbonukraine.com/wp-content/uploads/PP_02_2022_Putting_the_green_reconstruction_of_Ukraine_into_action.pdf.
6. Pro ratyfikatsiiu Paryzkoi uhody: Zakon Ukrainy (2016) № 1469-VIII vid 14 lypnya 2016 roku (On ratification of the Paris Agreement: Law of Ukraine). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1469-19#Text> (in Ukrainian).
7. Definition of Green Finance (2014). Lindenberg, Nanette. German Development Institute. URL: <https://www.cbd.int/financial/gcf/definition-greenfinance.pdf>.
8. Green Financing. UN Environment Programme. URL: <https://www.unep.org/regions/asia-and-pacific/regional-initiatives/supporting-resource-efficiency/green-financing>.
9. Pro rynky kapitalu ta tovarni rynky: Zakon Ukrainy (2006) № 3480-IV vid 23 lyutoho 2006 roku (About capital markets and organized commodity markets: Law of Ukraine). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (in Ukrainian).
10. State Statistical Service Website. State Statistical Service of Ukraine. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
11. Annual report of the National Securities and Stock Market Commission (2021). National Securities and Stock Market Commission of Ukraine. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/en/document/?id=12530000>.
12. DTEK Renewables Green Bond Party Opinion (2019). Sustainalytics. URL: <https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/sustainable-finance-and-lending/published-projects/project/dtek/dtek-renewables-green-bond-second-party-opinion/dtek-renewables-green-bond-framework-second-party-opinion-26-9-2019-pdf>.
13. "Ukrenergo Places 5-Year "Green" Eurobonds for \$ 825 million at 6.875% (November 2, 2021). Interfax-Ukraine. URL: <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/777128.html>.
14. Resolution № 118 of the National Securities and Stock Market Commission of Ukraine on the Code of Corporate Governance: Key Requirements and Recommendations (2020). NSSMC. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/en/document/?id=10687172>.
15. Annual report (2021). National bank of Ukraine. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2021.pdf (in Ukrainian).