Експертний аналіз проєкту Положення про порядок здійснення емісії корпоративних облігацій та їх обігу

Предмет аналізу: відповідність проєкту Положення НКЦПФР (редакція, схвалена постановою від 16.11.2026, протокол № 51) законодавству Європейського Союзу та міжнародним стандартам зелених облігацій, а також розроблення конкретних пропозицій щодо його вдосконалення. Аналіз охоплює не лише загальну процедуру емісії корпоративних облігацій, а передусім спеціальні положення щодо зелених облігацій, оскільки саме вони визначатимуть можливість залучення українськими емітентами міжнародного капіталу для фінансування екологічних та кліматичних проєктів.

1. Нормативна база для оцінки

Для проведення GAP-аналізу використані такі міжнародні документи.

Документ	**Предмет регулювання та значення для Положення**
Регламент (ЄС) 2020/852	Таксономія ЄС: екологічні цілі, критерії суттєвого внеску, принцип DNSH та мінімальні соціальні гарантії
Делегований регламент (ЄС) 2021/2139	Технічні критерії відбору діяльності для пом'якшення зміни клімату та адаптації
Делегований регламент (ЄС) 2021/2178	Розкриття інформації про екологічно сталі види діяльності
Регламент (ЄС) 2017/1129	Проспект цінних паперів, інформація для інвесторів та відповідальність за її повноту
Регламент (ЄС) 2019/2088 (SFDR)	Розкриття інформації щодо сталості у фінансовому секторі
Регламент (ЄС) 2023/2631	Європейські зелені облігації (EuGB), добровільний стандарт та вимоги до зовнішньої перевірки
ICMA Green Bond Principles (GBP), редакція 2025 року	Основні міжнародні принципи випуску зелених облігацій
ICMA Harmonised Framework for Impact Reporting	Підходи до звітності про екологічний вплив
ICMA Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews	Вимоги та рекомендації щодо зовнішньої оцінки

Принципово важливо розмежовувати два підходи:

- **Таксономія ЄС та EuGB** встановлюють конкретні критерії екологічної сталості та спеціальні вимоги до зелених облігацій.
- **ICMA GBP** є добровільним міжнародним ринковим стандартом, який передбачає чотири ключові компоненти: використання надходжень, оцінка та відбір проєктів, управління надходженнями, звітність.

Не слід ототожнювати відповідність ICMA GBP із відповідністю Регламенту EuGB. Це різні стандарти, хоча вони мають спільну мету.

2. Загальна оцінка проєкту Положення

У проєкті вже закладено низку важливих положень, які створюють нормативну основу для розвитку ринку зелених облігацій в Україні.

Зокрема:

- передбачено окрему категорію зелених корпоративних облігацій;
- визначено можливість фінансування та рефінансування екологічних проєктів;
- встановлено обов'язок розроблення політики щодо зелених облігацій;
- передбачено відбір екологічних проєктів;
- запроваджено незалежну попередню верифікацію;
- встановлено вимоги щодо незалежності верифікатора;
- передбачено оприлюднення звіту верифікатора;
- визначено шість екологічних цілей;
- передбачено спеціальні вимоги до тимчасового розміщення невикористаних коштів.

Це **позитивна основа**, яка загалом відповідає логіці ICMA Green Bond Principles.

Водночас у проєкті є суттєві прогалини. Найбільш важлива з них — **недостатньо врегульований контроль** за використанням залучених коштів після розміщення облігацій та **відсутність повноцінної системи періодичної звітності** про їх розподіл і фактичний екологічний ефект. **Потребує суттєвого доопрацювання.**

На нашу думку, проєкт поки що створює переважно систему попереднього допуску зелених облігацій до ринку, але не забезпечує повноцінного контролю за виконанням емітентом зелених зобов'язань протягом усього строку обігу облігацій.

3. Детальний GAP-аналіз положень про зелені облігації

3.1. Визначення таксономії та критерії екологічної сталості

Положення проєкту. Пункт 2 розділу I визначає таксономію як систему класифікації, визнану ICMA або CBI, яка встановлює перелік екологічно стійких видів економічної діяльності, критеріїв та індикаторів.

Пункт 35 розділу II передбачає шість екологічних цілей:

1. Пом'якшення зміни клімату.
2. Адаптація до зміни клімату.
3. Стале використання та охорона водних і морських ресурсів.
4. Перехід до циркулярної економіки.
5. Запобігання та контроль забруднення.
6. Охорона та відновлення біорізноманіття та екосистем.

Проєкт також передбачає, що екологічний проєкт не повинен негативно впливати на досягнення інших екологічних цілей. **Позитивна оцінка.**

Шість екологічних цілей відповідають структурі статті 9 Регламенту (ЄС) 2020/852.

Однак є принципова проблема з визначенням таксономії.

Виявлена невідповідність: ICMA не розробляє і не веде власну таксономію екологічно сталих видів економічної діяльності. Green Bond Principles визначають категорії прийнятних зелених проєктів та принципи прозорості, але не встановлюють власної системи технічних критеріїв таксономії.

CBI має Climate Bonds Taxonomy та власний Climate Bonds Standard, але це окремий підхід до класифікації й сертифікації кліматичних проєктів.

Отже, формулювання «таксономія, визнана ICMA або CBI» **є юридично невизначеним і методологічно некоректним**.

Додаткова проблема — неповне відтворення критеріїв Таксономії ЄС.

Відповідно до статті 3 Регламенту (ЄС) 2020/852, діяльність може вважатися екологічно сталою лише за одночасного виконання чотирьох умов:

- суттєвий внесок щонайменше в одну екологічну ціль;
- відсутність значної шкоди іншим екологічним цілям (DNSH — Do No Significant Harm);
- дотримання мінімальних соціальних гарантій (Minimum Safeguards);
- відповідність технічним критеріям відбору (Technical Screening Criteria).

У проєкті Положення фактично передбачено лише загальну вимогу щодо відповідності екологічній цілі та відсутності негативного впливу на інші цілі. Це не забезпечує повної відповідності критеріям статей 3, 17 та 18 Регламенту 2020/852.

Пропозиція № 1.

Викласти визначення таксономії у пункті 2 розділу I в такій редакції:

«Таксономія – система класифікації видів економічної діяльності за ступенем їх екологічної сталості, яка встановлює екологічні цілі, критерії суттєвого внеску в досягнення таких цілей, критерії відсутності значної шкоди іншим екологічним цілям, мінімальні соціальні гарантії та технічні критерії відбору для відповідних видів економічної діяльності.»

Для цілей цього Положення застосовується Таксономія сталих видів економічної діяльності України, розроблена з урахуванням положень Регламенту (ЄС) 2020/852 та актів Європейського Союзу, прийнятих на його виконання.

У разі застосування міжнародних стандартів класифікації та оцінювання екологічних проєктів можуть додатково використовуватися Climate Bonds Taxonomy та відповідні критерії Climate Bonds Initiative.

Пропозиція № 2.

Доповнити пункт 35 вимогами щодо одночасного виконання чотирьох критеріїв Таксономії ЄС:

- суттєвий внесок у досягнення принаймні однієї екологічної цілі;
- дотримання принципу DNSH;
- дотримання мінімальних соціальних гарантій;
- відповідність технічним критеріям відбору.

При цьому слід передбачити, що оцінка DNSH охоплює не тільки безпосередні наслідки реалізації проєкту, а й істотні негативні наслідки його життєвого циклу.

3.2. Використання залучених коштів (Use of Proceeds)

Положення проєкту. Пункт 32 розділу II дозволяє використовувати кошти від розміщення зелених облігацій для фінансування та/або рефінансування екологічних проєктів.

Додаток 1 передбачає спрямування надходжень на:

- основні засоби;
- капітальні інвестиції;
- операційні витрати, понесені не раніше ніж за три роки до випуску облігацій;
- фінансові активи.

Кошти повинні бути повністю розподілені до дати погашення облігацій.

Оцінка відповідності ICMA. Цей підхід загалом відповідає першому компоненту ICMA GBP — Use of Proceeds.

Водночас є декілька питань.

1) Відсутність чіткого розмежування фінансування та рефінансування.

Не встановлено обов'язку окремо розкривати:

- частку коштів, спрямовану на нові проєкти;
- частку коштів, спрямовану на рефінансування;
- перелік рефінансованих витрат;
- період, протягом якого такі витрати були понесені.

Трирічний період, передбачений для операційних витрат, є корисним обмеженням, однак доцільно поширити вимогу щодо розкриття періоду ретроспективного фінансування також на капітальні витрати.

2) Невизначеність щодо фінансових активів.

Додаток 1 допускає спрямування коштів у фінансові активи, надходження від яких можуть спрямовуватися на інші фінансові активи. Не встановлено граничної кількості таких послідовних фінансових операцій та достатньо чіткого механізму ідентифікації кінцевого екологічного проєкту. Це створює ризик втрати прозорості руху коштів. Для порівняння, Регламент EuGB 2023/2631 передбачає можливість фінансування фінансових активів із подальшим спрямуванням коштів на екологічно сталі види діяльності, але обмежує послідовність таких фінансових активів трьома рівнями.

3) Відсутність чітких вимог до обліку надходжень.

Пункт 35 вимагає утримувати нерозподілені кошти в ліквідних активах, однак не встановлює обов'язкової процедури їх відокремленого обліку, внутрішнього контролю та періодичного коригування залишку. Це важливо, оскільки третій компонент ICMA GBP — Management of Proceeds — передбачає належне відстеження коштів, а також періодичне коригування обсягу нерозподілених надходжень.

Пропозиція № 3.

Доповнити пункт 35 такими положеннями:

«Емітент зелених облігацій зобов'язаний забезпечити окремий облік коштів, залучених від розміщення зелених облігацій, або облік суми, еквівалентної таким надходженням, у внутрішній системі управління фінансовими ресурсами. Така система повинна забезпечувати можливість ідентифікації джерел надходжень, сум розподілених коштів, напрямів їх використання, профінансованих та рефінансованих витрат і залишку нерозподілених коштів.

У разі фінансування проєктів через фінансові активи емітент зобов'язаний забезпечити простежуваність руху коштів до кінцевого одержувача та підтвердження відповідності кінцевої економічної діяльності вимогам таксономії. Нерозподілені кошти повинні зберігатися у ліквідних фінансових інструментах, які не суперечать екологічним цілям випуску зелених облігацій.

Емітент зобов'язаний забезпечувати періодичне узгодження залишку коштів, що обліковуються як нерозподілені, із сумою надходжень та фактичних розподілів.»

Окремо рекомендуємо передбачити, що в документах емісії обов'язково зазначаються планова частка фінансування та рефінансування, а також період ретроспективного фінансування.

3.3. Оцінка та відбір екологічних проєктів (Process for Project Evaluation and Selection)

Положення проєкту. Пункт 33 вимагає від емітента:

- розробити політику щодо зелених облігацій;
- відібрати екологічний проєкт;
- забезпечити його відповідність Положенню та таксономії;
- затвердити порядок планованого використання коштів;
- обрати верифікатора;
- отримати позитивний звіт верифікатора.

Пункт 34 встановлює мінімальні вимоги до політики щодо зелених облігацій, зокрема щодо управління екологічними та соціальними ризиками, відбору проєктів, цільового використання коштів та оцінки впливу на довкілля.

Оцінка відповідності ICMA. Положення загалом відповідають другому компоненту ICMA GBP. Проте недостатньо конкретизовано:

1. Критерії позитивного відбору проєктів.
2. Критерії виключення проєктів.
3. Порядок прийняття рішення про включення проєкту до переліку прийнятних.
4. Вимоги до оцінки екологічних та соціальних ризиків.
5. Порядок перегляду відповідності проєкту таксономії під час його реалізації.

Також не передбачено обов'язкового розкриття інформації про проєкти, які не відповідають критеріям зеленого фінансування.

ICMA рекомендує, щоб інвестори розуміли не тільки екологічні переваги проєктів, але й процес, за яким емітент визначає прийнятність проєктів для фінансування.

Пропозиція № 4.

Доповнити пункт 34 такими вимогами до політики щодо зелених облігацій:

- критерії позитивного відбору екологічних проєктів;
- перелік видів діяльності, які виключаються з фінансування;
- порядок оцінки відповідності проєктів Таксономії;
- порядок оцінки DNSH;
- порядок оцінки соціальних ризиків;
- процедури внутрішнього погодження проєктів;
- порядок моніторингу відповідності проєктів протягом періоду фінансування;
- порядок реагування на випадки втрати проєктом статусу прийнятного зеленого проєкту.

Доцільно також запровадити обов'язкове розкриття інформації про основні категорії екологічних проєктів, що фінансуються, із зазначенням відповідних кодів економічної діяльності (NACE або національного класифікатора КВЕД).

3.4. Управління надходженнями (Management of Proceeds)

Це один із найбільш проблемних напрямів проєкту.

Пункт 35 передбачає зберігання нерозподілених коштів у ліквідних активах, але не визначає:

- обов'язковості окремого обліку коштів;

- відповідальних осіб за управління ними;
- періодичності звірки;
- документального підтвердження фактичного розподілу;
- аудиторської або іншої незалежної перевірки використання коштів.

Додаток 1 визначає перелік допустимих напрямів використання коштів, але не встановлює достатньої системи контролю за фактичним виконанням цих вимог.

Пропозиція № 5.

Встановити обов'язок емітента запровадити систему управління коштами, яка передбачає:

1. Ведення окремого реєстру надходжень від випуску зелених облігацій.
2. Ідентифікацію кожного профінансованого або рефінансованого проєкту.
3. Відображення суми фінансування кожного проєкту.
4. Облік нерозподілених коштів.
5. Документальне підтвердження використання коштів.
6. Періодичну внутрішню перевірку правильності розподілу коштів.
7. Незалежне підтвердження розподілу коштів після завершення їх повного розподілу.

Остання вимога особливо важлива. ICMA GBP рекомендує доповнювати внутрішню систему обліку незалежною перевіркою розподілу коштів.

3.5. Звітність про використання коштів та екологічний вплив (Reporting)

Критична прогалина. Це, на нашу думку, найважливіший недолік проєкту.

Пункт 34 передбачає, що політика емітента має охоплювати підготовку регулярної звітності.

Пункт 37 вимагає від верифікатора аналізувати процедури та процеси, пов'язані з підготовкою регулярної звітності.

Пункт 39 передбачає включення до рішення про емісію інформації про очікуваний екологічний ефект проєкту.

Однак у главі 1 розділу II відсутня самостійна норма, яка зобов'язує емітента після розміщення зелених облігацій регулярно оприлюднювати:

- звіт про розподіл залучених коштів;
- звіт про використання коштів за окремими проєктами;
- звіт про досягнутий екологічний ефект;
- інформацію про відхилення від запланованих показників;
- інформацію про зміну складу профінансованих проєктів.

Тобто проєкт вимагає підготувати інформацію про очікуваний екологічний ефект до емісії, але не встановлює достатніх обов'язків щодо підтвердження фактичного результату після емісії.

Порівняння з ICMA та законодавством ЄС

ICMA GBP передбачає регулярне звітування про розподіл коштів щонайменше щороку до їх повного розподілу, а також звітність про екологічний вплив профінансованих проєктів.

Регламент (ЄС) 2023/2631 встановлює ще конкретніші вимоги:

- стаття 10 — попередній інформаційний документ та його зовнішня перевірка;

- стаття 11 — щорічний звіт про розподіл коштів до повного їх розподілу та зовнішня перевірка відповідного звіту після повного розподілу;
- стаття 12 — звіт про екологічний вплив після повного розподілу коштів і щонайменше один раз протягом строку обігу облігацій.

Пропозиція № 6. Запровадити окремий обов'язковий розділ про звітність емітента зелених облігацій.

Рекомендуємо доповнити главу 1 розділу II новими пунктами 39-1 та 39-2 (відповідно змістивши нумерацію наступних пунктів).

«39-1. Звітність емітента зелених облігацій

Емітент зелених облігацій зобов'язаний щорічно, до повного розподілу коштів, залучених від розміщення зелених облігацій, складати та оприлюднювати звіт про використання таких коштів.

Звіт повинен містити щонайменше:

1. загальну суму коштів, залучених від розміщення зелених облігацій;
2. суму коштів, розподілених на фінансування та рефінансування екологічних проєктів;
3. інформацію про кожний профінансований або рефінансований проєкт, його місцезнаходження, мету, категорію та обсяг фінансування;
4. інформацію про відповідність профінансованих проєктів вимогам таксономії;
5. інформацію про нерозподілений залишок коштів та напрями його тимчасового розміщення;
6. інформацію про зміни у складі профінансованих проєктів;
7. інформацію про відхилення від планованих строків та обсягів фінансування.

39-2. Звіт про екологічний вплив

Емітент зелених облігацій після повного розподілу залучених коштів, але не пізніше ніж за один рік до погашення облігацій, складає та оприлюднює звіт про екологічний вплив профінансованих проєктів.

Звіт повинен містити:

1. опис фактично досягнутих екологічних результатів;
2. кількісні та якісні показники екологічного впливу;
3. порівняння фактичних показників із запланованими;
4. методологію розрахунку екологічного ефекту;
5. базові значення показників та використані припущення;
6. інформацію про відхилення від очікуваних результатів та причини таких відхилень.

Звіти оприлюднюються на вебсайті емітента у відкритому доступі та залишаються доступними протягом усього строку обігу зелених облігацій та щонайменше трьох років після їх погашення.»

Стосовно строків: щорічна звітність до повного розподілу коштів є обов'язковою рекомендацією ICMA. Щодо звіту про вплив — ICMA рекомендує звітувати протягом строку обігу облігацій або щонайменше до повного розподілу коштів. Для українського регулювання доцільно встановити чітку періодичність, а не обмежуватися одноразовим звітом.

3.6. Зовнішня верифікація та вимоги до верифікаторів

Положення проєкту

Пункти 36–38 передбачають:

- обов'язкове залучення верифікатора;
- проведення верифікації до прийняття рішення про емісію;
- перевірку екологічного проєкту, політик та процедур емітента;
- оцінку екологічного ефекту;
- перевірку екологічних і соціальних ризиків;
- вимоги щодо незалежності верифікатора;
- заборону залежності винагороди від результатів верифікації.

Пункт 38 та додаток 2 встановлюють вимоги до змісту звіту верифікатора.

Позитивна оцінка. Це важливий елемент проєкту. Він створює передумови для формування ринку незалежних зовнішніх оцінювачів зелених облігацій.

Водночас необхідно усунути чотири проблеми.

Проблема 1. Некоректне визначення переліку верифікаторів.

Пункт 2 розділу I визначає перелік верифікаторів як перелік осіб, що надають незалежну зовнішню оцінку, який ведеться ICMA або CBI. Це некоректно.

ICMA встановлює добровільні рекомендації щодо зовнішньої оцінки, визначає її види та професійні принципи, але не здійснює акредитацію всіх зовнішніх оцінювачів і не веде універсального реєстру верифікаторів.

CBI дійсно веде перелік Approved Verifiers / External Review Providers, але він стосується оцінювання за Climate Bonds Standard.

Крім того, відповідно до Регламенту (ЄС) 2023/2631, зовнішні оцінювачі європейських зелених облігацій підлягають спеціальному регулюванню ESMA. З 21 червня 2026 року для надання послуг зовнішнього оцінювача в межах EuGB необхідна відповідна реєстрація або інший передбачений Регламентом статус.

Пропозиція № 7.

Замінити визначення «перелік верифікаторів» на:

«Зовнішній оцінювач (верифікатор) – незалежна юридична особа, яка має належну кваліфікацію, професійний досвід, організаційні та методологічні можливості для проведення незалежної оцінки відповідності випуску зелених облігацій вимогам цього Положення, застосовним критеріям таксономії та міжнародним стандартам зелених облігацій. Для проведення оцінки можуть залучатися особи, акредитовані Climate Bonds Initiative відповідно до Climate Bonds Standard, особи, які здійснюють зовнішню оцінку відповідно до рекомендацій ICMA, а також зовнішні оцінювачі, зареєстровані або визнані відповідно до Регламенту (ЄС) 2023/2631, за умови дотримання вимог цього Положення.»

Доцільно також передбачити національний перелік кваліфікованих верифікаторів, який веде НКЦПФР, із прозорими критеріями включення та виключення.

Проблема 2. Відсутність післяемісійної верифікації.

Проєкт передбачає попередню верифікацію, але не встановлює обов'язкової незалежної перевірки:

- фактичного розподілу залучених коштів;
- відповідності фактичного використання коштів заявленим напрямам;

- досягнутих екологічних показників;
- відповідності проєктів таксономії протягом реалізації.

Це суттєво послаблює захист інвесторів.

Пропозиція № 8.

Запровадити два обов'язкові етапи незалежної оцінки:

Етап	**Предмет перевірки**
Попередня верифікація (Pre-issuance review)	Відповідність політики емітента, проєктів, критеріїв відбору та запланованого використання коштів
Післяемісійна верифікація (Post-issuance review)	Фактичний розподіл коштів, їх цільове використання та відповідність профінансованих проєктів заявленим критеріям

Післяемісійну верифікацію рекомендую зробити обов'язковою після повного розподілу коштів, а для портфельного підходу — щорічною, із можливістю пропорційного застосування залежно від змін у портфелі проєктів.

Це відповідає підходу статті 11 Регламенту 2023/2631 та рекомендаціям ICMA GBP.

Проблема 3. Недостатні вимоги до професійної компетентності.

Проєкт містить загальну вимогу щодо належної кваліфікації верифікатора, але не встановлює конкретних критеріїв.

Рекомендуємо передбачити:

- наявність фахівців з екології та природоохоронного законодавства;
- компетентність у сфері оцінювання кліматичних ризиків;
- знання технічних критеріїв Таксономії;
- досвід оцінювання інвестиційних та інфраструктурних проєктів;
- компетентність у фінансовому аудиті або підтвердженні фінансової інформації;
- наявність внутрішньої системи контролю якості.

Доцільно також передбачити можливість залучення незалежних технічних експертів для оцінювання окремих проєктів.

Проблема 4. Неоднозначність висновків верифікатора.

Додаток 2 передбачає три варіанти висновку, зокрема ситуацію, коли емітент не виконує вимог Положення, але може бути схвалений після вжиття необхідних заходів. Це суперечить пункту 33, який вимагає отримання позитивного висновку до прийняття рішення про емісію.

Необхідно чітко встановити, що умовний позитивний висновок не може бути підставою для емісії зелених облігацій, доки всі виявлені суттєві невідповідності не усунуті та не підтверджені верифікатором.

3.7. Розкриття інформації та захист інвесторів

Положення проєкту. Додаток 3 передбачає включення до рішення про емісію інформації про екологічний проєкт, верифікатора, політику емітента та звіт верифікатора.

Пункт 38 вимагає оприлюднення звіту верифікатора на вебсайті емітента лише у разі публічної пропозиції зелених облігацій.

Виявлена прогалина: не встановлено достатньої системи розкриття інформації щодо зелених характеристик облігацій для всіх категорій розміщення.

Для зелених облігацій важливо, щоб інвестор міг отримати інформацію не тільки про емітента та фінансові умови випуску, але й про:

- екологічну категорію проєкту;
- відповідність таксономії;
- запланований обсяг фінансування;
- очікуваний екологічний ефект;
- методологію його розрахунку;
- результати попередньої та післяемісійної оцінки;
- фактичне використання коштів.

Європейський стандарт EuGB передбачає спеціальний European Green Bond Factsheet та стандартизовані звіти про розподіл коштів і екологічний вплив.

Пропозиція № 9.

Доповнити Положення обов'язковою вимогою щодо оприлюднення на вебсайті емітента незалежно від способу розміщення:

1. Політики щодо зелених облігацій.
2. Інформаційного документа про зелений випуск (Green Bond Factsheet).
3. Попереднього звіту верифікатора.
4. Щорічних звітів про використання коштів.
5. Звіту про екологічний вплив.
6. Післяемісійного звіту верифікатора, якщо така перевірка передбачена Положенням.

Для цілей стандартизації рекомендуємо розробити окремий додаток до Положення — **«Інформаційний документ про випуск зелених облігацій»**, побудований за структурою Annex I Регламенту (ЄС) 2023/2631. Цей документ повинен містити стандартизовану інформацію, придатну для порівняння різних випусків.

3.8. Запобігання грінвошингу (Greenwashing)

Положення проєкту. Пункт 2 розділу I містить визначення грінвошингу як недобросовісної практики внесення недостовірних, суперечливих та/або неповних відомостей щодо фінансового інструменту для надання йому статусу зелених облігацій.

Це позитивно, але визначення потребує розширення.

Проблеми:

1. Визначення зосереджується переважно на недостовірності інформації, але недостатньо охоплює необґрунтовані екологічні заяви.
2. Не визначено наслідків втрати проєктом відповідності критеріям зеленого фінансування.
3. Не встановлено порядку дій емітента у разі нецільового використання коштів.
4. Не передбачено механізму інформування інвесторів про істотні порушення зелених зобов'язань.

Пропозиція № 10.

Доповнити Положення спеціальним механізмом реагування на порушення вимог щодо зелених облігацій.

Зокрема, встановити, що у випадку:

- нецільового використання коштів;
- втрати проєктом відповідності таксономії;
- виявлення істотної недостовірності екологічних показників;
- невиконання емітентом зобов'язань щодо звітності;
- виявлення суттєвого екологічного порушення, яке ставить під сумнів заявлену екологічну сталість проєкту,

емітент зобов'язаний:

1. Невідкладно повідомити НКЦПФР та власників облігацій.
2. Розкрити інформацію про характер та причини порушення.
3. Провести повторну незалежну оцінку відповідності проєкту.
4. У разі необхідності здійснити перерозподіл коштів на інші прийнятні екологічні проєкти.
5. Опублікувати план усунення порушень та звіт про його виконання.

Окремо необхідно надати НКЦПФР повноваження щодо реагування на порушення вимог до зелених облігацій у межах її законодавчо визначеної компетенції. При цьому слід розмежувати порушення вимог до цільового використання коштів та ситуацію, коли проєкт продовжує працювати, але через зміну технологічних або нормативних критеріїв більше не відповідає таксономії. У другому випадку доцільно передбачити перехідний період і процедуру усунення невідповідності.

4. Порівняльна GAP-матриця: проєкт Положення — ЄС — ICMA

Нижче узагальнюю основні результати перевірки.

Напрям	**Проєкт Положення**	**Вимоги ЄС / ICMA**	**Оцінка та необхідні зміни**
Визначення зелених облігацій	Є	Є	Уточнити відповідність GBP
Таксономія	ICMA або CBI	Таксономія ЄС, національні таксономії	Переробити визначення
Екологічні цілі	6 цілей	6 цілей ЄС	Відповідає за переліком
Суттєвий внесок	Загальна вимога	Обов'язковий критерій	Конкретизувати
DNSH	Загальна заборона негативного впливу	Детальні критерії DNSH	Доповнити
Мінімальні соціальні гарантії	Недостатньо визначені	Стаття 18 Таксономії ЄС	Доповнити
Технічні критерії	Посилання на таксономію	Обов'язкові технічні критерії	Конкретизувати
Використання коштів	Визначено	GBP: Use of Proceeds	Загалом відповідає
Рефінансування	Дозволено	Дозволено з розкриттям	Уточнити період та частку
Управління коштами	Частково	GBP: Management of Proceeds	Посилити внутрішній облік
Відбір проєктів	Передбачено	GBP: Project Evaluation and Selection	Доповнити критеріями

Попередня верифікація	Обов'язкова	Рекомендована ICMA, обов'язкова для EuGB	Відповідає за підходом
Післяемісійна верифікація	Не встановлена	Передбачена EuGB, рекомендована ICMA	Запровадити
Звіт про розподіл коштів	Не встановлено як обов'язок	Щорічно до повного розподілу	Запровадити
Звіт про екологічний вплив	Очікувані показники до емісії	Фактичний екологічний вплив	Запровадити
Публічність звітів	Переважно для публічної пропозиції	Високий рівень прозорості	Розширити
Контроль грінвошингу	Загальне визначення	Система розкриття і контролю	Доповнити механізмами реагування

Експертна оцінка: проєкт має добру початкову структуру, але поки не забезпечує повного відтворення чотирьох компонентів ICMA GBP та післяемісійного механізму, передбаченого європейською моделлю EuGB.

5. Додаткові пропозиції щодо наближення до європейського ринку зелених облігацій

Окрім зазначених вище змін, рекомендую врахувати ще три питання.

5.1. Запровадження двох рівнів зелених облігацій

Не варто встановлювати вимогу, щоб кожний український випуск зелених облігацій обов'язково відповідав усім положенням Регламенту EuGB. Регламент (ЄС) 2023/2631 встановлює добровільний європейський стандарт, який емітент може обрати для свого випуску.

Доцільно передбачити дві моделі:

Модель	**Вимоги**
Зелені облігації України	Відповідність національному Положенню, Таксономії України та основним компонентам ICMA GBP
European Green Bond (EuGB)	Повна відповідність Регламенту (ЄС) 2023/2631, включно зі стандартизованою документацією, зовнішніми перевірками та вимогами до розкриття інформації

Це дозволить українським емітентам виходити на ринок зелених облігацій із пропорційними вимогами, водночас створюючи можливість залучення міжнародних інвесторів за європейським стандартом.

5.2. Перегляд вимоги щодо повного розподілу коштів

Додаток 1 передбачає розподіл усіх надходжень від розміщення зелених облігацій без вирахування витрат на їх випуск. Така **вимога є суворішою за підхід EuGB**, де основою є чисті надходження (net proceeds), а також передбачено обмежену можливість фінансування діяльності, яка відповідає загальним критеріям Таксономії, але ще не має встановлених технічних критеріїв. Для EuGB передбачено мінімум 85% чистих надходжень для діяльності, що відповідає Таксономії, з обмеженою 15-відсотковою гнучкістю за умовами статті 5.

Рекомендуємо НКЦПФР окремо оцінити економічну доцільність вимоги щодо 100% валових надходжень.

Можливі два варіанти:

- зберегти 100% валових надходжень як підвищений національний стандарт;
- перейти до моделі чистих надходжень із чітким розкриттям витрат на емісію.

На нашу думку, **другий варіант буде більш сумісним** із міжнародною практикою та полегшить вихід українських емітентів на європейський ринок.

5.3. Стандартизація показників екологічного впливу

Рекомендую передбачити у Положенні типові показники екологічного впливу залежно від категорії проєктів.

Наприклад:

Категорія проєкту	**Рекомендовані показники**
Відновлювана енергетика	Виробництво енергії, МВт·год; скорочення викидів CO_2, тонн
Енергоефективність	Скорочення споживання енергії, МВт·год; скорочення викидів CO_2
Водопостачання та водовідведення	Обсяг очищеної води, $м^3$; скорочення втрат води
Циркулярна економіка	Обсяг повторно використаних матеріалів, тонн; обсяг відходів, спрямованих на переробку
Чистий транспорт	Кількість транспортних засобів; скорочення викидів CO_2 та інших забруднювачів
Біорізноманіття	Площа відновлених екосистем, гектарів; площа охоронюваних територій

Для кожного показника необхідно визначати базове значення, цільове значення, методологію розрахунку та фактично досягнутий результат.

Це дозволить уніфікувати звітність і зробить українські зелені облігації зрозумілішими для міжнародних інвесторів.

6. Підсумковий експертний висновок

За результатами аналізу вважаємо, що проєкт Положення є важливим кроком у розвитку українського ринку корпоративних облігацій та формуванні нормативної основи для зеленого фінансування.

Позитивно оцінюємо запровадження окремої категорії зелених облігацій, вимог до екологічних проєктів, політики емітента, попередньої незалежної верифікації та розкриття інформації.

Водночас у нинішній редакції проєкт не забезпечує повноцінної відповідності міжнародним підходам ICMA Green Bond Principles та не відтворює ключові механізми Регламенту (ЄС) 2023/2631.

Найбільшим недоліком є відсутність належного механізму післяемісійного контролю за використанням коштів і фактичним екологічним результатом профінансованих проєктів.

На нашу думку, саме ці положення мають бути пріоритетними під час доопрацювання документа.

Рекомендуємо НКЦПФР не обмежуватися встановленням процедури попередньої верифікації зелених облігацій, а запровадити повноцінну систему регулювання їх життєвого циклу: від відбору екологічного проєкту та емісії до використання коштів, звітності, незалежної перевірки результатів і погашення облігацій.

Це матиме практичне значення для:

- підвищення довіри міжнародних інституційних інвесторів;
- залучення фінансування ЄС та міжнародних фінансових організацій;
- розвитку ринку корпоративних зелених облігацій в Україні;
- фінансування відновлення енергетичної, транспортної, водної та іншої екологічної інфраструктури;
- інтеграції українського ринку капіталу до європейського ринку сталого фінансування.

8. Використані нормативні та методологічні джерела

Європейське законодавство

1. Регламент (ЄС) 2020/852 — EU Taxonomy Regulation.
2. Регламент (ЄС) 2023/2631 — European Green Bond Regulation.
3. Делегований регламент (ЄС) 2021/2178 — розкриття інформації за Таксономією.
4. ESMA — зовнішні оцінювачі європейських зелених облігацій.

Міжнародні стандарти ICMA та CBI

5. ICMA Green Bond Principles, June 2025.
6. ICMA Guidance on Allocation Reporting, June 2025.
7. ICMA Guidelines for External Reviews.
8. Climate Bonds Initiative — Approved Verifiers / External Review Providers.