

ІНСТИТУЦІОНАЛІЗАЦІЯ РИНКУ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ В КОНТЕКСТІ ПОВОЄННОГО ВІДНОВЛЕННЯ УКРАЇНИ

Фролов А. Ю.

ВСТУП

Останнє століття економічний розвиток країн світу супроводжувався нерациональним використанням природних ресурсів, що призвело до істотного забруднення навколишнього середовища та спровокувало кліматичні ризики. Сьогодні ж в світі відбуваються революційні зміни у ставленні до екології. Питання створення «зеленого» майбутнього, що гарантуватиме сприятливі умови для розвитку людства, виходить за межі міжнародних дискусій на рівень національних місій країн, що підкріплюється їх практичним втіленням.

Разом із глобальним світом Україна втілила мету переходу до більш зеленої та низьковуглецевої моделі економічного розвитку у свої національні стратегії і політику. Амбіційних цілей скорочення викидів парникових газів (на 65% від рівня 1990 року) до 2030 року¹, а також нульових викидів до 2060 року планується досягти шляхом впровадження заходів декарбонізації в усіх енергоємних та вуглецеємних секторах². Масштабне впровадження цих заходів потребуватиме безпрецедентних обсягів фінансування на усіх рівнях, що супроводжуватиметься використанням новітніх інструментів мобілізації капіталу.

Важливу роль у залученні капіталу в проекти, що сприяють переходу до низьковуглецевої економіки, відіграють зелені облігації. Появу зелених облігацій в світі Організація Об'єднаних Націй визнала як «одне з найбільш значущих звершень у фінансуванні низьковуглецевих, стійких до зміни клімату інвестиційних можливостей»³. Поступове зростання попиту на зелені облігації з боку соціально відповідальних інвесторів та, відповідно, збільшення випусків цих цінних паперів, створило сприятливі умови для розвитку відповідного ринку у всьому світі.

¹ Декарбонізація секторів економіки України. URL: <https://ecoaction.org.ua/dekarbonizatsia-ekonomiky-ua.html>

² Про затвердження Національної економічної стратегії на період до 2030 року : постанова Кабінету Міністрів України № 179 від 03.03.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/179-2021-%D0%BF#Text>

³ Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets. URL: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2018/publications-report-sbngreenbond2018>

1. Особливості зелених облігацій як фінансового інструменту

Перше загальноприйняте визначення зелених облігацій походить з термінології Міжнародної асоціації ринків капіталу, що розробила рекомендації учасникам ринку (International Capital Market Association – ICMA) – Принципи зелених облігацій (Green Bond Principles – GBP). В цих рекомендаціях зелені облігації визначаються як будь-який тип облігацій, надходження від розміщення яких будуть використовуватись виключно для фінансування або рефінансування (часткового або повного) нових та (або) існуючих прийнятних «зелених» проєктів⁴. Вважається, що спочатку вони називалися облігаціями «захисту клімату», коли їх вперше в 2007 році емітував Європейський інвестиційний банк. Потім аналогічні цінні папери стали іменуватися «кліматичними» облігаціями, і лише через певний період – «зеленими» в якості узагальнюючого поняття⁵.

Ключовою особливістю зелених облігацій досі вважають наявність екологічних переваг в прийнятних проєктах. В інших аспектах вони мають ті ж самі ознаки, що і інші цінні папери цього типу. Вони так само дозволяють залучати капітал як на внутрішньому, так і на зовнішніх ринках. Зелені облігації торгуються так само і розміщуються у біржовому лістингу. Ціноутворення є аналогічним, і такі ж самі транзакційні витрати. Вони не вирізняються з точки зору кредитного ризику і отримують кредитні рейтинги за тією ж методологією, оцінюються за ризиком як і звичайні облігації.

Сьогодні зелені облігації представляють невелику, але перманентно зростаючу частку світового ринку облігацій. На етапі виникнення ринку зелені облігації здебільшого емітували наднаціональні структури (зокрема, міжнародні банки розвитку), але поступово цей ринок став поширюватись і на інші категорії емітентів: корпоративних (фінансові та нефінансові групи) та публічних (уряд, органи місцевого самоврядування, уповноважені урядом структури). З 2007 по 2024 рік в світі в прийнятні проєкти було залучено фінансування на понад 3,1 трлн доларів США за рахунок випуску зелених облігацій⁶.

Як зазначає Ю. А. Бойтан, зелені облігації фінансують ініціативи з використанням державних, приватних і гібридних фондів для збереження навколишнього середовища, і інвесторам подобаються

⁴ The Green Bond Principles (GBP) 2021 (with June 2022 Appendix 1). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

⁵ Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets. URL: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2018/publications-report-sbngreenbond2018>

⁶ Climate Bonds Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net>

зелені облігації за їхню фінансову винагороду та вплив на навколишнє середовище⁷. Однак на думку М. Кабай, зелені облігації не є панацеєю від зміни клімату. Вони можуть зіграти важливу роль у скороченні викидів вуглецю і, таким чином, пом'якшити зміни клімату. Дослідник наголошує на проблемах, пов'язаних з тим, що зелені облігації не визначені послідовно, і це викликає плутанину при спробі їх класифікувати⁸.

Вважаючи зелені облігації однією з найвидатніших інновацій у сфері сталого фінансування за останнє десятиліття, А. Малтайс та Б. Нюквіст відмічають, що на ринку все ще є перешкоди, які він повинен подолати. Наприклад, має бути консенсус щодо того, що таке «зелений» проект; має бути гарантія того, що ініціативи, які підтримуються зеленими облігаціями, дійсно справляють позитивний вплив на навколишнє середовище; і потрібен спосіб запобігти грінвошингу (greenwashing), коли ініціативи, які насправді не є екологічно чистими, зображуються як такі⁹.

Щоб запобігти грінвошингу GBP чітко визначає п'ять сфер прийнятності для «зелених» проектів, які сприяють досягненню екологічних цілей. Серед них: пом'якшення наслідків зміни клімату, адаптація до зміни клімату, збереження природних ресурсів, збереження біорізноманіття, а також запобігання та контроль забруднення¹⁰. При цьому зустрічаються проекти, що можуть стосуватись більш ніж однієї сфери та відповідно сприяти досягненню декількох екологічних цілей. Тому GBP пропонує розглядати прийнятність «зелених» проектів в рамках 10 категорій:

Перша категорія стосується альтернативної енергетики. Прийнятними вважаються проекти з генерації відновлюваної енергії, її передачі, розподілу, або виробництва, ремонту необхідних для того обладнання і техніки.

Друга категорія сфокусована на проектах енергоефективності. До цієї категорії відносять проекти будівництва та модернізації будівель.

⁷ Boitan, I. A. Sustainable banking systems. In M. Ziolo (Ed.), *Finance and sustainable development*. 2020. pp. 40–60. Routledge. URL: <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781003011132-4/sustainable-banking-systems-iustina-alina-boitan>

⁸ Kabai, M. A panacea or A Pandora's box? – Green bonds financing to mitigate climate change. *Law, Business and Sustainability Herald*. 2022. 2(1), 34–39. URL: <https://lbsherald.org/index.php/journal/article/view/32>

⁹ Maltais, A., Nykvist, B. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020. 1–20. DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>

¹⁰ The Green Bond Principles (GBP) 2021 (with June 2022 Appendix 1). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

Це можуть бути як нові, так і вже існуючі будівлі. Прийнятними вважаються також проекти зі встановлення централізованого теплопостачання енергії, інсталяції розумних електричних мереж. В цій категорії також містяться проекти зі встановлення накопичувачів та збереження енергії, інші проекти з виробництва та ремонту необхідних для того обладнання і техніки.

В третій категорії прийнятними вважаються проекти із запобігання забрудненню та контролю шкідливих викидів в атмосферу. Це можуть бути проекти, що спрямовані на мінімізацію і запобігання утворенню відходів, їх повторного використання. Прийнятними вважаються також проекти контролю за забрудненням парниковими газами, проекти націлені на очищення ґрунтів.

В четвертій категорії зосереджено широкий діапазон проектів з екологічно стійкого управління природними і живими ресурсами, землекористуванням. Заохочуються проекти екологічно стійкого лісового господарства (лісорозведення, відновлення лісів та природних ландшафтів), екологічно стійкого тваринництва, рибальства, а також стійкого землеробства, використання розумних фермерських технологій таких як крапельне зрошення, біологічний захист сільськогосподарських культур.

П'ята категорія спрямована на збереження біорізноманіття, як наземного, так і водного. До цієї категорії, зокрема, відносяться проекти, що спрямовані на захист морських, водних та прибережних середовищ, екосистем, живої природи тощо.

В шостій категорії зібрані проекти, що спрямовані на зменшення шкідливих викидів від транспортних засобів. Тут містяться проекти із розвитку екологічно чистої транспортної інфраструктури і забезпечення екологічних перевезень (залізничним, немоторизованим, мультимодальним транспортом). Зокрема, це можуть бути проекти із заміни як приватного, так і громадського транспорту на електротранспорт або інші транспортні засоби з чистою енергією.

Сьома категорія – стійке водовідведення та управління водними ресурсами. Містить проекти, що націлені на розбудову водної інфраструктури та покращення доступу до чистої (питної) води, очищення стічних вод та регулювання русла річок, створення стійких систем міського дренажу та інших форм захисту від повеней.

Восьма категорія націлена на проекти з адаптації до змін клімату. Це можуть бути проекти зі встановлення систем спостереження за кліматом, проекти інформаційної підтримки та раннього попередження.

В дев'ятій категорії містяться проекти циркулярної економіки та впровадження екологічно-ефективних продуктів, виробничих

технологій і процесів. Зокрема, проекти, мають бути спрямовані на проектування і впровадження ресурсоефективних продуктів, інструментів і послуг, їх екологічного маркування або сертифікації.

Десята категорія – зелені будівлі. Проекти цієї категорії стосуються будівництва за регіональними, національними чи міжнародними стандартам або сертифікатам, що мають екологічні переваги.

Ці десять категорій проектів включають найбільш часто використовувані типи інвестиційних ініціатив, які пропонуються та підтримуються на ринку зелених облігацій. І на сьогоднішній день цей перелік є нестаточним. До проектів також можуть бути включені активи, інвестиції та інші суміжні витрати на проведення науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт.

Численність таких проектних ініціатив перманентно зростає відповідно до розвитку ринку зелених облігацій. При цьому інвестори в зелені облігації хочуть бути впевнені, що їх кошти були вкладені виключно в проекти, які несуть екологічну користь. Тож GBP містить також ключові вимоги і до випусків зелених облігацій. GBP виділяє чотири основних принципи на ринку зелених облігацій:

1. Використання надходжень від розміщення зелених облігацій.
2. Процедура оцінки та відбору проектів.
3. Управління коштами.
4. Звітність¹¹.

Перший принцип полягає в тому, що кошти залучені від емісії зелених облігацій мають цільове призначення і повинні спрямовуватись виключно на реалізацію чітко визначених «зелених» проектів або окремих його етапів. Другий – що мають бути визначені процедури та критерії оцінки і відбору таких проектів. При чому, наводяться рекомендації щоб емітент проводив незалежну зовнішню оцінку власних процесів оцінки та відбору проектів. Третій принцип передбачає, що кошти, отримані від емісії зелених облігацій, повинні обліковуватись окремо шляхом зарахування на окремий рахунок. При цьому метод відокремленого обліку повинен бути зафіксований у внутрішніх документах емітента. Останній четвертий принцип розкриває вимоги до звітності. Емітенти зелених облігацій повинні щорічно формувати звітність та бути готовими надати актуалізовану інформацію інвесторам про використання коштів до погашення цих цінних паперів, а також і після цього – у випадку істотних змін.

¹¹ The Green Bond Principles (GBP) 2021 (with June 2022 Appendix 1). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

На думку А. Малтайс та Б. Нюквіст, зелені облігації заохочують прозорість і відповідальність у сталому фінансуванні¹². І тут варто погодитись з дослідниками. GBP роз'яснює емітентам яким чином оцінювати і відбирати проекти, адмініструвати та використовувати кошти. Для підвищення прозорості GBP пропонує розробляти концепції зелених облігацій, проводити зовнішні огляди¹³. А це означає, що емітент зелених облігацій має підтвердити власні наміри і можливості слідувати загальноприйнятим принципам випуску зелених облігацій в окремому внутрішньому документі, залучаючи для підтвердження випусків незалежну третю сторону.

В концепції зелених облігацій GBP рекомендує емітентам розкривати інформацію про таксономії, екологічні стандарти чи сертифікати, на які посилаються під час відбору проектів. І все більше дискусій на сьогоднішній день виникає навколо таксономій. У світі не існує єдиної загальноприйнятої таксономії, тому учасники ринку капіталу використовують різні, як офіційно визнані країнами, так і ринкові таксономії.

Таксономія – це система класифікації, що визначає види діяльності, активи та (або) категорії проектів, що дозволяють досягати ключових кліматичних, екологічних, соціальних або сталих цілей з посиланням на визначені порогові значення та (або) цілі¹⁴. Така таксономія допомагає інвесторам, емітентам та іншим учасникам ринку орієнтуватися на перехід до низьковуглецевої, більш ресурсоефективної та стійкої до ризиків економіки, розкривати пов'язану з кліматом інформацію. Тому дослідники часто таку таксономію називають «зеленою».

Політики та учасники ринку починають використовувати зелену таксономію як потужний інструмент мобілізації зеленого капіталу для переходу до екологічно сталої економіки. При цьому, фінансові регулятори усвідомлюють, що успішна зелена таксономія потребує стійкого балансу між відповідністю міжнародній практиці, регіональними обставинами та національними екологічними пріоритетами¹⁵. Для підтримки та уникнення фрагментації ринку

¹² Maltais, A., Nykvist, B. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020. 1–20. DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>

¹³ The Green Bond Principles (GBP) 2021 (with June 2022 Appendix 1). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

¹⁴ Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. 2021. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>

¹⁵ Тотева, Е. Зелена таксономія в Україні. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-08/UNDP-UA-green-taxonomy-report-UKR.pdf>

зелених облігацій ICMA видала посібник з рекомендаціями в частині розроблення таксономій Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies¹⁶.

Але досі країни по різному підходять до розробки таксономій. Тож не має повного «консенсусу щодо того, що таке «зелений» проект, і чи дійсно він справляє позитивний вплив на навколишнє середовище», про які наголошували А. Малтайс та Б. Нюквіст¹⁷. Фрагментація та неузгодженість може ускладнити взаємодію між країнами, створити бар'єри для транскордонних інвестицій у «зелені» проекти. А помилкова класифікація проектів як «зелених» може зменшити довіру до ринку зелених облігацій з боку соціально-відповідальних інвесторів.

Разом з тим, Е. Тотева запевняє, що правила зеленої таксономії мають бути динамічними та гнучкими задля інтегрування майбутніх змін на ринках капіталу та розвитку технологій¹⁸. Але зважаючи на дефрагментацію зелених таксономій тут важливо бути обережними, оскільки малодосліджені види діяльності (проекти), з одного боку можуть здаватись екологічними, з іншого – можуть завдавати шкоди іншим екологічним цілям (наприклад, розвиток паперової промисловості за рахунок вирубки лісів, реалізація енергоефективних проектів на підприємствах по видобутку та переробці викопних палив, що в підсумку дає можливість розвивати цей бізнес). Для зменшення ризиків грінвошінгу та виходу з ринків інвесторів нові проекти мають бути досліджені належним чином.

Як показує міжнародний досвід, довіра є одним з ключових факторів для розвитку ринку зелених облігацій. Інвестори хочуть бути впевнені в чесних правилах гри. Тож будь-які помилки в нецільовому використанні коштів, спроби емітентів відійти від задекларованих цілей можуть спровокувати незворотні процеси виходу з країн інвесторів.

Очевидно, що забезпечення соціально справедливого переходу до низьковуглецевої економіки має відбуватись з урахуванням більш широкого діапазону екологічних цілей, що вимагатиме від урядів спеціальної класифікації усіх видів діяльності, які прийнято вважати екологічно сталими. Але для досягнення консенсусу на глобальному ринку зелених облігацій, дотримуючись при цьому «динамічності та

¹⁶ Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. 2021. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>

¹⁷ Maltais, A., Nykvist, B. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020. 1-20. DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>

¹⁸ Тотева, Е. Зелена таксономія в Україні. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-08/UNDP-UA-green-taxonomy-report-UKR.pdf>

гнучкості в національних таксономіях», важливо регулярно узгоджувати спільний набір принципів на міждержавному рівні. Узгодженість проектів та видів економічної діяльності має базуватись на ретельних наукових дослідженнях, незалежних від політичних та економічних інтересів. Об'єктивне оцінювання нових проєктів та наукових знахідок із залученням компетентних міжнародних організацій дозволить усунути відповідні ризики.

2. Організація ринку зелених облігацій в Європейському Союзі

В Європейському Союзі зелені облігації також відіграватимуть ключову роль при переході до низьковуглецевої та сталої економіки. Останні роки європейські інституції комплексно працювали над з'єднанням фінансів зі стійким розвитком. Для емітентів зелених облігацій, інвесторів та інших учасників фінансового ринку в ЄС розроблено надійний стандарт, а також спільні метрики і визначення того, які види діяльності сприяють досягненню екологічних цілей.

В ЄС серйозно ставляться до загроз зміни клімату та погіршення стану довкілля, і щоб подолати ці виклики було схвалено амбітну програму під назвою Європейська зелена угода (European Green Deal). Вона має забезпечити кліматичну нейтральність європейського континенту до 2050 року. Виходячи з цілей цієї програми «подальше економічне зростання не буде пов'язане з використанням ресурсів, і жодна особа, жодне місце не залишиться поза цією угодою». Щоб зробити кліматичну, енергетичну, транспортну та податкову політику ЄС придатною для скорочення чистих викидів парникових газів щонайменше на 55% до 2030 року порівняно з рівнем 1990 року Європейська комісія прийняла ряд пропозицій¹⁹.

Зокрема, було схвалено Стратегію з фінансування переходу до сталої економіки (The EU Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy), в якій йшлося про фінансування переходу, інклюзивність та необхідність запобігання грінвошингу²⁰. Також Європейська комісія схвалила План дій з фінансування сталого розвитку (Action Plan: Financing Sustainable Growth), що визначив пріоритетні цілі з:

а) переорієнтації потоків капіталу на стале інвестування для досягнення стійкого та інклюзивного розвитку;

¹⁹ The European Green Deal / European Commission. URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en

²⁰ Рязанова Н. Європейський вектор сталого розвитку – орієнтир корпоративних і публічних фінансів України. *Фінанси України*, 2023. № 11. С. 86–98. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=5018#

б) управління фінансовими ризиками, що пов'язані з кліматичними змінами, деградацією довкілля, виснаженням ресурсів та соціальними проблемами;

в) стимулювання довгостроковій прозорості в економіці та фінансах²¹.

Стале фінансування, на думку Е. Тотевої, відіграватиме ключову роль у досягненні політичних цілей Європейської зеленої угоди, а також у виконанні міжнародних зобов'язань ЄС щодо досягнення цілей пом'якшення наслідків зміни клімату та сталості. Воно сприятиме спрямуванню державних фінансів і приватних інвестицій у перехід до кліматично нейтральної та стійкої до змін клімату, ресурсоефективної та справедливої економіки як значущого кроку до сталого розвитку наступного покоління²². При цьому Н. Рязанова відмічає, що нормативно-правове забезпечення сталого фінансування має в цьому фундаментальне значення. Досліджуючи нормативно-правову базу вона виділяє шість векторів на яких базується розвиток сталого фінансування ЄС:

- 1) наявність таксономії сталої економічної діяльності ЄС;
- 2) належне розкриття інформації щодо сталого розвитку всіма суб'єктами господарювання;
- 3) урахування екологічних, соціальних та управлінських факторів під час надання фінансових послуг і прийняття інвестиційних рішень;
- 4) належне управління екологічними (включно з кліматом) та соціальними ризиками;
- 5) використання спеціальних фінансових інструментів – зелених та інших маркованих облігацій і позик, які забезпечують фінансові потоки у проекти сталої економіки;
- 6) підвищення фінансової грамотності суспільства у питаннях сталого розвитку²³.

Варто відмітити, що кінцевою метою цього комплексу заходів є не лише зменшення шкідливих викидів за рахунок «озеленення» економіки, а і шлях до сталого у часі економічного та соціального розвитку. Всебічне сприяння «зеленому» зростанню та забезпечення довгостроковій прозорості у фінансово-економічній діяльності

²¹ European Commission. Action Plan: Financing Sustainable Growth. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

²² Тотева Е. Зелена таксономія в Україні. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-08/UNDP-UA-green-taxonomy-report-UKR.pdf>

²³ Рязанова, Н. Європейський вектор сталого розвитку – орієнтир корпоративних і публічних фінансів України. *Фінанси України*. 2023. № 11. С. 86–98. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=5018#

дозволятиме ЄС, у тому числі, швидко нарощувати інвестиції на європейському ринку зелених облігацій.

Регламентом Європейського Союзу щодо створення засад для сприяння стійким інвестиціям визначено шість цілей екологічно сталої економічної діяльності: пом'якшення наслідків зміни клімату; адаптація до кліматичних змін; охорона та збереження водних і морських ресурсів; запобігання й контроль забруднення; захист, збереження і відновлення біорізноманіття та екосистем; перехід до циркулярної економіки. Щоб класифікуватись як «стала», економічна діяльність має відповідати принаймні одній з цих цілей²⁴.

Можна помітити, що для ринку зелених облігацій в GBP виокремлено лише п'ять вищевказаних екологічних цілей, хоча проекти циркулярної економіки вважаються також прийнятними для ринку. Перехід до циркулярної (замкненого циклу) економіки в ЄС супроводжуватиметься окремим планом дій (EU Circular Economy Action Plan), яким визначено заходи, що сприятимуть ресурсозбереженню, а також підвищенню ефективності та конкурентоспроможності в контексті досягнення кліматичної нейтральності.

Одночасно Регламентом ЄС визначено чотири принципи, яким має відповідати стала економічна діяльність, а саме:

1) Мати значний внесок у досягнення однієї або кількох з шести екологічних цілей. Сутність поняття «значний внесок» може залежати від конкретної екологічної цілі. Вимоги відносно того, що є «значним», встановлюються за допомогою технічних критеріїв скринінгу.

2) Не завдавати значної шкоди жодній з інших екологічних цілей. Тобто щоб значний внесок в досягнення однієї екологічної цілі не досягався за рахунок значної шкоди будь якій іншій.

3) Здійснюватися з дотриманням мінімальних соціальних гарантій. Тут важливо «як» ведеться господарська діяльність і чи дотримуються загальноновизнані правила і норми (Керівні принципи Організації Об'єднаних Націй щодо бізнесу та прав людини, Рекомендації Організації економічного співробітництва та розвитку щодо транснаціональних компаній, документи Міжнародної хартії з прав людини, Міжнародної організації праці тощо).

4) Дотримуватися технічних критеріїв скринінгу. Ці критерії дозволять визначати не тільки поняття «значного внеску», а і «не

²⁴ Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

завдавання значної шкоди досягненню жодній з інших екологічних цілей»²⁵.

Європейську таксономію Н. Рязанова вважає наріжним каменем системи сталого фінансування і важливим інструментом прозорості ринку. У ній на основі критеріїв сталої економічної діяльності є можливість оцінити 90 видів економічної діяльності, що представляють понад 93% викидів парникових газів у ЄС²⁶. При цьому, таксономію ЄС не вважають статичною формою права та сприймають як законодавство, що знаходиться в процесі розвитку. У політиків є розуміння, що з часом там можуть з'являтися нові види економічної діяльності, що можуть стати затребуваними часом та прогресом у науковому та технологічному розвитку. Тож кожні три роки її переглядатимуть²⁷. А поки в ЄС розробили таксономічний навігатор (EU Taxonomy Navigator), який допомагає зацікавленим сторонам полегшити розуміння сталої економічної діяльності щоб сприяти виконанню зобов'язань відносно сталого розвитку.

Щонайменше 85% фінансування, що залучається від емісії зелених облігацій має спрямовуватись на економічну діяльність, що відповідає таксономії ЄС. Таку вимогу встановила Єврокомісія в Стандарті зелених облігацій (EU GBS)²⁸. Хоча EU GBS є добровільним та незаконодавчим з точки зору його дотримання. Він створений для:

- а) підвищення довіри до ринку зелених облігацій в ЄС;
- б) сприяння ефективності, прозорості та порівнянності ринку;
- в) заохочення учасників ринку емітувати зелені облігації та інвестувати в них в ЄС²⁹.

Як відмічає Е. Тотева, стандарт ЄС щодо зелених облігацій символізує одну з найбільших змін, що відбулися у сфері сталого фінансування за останні десять років. Це один з найважливіших

²⁵ Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

²⁶ Рязанова Н. Європейський вектор сталого розвитку – орієнтир корпоративних і публічних фінансів України : *Фінанси України*, 2023. № 11. С. 86–98. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=5018#

²⁷ Тотева Е. Зелена таксономія в Україні. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-08/UNDP-UA-green-taxonomy-report-UKR.pdf>

²⁸ European Commission. European green bond standard – Supporting the transition. URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard-supporting-transition_en

²⁹ EU green bond standard usability guide. URL: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

стандартів щодо зелених облігацій у світі³⁰. Він дозволяє корпораціям та державним органам залучати кошти на ринках капіталу для фінансування амбітних великомасштабних проєктів, дотримуючись при цьому жорстких вимог сталого розвитку та захищаючи інвесторів³¹.

EU GBS відповідає кращим ринковим практикам, у тому числі узгоджується з підходами ICMA, що розробила GBP. А тому, зелені облігації в ЄС мають відповідати наступним трьом вимогам:

1. Надходження від розміщення зелених облігацій мають використовуватися виключно для фінансування або рефінансування (як часткового, так і повного) нових та (або) існуючих зелених проєктів, що визначені в EU GBS і представлені у відповідній документації щодо облігацій. Заохочується повна прозорість щодо розподілу надходжень від емісії облігацій.

2. Концепція емітента щодо зелених облігацій має відповідати EU GBS. Зокрема, емітент має добровільно привести зелені облігації у відповідність до усіх аспектів EU GBS, починаючи від оцінки проєктів і використання надходжень, отриманих від розміщення облігацій, до стратегії і процесів розміщення зелених облігацій.

3. Відповідність облігацій емітента має бути підтверджена зовнішнім кваліфікованим верифікатором згідно з вимогами EU GBS³². Зокрема, верифікатор має надати підтвердження щодо своїх екологічних повноважень. Таких верифікаторів наймають на кількох етапах життєвого циклу облігацій, у тому числі для перевірки відповідності проєктів вимогам таксономії ЄС. Зовнішні верифікатори, котрі надають послуги емітентам зелених облігацій ЄС, повинні бути зареєстровані та контролюватися Європейським управлінням ринків цінних паперів (European Securities Markets Authority)³³.

В ЄС переконані, що EU-GBS швидко набуде широкого визнання на ринку, оскільки емітенти та інвестори сприйматимуть його надійним і цілісним. В ЄС зеленими облігаціями можуть фінансувати: фізичні та фінансові активи, як матеріальні, так і нематеріальні; капітальні витрати або частину оборотного капіталу; окремі експлуатаційні витрати

³⁰ Лангнан Чен. Підтримка розвитку ринку зелених облігацій в Україні. URL: <https://www.undp.org/uk/ukraine/publications/supporting-green-bond-development-ukraine-report>

³¹ Тотєва, Е. Зелена таксономія в Україні. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-08/UNDP-UA-green-taxonomy-report-UKR.pdf>

³² European Commission. European green bond standard – Supporting the transition. URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard-supporting-transition_en

³³ Рязанова Н. Європейський вектор сталого розвитку – орієнтир корпоративних і публічних фінансів України. *Фінанси України*. 2023. № 11. С. 86–98. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=5018#

(витрати на технічне обслуговування, пов'язане з зеленими активами, витрати на проведення досліджень або розробок); зелені державні інвестиції або видатки, субсидії. Таким чином він може стати не тільки європейським, а і міжнародним стандартом.

ЄС зробив стандарт зелених облігацій відкритим для всіх типів емітентів (для корпоративних емітентів, всіх типів фінансових установ, а також для суверенних, субсуверенних або посередницьких емітентів). Серед переваг європейського стандарту зелених облігацій Л. Чен, зокрема, виділяє його доступність для будь-якого емітента зелених облігацій, у тому числі для емітентів з-поза меж ЄС³⁴. Таким чином зеленою облігацією в ЄС вважатимуть будь-який тип боргового інструменту, що буде випущений будь-яким емітентом (як європейським, так і нерезидентом) з дотриманням вимог EU GBS.

Разом з тим, EU GBS може застосовуватися до будь-якого типу облігацій, випущених в різних формах і структурі, за умови, що облігація відповідатиме всім вимогам EU-GBS³⁵. Це забезпечить його якнайшвидше прийняття всіма зацікавленими учасниками ринку, що дозволить швидко визначити EU-GBS золотим стандартом на континенті.

Прив'язка EU GBS до таксономії ЄС підвищує довіру інвесторів, що їхні інвестиції будуть використані для проєктів, які мають позитивний вплив на довкілля та соціальний розвиток у довгостроковій перспективі. В цьому є ключове значення таксономії для ринку зелених облігацій. Таксономія дозволяє інвестору зрозуміти в якій мірі проєкти, що будуть фінансуватися (рефінансуватись) від емісії зелених облігацій, охоплюють одну або більше екологічних цілей.

Таким чином, два прозорі і надійні інструменти – стандарт зелених облігацій і таксономія, що ЄС створив для емітентів зелених облігацій всього світу дозволяє їм фінансувати законні зелені проєкти. Хоча ці інструменти так само важливі і для інвесторів, які купують зелені облігації, оскільки вони можуть легше оцінювати, порівнювати свої інвестиції та довіряти, що вони насправді сталі, тим самим зменшуючи ризики, пов'язані з грінвошингом.

³⁴ Лангнан Чен. Підтримка розвитку ринку зелених облігацій в Україні. URL: <https://www.undp.org/uk/ukraine/publications/supporting-green-bond-development-ukraine-report>

³⁵ EU green bond standard usability guide. URL: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

3. Створення умов для розвитку ринку зелених облігацій в Україні

В Україні також прийнято певну нормативно правову базу для розвитку ринку зелених облігацій. Зокрема, Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», що був викладений в редакції Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 19.06.2020 № 738-IX. Цим Законом було введено в обіг зелені облігації як підвид цінних паперів та встановлено правила для учасників ринку.

Законодавством встановлено, що зелені облігації – це облігації, умови розміщення (проспект емісії, рішення про емісію) яких передбачають використання залучених коштів виключно на фінансування проекту екологічного спрямування або окремого його етапу. При цьому, проектом екологічного спрямування вважається проект 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 проект, спрямований на захист навколишнього природного середовища, впровадження екологічних стандартів, скорочення викидів у навколишнє природне середовище³⁶. Таке визначення зелених облігацій і перелік проектів екологічного спрямування цілком відповідає міжнародній практиці.

Але дискусійним залишається встановлене коло емітентів зелених облігацій. Емісію зелених облігацій відповідно національного законодавства може здійснювати особа, що реалізує або фінансує проект екологічного спрямування. При цьому Закон чітко розділяє емітентів на осіб, що «реалізують» та «фінансують» проекти екологічного спрямування, визначаючи коло таких осіб. Зокрема, особою, що реалізує проект екологічного спрямування, визнаються: рада міністрів АР Крим, територіальна громада в особі представницького органу місцевого самоврядування; держава Україна в особі уповноважених органів; юридична особа приватного права. Фінансувати проект екологічного спрямування можуть: спеціалізована фінансова установа, утворена Кабінетом Міністрів України чи іншим спеціально уповноваженим органом; юридична особа приватного права, зокрема банк, інша

³⁶ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : Закон України № 738-IX від 19.06.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>

фінансова установа; міжнародна фінансова організація³⁷. І хоча встановлений перелік емітентів відповідає міжнародній практиці, їх розподіл на групи є унікальною особливістю національного нормотворення, що не було зафіксовано в законодавстві жодної юрисдикції.

Разом з тим, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України рішенням від 07.08.2021 №493 схвалила Рекомендації щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій³⁸. В цьому документі представлені найкращі світові практики в частині формування концепції (політики) емітента по випуску зелених облігацій, процедур оцінки і відбору проєктів, цільового використання коштів, формуванні звітності про вплив проєктів на довкілля. Цим рішенням регулятор дає роз'яснення яким принципам має слідувати емітент щоб залучати кошти шляхом випуску зелених облігацій, у тому числі в частині залучення зовнішнього незалежного контролера (верифікатора), управління екологічними і соціальними ризиками тощо.

Також з урахуванням нормативних документів та методичних рекомендацій провідних учасників глобального та європейського ринків капіталу, у тому числі Міжнародної асоціації ринків капіталу (ІСМА), Європейської комісії, Світового банку та Міжнародної фінансової корпорації регулятором були розроблені та схвалені додаткові рекомендації:

а) Щодо підготовки звітності про вплив на довкілля проєктів екологічного спрямування, які повністю або частково фінансуються та (або) рефінансуються коштами, що виручені від розміщення зелених облігацій (рішення НКЦПФР від 07.02.2024 № 157)³⁹. В цьому документі містяться довідкові матеріали та шаблони звітності. Це по суті основа національної зеленої таксономії, оскільки в рекомендаціях представлені ключові показники для оцінки екологічного ефекту та сталості для кожної категорії проєктів екологічного спрямування. Однак відсутні порогові значення.

³⁷ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : Закон України № 738-IX від 19.06.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>

³⁸ Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансуванню проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій : Рішення НКЦПФР № 493 від 07.07.2021. URL: https://saee.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji_NKTSPFPR.pdf

³⁹ Про схвалення Рекомендацій щодо підготовки звітності про вплив на довкілля проєктів екологічного спрямування, які повністю або частково фінансуються та (або) рефінансуються коштами, що виручені від розміщення зелених облігацій : Рішення НКЦПФР №157 від 07.02.2024. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=15507520>

б) Щодо відбору проєктів екологічного спрямування для їх повного або часткового фінансування та/або рефінансування коштами, що виручені від розміщення зелених облігацій (рішення НКЦПФР № 433 від 10.04.2024). В цьому документі містяться загальні положення щодо відбору та ідентифікації проєктів як екологічно сталих відповідно до вимог законодавства України та з урахуванням міжнародно визнаних принципів, класифікацій, стандартів тощо. Ці рекомендації розроблені для сприяння прозорому і аргументованому відбору українськими емітентами проєктів на основі міжнародно визнаних підходів, таксономії ЄС, інструкцій ІСМА тощо, що дозволить унеможливити грінвошінг, підвищить довіру з боку іноземних та внутрішніх інвесторів⁴⁰.

При цьому Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», встановлено, що порядок відбору та супроводження проєктів екологічного спрямування, які фінансуються за кошти державного і місцевих бюджетів, встановлюється Кабінетом Міністрів України з урахуванням вимог Закону України «Про державну допомогу суб'єктам господарювання». Це також є особливістю національного законодавства, що введена з метою контролю за спрямуванням бюджетних коштів державними емітентами. Розробка цього правового документу також має бути нерозривно пов'язана з таксономією, оскільки відбір прийнятних державних проєктів має так само базуватись на метриках встановлених таксономією. Відсутність відповідного нормативно-правового акту наразі блокує процес залучення коштів шляхом випуску зелених облігацій державою та уповноваженими державою структурами, органами місцевого самоврядування.

Варто відзначити, що розпорядженням від 23.02.2022 № 175-р. уряд схвалив Концепцію запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні⁴¹. В цьому документі Кабінет Міністрів України визначив ряд напрямів і завдань, що сприятимуть розвитку українського ринку зелених облігацій, у тому числі що стосується механізмів сприяння залученню зеленого фінансування в проєкти екологічного спрямування, підтримки емітентів та розробки стимулюючих програм. Але оскільки це розпорядження було прийнято урядом за день до повномасштабного

⁴⁰ Про схвалення Рекомендацій щодо відбору проєктів екологічного спрямування для їх повного або часткового фінансування та/або рефінансування коштами, що виручені від розміщення зелених облігацій : Рішення НКЦПФР № 433 від 10.04.2024. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=18958616>

⁴¹ Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні : Розпорядження Кабінету Міністрів України № 175-р від 23.02.2022. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-%D1%80#Text>

російського вторгнення, це напевно змістило пріоритети в частині розбудови відповідного ринку.

При цьому О. Щербакова відмічає, що після завершення війни Україна матиме колосальні потреби у відновлювальних інвестиціях. «Розвиток ринку зелених облігацій відкриє нові можливості фінансування критично необхідних Україні проєктів на сучасному кліматично нейтральному технологічному рівні. Досягнення вуглецевої нейтральності необхідне для виконання вимог вступу до ЄС і підвищення енергетичної безпеки»⁴². І тут варто погодитись з дослідницею.

Після російського вторгнення міста і території України, їх інфраструктура зазнали величезних руйнувань. Збитки від регулярних російських обстрілів щодня збільшуються. Зважаючи на широкий діапазон кола емітентів зелених облігацій, можливості їх емісії як на внутрішньому, так і зовнішньому ринках капіталу, цей інструмент може стати корисним не тільки з точки зору переходу на низьковуглецеву економіку, а і в контексті повоєнної відбудови України.

За даними, що наводить Київська школа економіки (KSE), найбільших збитків внаслідок російських обстрілів було завдано житловому фонду України. На початок 2024 року суму збитків від руйнувань будівель оцінювали у 58,9 млрд. доларів США⁴³. Будівельні компанії могли б долучитись до повоєнної відбудови країни емітуючи зелені облігації для реалізації проєктів будівництва житла відповідно до міжнародних стандартів «зеленого будівництва». При цьому будівельні компанії мають бути достатньо прозорими та кредитоспроможними, щоб привернути увагу інвесторів.

Для управління випуском зелених облігацій уряд України також може уповноважити державну установу емітувати зелені облігації від імені уряду. Оптимальну структуру для цього вже зараз має ДУ «Фонд енергоефективності». Залучення додаткового фінансового ресурсу шляхом випуску зелених облігацій дозволило б цій установі примножити проєкти з реконструкції та капітального ремонту будівель, а також підвищити їх клас енергоефективності.

Окрім будівель, половина енергетичної інфраструктури України постраждала від російських обстрілів. Сума збитків від російських атак

⁴² Щербакова, О. Роль зелених облігацій у фінансуванні сталого розвитку. *Економіка України*. 2023. № 12(745). С. 3–22. URL: http://economyukr.org.ua/?page_id=774&aid=663

⁴³ KSE Institute. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zagalna-suma-zbitkiv-zavdana-infrastrukturii-ukrayini-zroslo-do-mayzhe-155-mlrd-otsinka-kse-institute-stanom-na-sichen-2024-roku>

вже сягнула понад 56,5 мільярдів доларів США⁴⁴. Тож компанії, які оперують активами теплогенерації та дистрибуції енергії, можуть впроваджувати проекти з альтернативної енергетики залучаючи шляхом випуску зелених облігацій додатковий фінансовий ресурс.

Варто відзначити, що найбільші енергетичні компанії України вже мали досвід у випуску зелених облігацій на міжнародних ринках. У 2019 році ДТЕК ВДЕ емітувала зелені облігації на суму 325 мільйонів євро зі ставкою 8,5% річних та строком обігу 5 років. Кошти були направлені на розвиток потужностей у відновлювальній енергетиці, зокрема на будівництво трьох сонячних та однієї вітроелектростанцій⁴⁵. А у 2021 році НЕК «Укренерго» здійснила випуск п'ятирічних зелених облігацій на суму 825 мільйонів доларів США з дохідністю 6,875%. Кошти компанія залучала для погашення заборгованості перед виробниками електроенергії з відновлюваних джерел енергії, а також для фінансування інших «зелених» енергетичних проєктів⁴⁶. Наступні емісії зелених облігацій дозволять цим компаніям залучати більш дешевий фінансовий ресурс. Надання так званих «зелених премій» емітентам при наступних випусках зелених облігацій є поширеною практикою серед екологічно орієнтованих інвесторів.

Величезний потенціал випуску зелених облігацій матимуть і транспортні компанії національного масштабу. Вони можуть запропонувати проєкти з технічної та інфраструктурної модернізації залізниці, аеропортів, морських портів, проєкти з розвитку екологічно чистих видів міського транспорту (трамвай, швидкий трамвай, тролейбус, метро тощо). Питання розгляду випуску зелених облігацій, зокрема, доцільно розглянути ПАТ «Укрзалізниця», що є активним гравцем на зовнішніх ринках капіталу та регулярно залучає фінансування шляхом випуску корпоративних облігацій.

Допомогти у повоєнній відбудові могли б і сільськогосподарські холдинги, які мають лістинг на закордонних фондових біржах. Проєкти генерації енергії з біомаси, відходів і сміття сьогодні дуже актуальні для держави та користуються великим попитом серед екологічно орієнтованих інвесторів. Але для виходу на зарубіжні ринки потенційним емітентам доведеться продемонструвати високий рівень

⁴⁴ KSE Institute. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zbitki-ta-vtrati-energetichnogo-sektoru-ukrayini-vnaslidok-povnomasshtabnogo-vtorgnennya-rosiyi-perevishhili-56-mlrd-otsinka-kse-institute-stanom-na-traven-2024-roku/>

⁴⁵ ДТЕК випустила «зелені» облігації. *Українська Енергетика*. 2019. 06 лис. URL: <https://ua-energy.org/uk/posts/dtek-vypustyla-zeleni-oblihitsii>

⁴⁶ «Укренерго» випустило зелені єврооблігації на 825 млн доларів. *Українська Енергетика*. 2021. 03 лис. URL: <https://ua-energy.org/uk/posts/ukrenerho-vypustilo-zeleni-ievrooblihitsii-na-825-mln-dolariv>

корпоративного управління, прозорість фінансової звітності та відсутність випадків несправедливого поводження з кредиторами.

Потенційною групою емітентів зелених облігацій в Україні також можуть стати банки і фінансові установи. Зокрема, емітувати зелені облігації може «Укргазбанк», який позиціонує себе як «зелений» банк. Проекти, що впроваджуються клієнтами банку, зокрема з виробництва «чистої» енергії, енергоефективності та декарбонізації спонукатимуть вже в короткостроковій перспективі банки розглянути питання із запуску програм емісії зелених облігацій на міжнародному ринку.

Але особливу роль у випуску зелених облігацій відіграватимуть публічні емітенти: Україна в особі уповноважених органів, органи місцевого самоврядування. Вони відбиратимуть найбільш важливі для суверенних випусків зелених облігацій проекти екологічного спрямування та здійснюватимуть виїзні презентації для залучення міжнародних інвесторів. Можливість суверенного випуску зелених облігацій на зарубіжних ринках дозволить залучити більший обсяг коштів, ніж це було б можливо на внутрішньому ринку. Також це дозволить залучати кошти на довший термін ніж це дозволяє локальний ринок. Таким чином в короткостроковій перспективі може зменшуватись навантаження на місцевий бюджет.

Україна регулярно розміщує суверенні облігації на міжнародних ринках капіталу так звані «єврооблігації». Успішне проведення розрахунків за єврооблігаціями засвідчило про довіру та підтримку країни зі сторони міжнародної інвестиційної спільноти. Випуск зелених облігацій урядовими органами може стати альтернативою міжнародним кредитам та програмам міжнародно-технічної допомоги, що наразі надаються Україні для відновлення інфраструктури, пошкодженої внаслідок бойових дій.

Випуск зелених облігацій мають розглянути і органи місцевого самоврядування. За часи незалежності України близько 20 міст емітували облігації для будівництва когенераційних станцій, реконструкції та капітального ремонту житлового фонду, теплових мереж, систем тепло- і гарячого водопостачання. Було багато проектів з реконструкції мереж зовнішнього освітлення міст, впровадження енергозберігаючих технологій на комунальних підприємствах. Позитивна історія випусків місцевих облігацій і відсутність муніципальних дефолтів дозволяють привернути увагу міжнародних інвесторів і до зелених облігацій міст.

Доцільно також якщо уряд України створить спеціальну фінансову установу для випуску зелених облігацій і відновлення України. У такому разі організаційна структура цієї установи, її фінансова та операційна

моделі будуть ретельно розроблені, спираючись на досвід формування подібних інститутів у всьому світі. А отже буде забезпечена найбільш правильна структура для управління випуском зелених облігацій. Ця установа матиме кредитний рейтинг на рівні суверена та бездоганну репутацію на фондовому ринку, що впливатиме на потенційний інтерес соціально відповідальних інвесторів. І попит на зелені облігації, випущені цією установою, може бути вищим ніж на відповідні цінні папери, емітовані іншими державними інститутами.

Бар'єром у випуску зелених облігацій потенційними емітентами може стати низький рівень кредитного рейтингу України, що відноситься до неінвестиційної категорії. Хоча перешкода низьких кредитних рейтингів потенційних емітентів зелених облігацій може бути подолана за рахунок механізмів поліпшення кредитної якості, зокрема, надання повних або часткових кредитних гарантій закордонним та місцевим інвесторам міжнародними банками розвитку. В Україні вже існує багато прикладів, коли ці інститути погоджувалися гарантувати своєчасну або часткову оплату основної суми боргу та відсотків інвесторам. Такі гарантії здатні підвищити рейтинг неінвестиційної категорії зелених облігацій України та дозволять досягти рейтингу інвестиційного рівня емітентам, що будуть готові відновлювати територію та інфраструктуру України за новими «екологічними» стандартами.

ВИСНОВКИ

Перспективним інструментом залучення фінансування у повоєнне відновлення України можуть стати зелені облігації. Сьогодні ці цінні папери набувають дедалі більшої популярності на боргових ринках капіталу і користуються неабияким попитом серед соціально відповідальних інвесторів. За останні роки глобальний ринок зелених облігацій продемонстрував здатність розвиватися, поширюючи серед учасників ринку капіталу стандарти і практики, що поєднуються з позитивним впливом на довкілля і вимірюються належним чином.

Отримання Україною статусу кандидата на вступ до ЄС визначило вектори інституціоналізації ринку зелених облігацій в Україні. Стандарт ЄС щодо зелених облігацій і європейська таксономія лишаються найбільш ефективними рішеннями для України. Однак попри численну розробку законодавчих та інших нормативно-правових актів в Україні, що встановлюють структуру зелених облігацій і рекомендовані процедури, концепцію запровадження відповідного ринку, досі відсутнє стратегічне бачення щодо розвитку ринку зелених облігацій в контексті повоєнної відбудови. Для цього будуть потрібні узгоджені зусилля

ключових урядових і галузевих гравців, а також задекларований політичний курс, що робитиме країну привабливою для соціально відповідальних інвесторів.

У стратегії розвитку ринку зелених облігацій для повоєнної відбудови України уряд має передбачити початкову ліквідність і обсяг випуску суверенних зелених облігацій. Для цього відбиратимуться надійні загальнодержавні і місцеві проєкти національного значення, що будуть використані як базові активи. Ринок зелених облігацій дозволить здійснювати відновлення за новими екологічними принципами і відкриватиме нові можливості для будівельних, енергетичних, транспортних корпорацій, що пропонуватимуть екологічні проєкти і активи. Подальша інституціоналізація ринку зелених облігацій та імплементація європейських стандартів, сприятиме залученню міжнародних організацій і донорських установ, що надаватимуть підтримку українським емітентам в прийнятних для ринку видах економічної діяльності.

АНОТАЦІЯ

Сьогодні людство стикається з серйозними викликами, зумовленими зміною клімату та деградацією навколишнього середовища. Щоб забезпечити соціально справедливий перехід до низьковуглецевої економіки країни розробляють плани декарбонізації й скорочення викидів до нуля, а на фінансових ринках створюються нові правила інвестування і ведення бізнесу. В світі все більшу увагу звертають на зелені облігації, що дозволяють залучати капітал на фінансування кліматичних цілей, відмічають їх екологічну спрямованість і прозорість.

Для досягнення кліматичних цілей в ЄС запроваджується правова основа для спеціальної класифікації усіх видів діяльності, які прийнято вважати екологічно сталими. Зелені облігації розглядають з урахуванням більш широкого діапазону екологічних цілей. Щоб емітенти зелених облігацій не відходили від задекларованих екологічних цілей на європейському ринку було розроблено континентальний стандарт.

Автором досліджено принципи глобальному ринку зелених облігацій. Розкрито загальноприйняті стандарти та керівні акти, яких рекомендовано дотримуватись учасникам ринку зелених облігацій. Розглянуто підходи організації ринку зелених облігацій в Європейському Союзі та Україні. Надаються пропозиції щодо використання зелених облігацій в Україні для досягнення кліматичної нейтральності та залученню зовнішнього боргового капіталу на екологічні цілі в контексті повоєнної відбудови.

Література

1. Декарбонізація секторів економіки України. URL: <https://ecoaction.org.ua/dekarbonizatsia-ekonomiky-ua.html>
2. Про затвердження Національної економічної стратегії на період до 2030 року : постанова Кабінету Міністрів України № 179 від 03.03.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/179-2021-%D0%BF#Text>
3. Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets. URL: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2018/publications-report-sbngreenbond2018>
4. The Green Bond Principles (GBP) 2021 (with June 2022 Appendix 1). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guide-lines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>
5. Climate Bonds Initiative, URL: <https://www.climatebonds.net>
6. Boitan, I. A. Sustainable banking systems. In M. Ziolo (Ed.), *Finance and sustainable development*. 2020. pp. 40–60. Routledge. URL: <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781003011132-4/sustainable-banking-systems-iustina-alina-boitan>
7. Kabai, M. A panacea or A Pandora's box? – Green bonds financing to mitigate climate change. *Law, Business and Sustainability Herald*. 2022. 2(1), 34–39. URL: <https://lbsherald.org/index.php/journal/article/view/32>
8. Maltais, A., Nykvist, B. Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020. 1–20. DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>
9. Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. 2021. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>
10. Тотева Е. Зелена таксономія в Україні. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-08/UNDP-UA-green-taxonomy-report-UKR.pdf>
11. The European Green Deal / European Commission. URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en
12. Рязанова Н. Європейський вектор сталого розвитку – орієнтир корпоративних і публічних фінансів України : *Фінанси України*. 2023. № 11. С. 86–98. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=5018#
13. European Commission. Action Plan: Financing Sustainable Growth. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

14. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

15. European Commission. European green bond standard – Supporting the transition. URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard-supporting-transition_en

16. EU green bond standard usability guide. URL: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

17. Лангнан Чен. Підтримка розвитку ринку зелених облігацій в Україні. URL: <https://www.undp.org/uk/ukraine/publications/supporting-green-bond-development-ukraine-report>

18. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : Закон України № 738-IX від 19.06.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>

19. Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансуванню проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій : Рішення НКЦПФР № 493 від 07.07.2021. URL: https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji_NKTPFR.pdf

20. Про схвалення Рекомендацій щодо підготовки звітності про вплив на довкілля проєктів екологічного спрямування, які повністю або частково фінансуються та (або) рефінансуються коштами, що виручені від розміщення зелених облігацій : Рішення НКЦПФР № 157 від 07.02.2024. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=15507520>

21. Про схвалення Рекомендацій щодо відбору проєктів екологічного спрямування для їх повного або часткового фінансування та/або рефінансування коштами, що виручені від розміщення зелених облігацій : Рішення НКЦПФР № 433 від 10.04.2024. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=18958616>

22. Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні : Розпорядження Кабінету Міністрів України № 175-р від 23.02.2022. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-%D1%80#Text>

23. Щербакова О. Роль зелених облігацій у фінансуванні сталого розвитку. *Економіка України*. 2023. № 12(745). С. 3–22. URL: http://economyukr.org.ua/?page_id=774&aid=663

24. KSE Institute. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zagalna-suma-zbitkiv-zavdana-infrastrukturi-ukrayini-zrosla-do-mayzhe-155-mlrd-otsinka-kse-institute-stanom-na-sichen-2024-roku>

25. KSE Institute. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zbitki-ta-vtrati-energetichnogo-sektoru-ukrayini-vnaslidok-povnomasshtabnogo-vtorgnennya-rosiyi-perevishhili-56-mlrd-otsinka-kse-institute-stanom-na-traven-2024-roku/>

26. ДТЕК випустила «зелені» облігації. *Українська Енергетика*. 2019. 06 лис. URL: <https://ua-energy.org/uk/posts/dtek-vypustyla-zeleni-oblihotsii>

27. «Укренерго» випустило зелені єврооблігації на 825 млн доларів. *Українська Енергетика*. 2021. 03 лис. URL: <https://ua-energy.org/uk/posts/ukrenerho-vypustilo-zeleni-ievrooblihotsii-na-825-mln-dolariv>

Information about the author:

Andrii Frolov

Candidate of Sciences in Public Administration,
Doctoral Candidate at the Department of Economy Theory,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
54/1, Peremogy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine