

АНАЛІЗ ПРОГАЛИН У ПРАВОВІЙ ТА РЕГУЛЯТОРНІЙ БАЗІ УКРАЇНИ ЩОДО БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

(включаючи зелені облігації на основі поточних розробок НКЦПФР, НБУ)



Посібник підготовлено Денисом Тітковим в рамках проекту «Capacities for Climate Action Project», що виконується GIZ за дорученням Федерального Уряду Німеччини в рамках Міжнародної кліматичної ініціативи (IKI) та співфінансується Європейським Союзом.

Як урядова компанія, GIZ підтримує Уряд Німеччини у досягненні його цілей у сфері міжнародного співробітництва задля сталого розвитку.

Опубліковано:

Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH
Зареєстровані офіси м. Бонн та Ешборн

T +49 61 96 79-0
F +49 61 96 79-11 15
E info@giz.de
I www.giz.de/en

Фото: Envato

Юридична адреса:

01004, місто Київ,
вул. Антоновича, 16-Б,
+38 044 594 07 60
+38 044 594 07 64 www.giz.de/ukraine-ua

© 2025

Перелік виконаних робіт за період



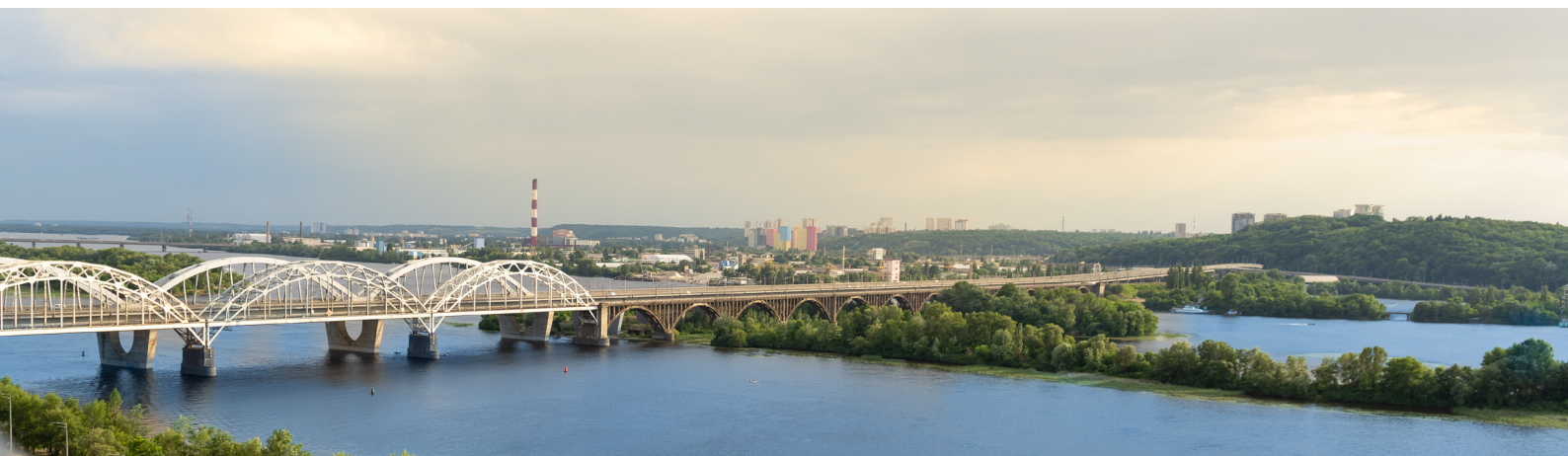
Прийнято участь в Стартовій зустрічі з командою UCO / GIZ та підтвердження методології.



Розроблено аналіз прогалин правової та нормативної бази України, включно з секторами, де можна застосувати зелені облігації.

Основні результати та досягнення

1. Проведено аналіз законодавчої бази України — досліджено Бюджетний кодекс України, закони та підзаконні акти, які регулюють випуск муніципальних і «зелених» облігацій, а також рішення НКЦПФР і нормативи НБУ.
2. Проведено оцінку практики випусків в Україні — зібрано і систематизовано дані про випуски муніципальних облігацій у різних містах, визначено обсяги, терміни та особливості погашення.
3. Проведено порівняння українського ринку із міжнародними стандартами — досліджено вимоги EU Green Bond Standard, а також приклади Великої Британії, Польщі, Китаю, Литви, Угорщини та інших країн.
4. Виявлено ключові прогалини та бар'єри — відсутність національної таксономії, системи акредитації рецензентів, обов'язкової звітності, стимулюючих механізмів для муніципалітетів тощо.
5. Визначено ключові сектори відбудови для зелених облігацій (енергетика, теплопостачання, ЖКГ, транспорт, водопостачання, цифровізація), узгоджено їх з європейською таксономією та пріоритетами післявоєнної відбудови, підкріпив аналіз даними Держенергоефективності (36 млрд дол. США до 2030 року) й запропоновано практичні напрями застосування інструменту.
6. Розроблено практичні рекомендації — надано пропозиції для гармонізації з європейськими стандартами, підготовки муніципалітетів, запуску пілотних випусків і створення системи стимулів.



Проблеми та ризики

Правові та регуляторні прогалини

- Відсутність національної таксономії «зелених» проєктів — немає чіткого переліку, що вважається «зеленим», інвестори орієнтуються на міжнародні стандарти, що створює правову невизначеність.
- Немає системи акредитації зовнішніх рецензентів — відсутність офіційного реєстру верифікаторів знижує довіру і збільшує ризик greenwashing.
- Рекомендаційний характер рішень НКЦПФР — правила та вимоги не є обов'язковими, тому емітенти не зобов'язані їх дотримуватися.
- Немає обов'язкової impact-звітності та KPI — інвестори не можуть виміряти реальний ефект від використання коштів.
- Відсутність регулювання соціальних та перехідних облігацій — обмежений спектр інструментів порівняно з міжнародною практикою.

Фінансово-економічні ризики

- Висока вартість запозичень для муніципалітетів — конкуренція з державними ОВДП робить місцеві облігації «дорогими».
- Короткі строки обігу (3–5 років) — не відповідають довгостроковим «зеленим» проєктам, які потребують 7–15 років фінансування.
- Висока вартість сертифікації та низька ліквідність ринку — бар'єр для малих і середніх міст.

Політичні та геополітичні ризики

- Низький кредитний рейтинг України (Ca, RD) — підвищує ризикованість і змушує інвесторів вимагати додаткові премії.
- Відсутність спеціальних механізмів derisking (держгарантії, міжнародне страхування, гарантії МФО) — інвестори уникають вкладень у країну з високою воєнною нестабільністю.

Організаційні та практичні бар'єри

- Складність та зарегульованість процедур емісії — тривала підготовка документів, численні погодження, додаткові витрати.
- Брак кадрового та фінансового ресурсу у громад - процедура випуску стає майже непосильною.

Додатки — розроблені документи та матеріали

- **Додаток 1.** Звіт. Аналіз прогалин у правовій та регуляторній базі України щодо боргових цінних паперів (включаючи зелені облігації на основі поточних розробок НКЦПФР, НБУ)

Вступ

Правова база України вже створила механізми для випуску боргових цінних паперів, зокрема муніципальних та «зелених» облігацій. Бюджетний кодекс України регламентує місцеві запозичення, проте обмежує їхнє цільове призначення та рівень боргового навантаження. Нагляд за цими процесами здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), а Міністерство фінансів України веде реєстр місцевих запозичань та місцевих гарантій і контролює дотримання встановлених правил. Разом з тим, залишається низка прогалин, які ускладнюють використання боргових інструментів для масштабного фінансування відновлення.

Сьогодні громади шукають довгострокові дешевші та прозорі джерела фінансування для розвитку інфраструктури, підвищення енергоефективності, модернізації міської мобільності та впровадження екологічних проєктів, спрямованих на зниження викидів забруднюючих речовин та парникових газів в атмосферне повітря і поліпшення якості довкілля. Ринок капіталу може відігравати роль такого джерела за умови дотримання чітких правил, якісного розкриття інформації та наявності підготовленого переліку проєктів.

Повномасштабна війна значно підвищила ризики для інвесторів, що стримує активний розвиток ринку муніципальних та «зелених» облігацій. У цих умовах особливо важливими стають додаткові гарантії прозорості та довіри, зокрема державні програми підтримки, міжнародні страхові механізми та ефективний контроль за використанням залучених коштів. Водночас саме війна показала, що відновлення не можна відкладати: фінансування критичної інфраструктури, енергетики й транспорту має бути запущене вже зараз, адже ці сфери формують основу стійкості та розвитку держави у воєнний і післявоєнний період.



2. НОРМАТИВНО-ПРАВОВА БАЗА УКРАЇНИ

Сфера місцевих та «зелених» облігацій в Україні регулюється комплексом актів бюджетного, фінансового й фондового законодавства. Фундаментом для функціонування ринку облігацій є Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який визначає основні види фінансових інструментів, порядок їх випуску, вимоги до розкриття інформації емітентами та роль Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) як регулятора. У сфері «зелених» облігацій особливе значення мають положення цього закону щодо прозорості та своєчасного інформування інвесторів, що створює базу для довіри й розвитку сталого фінансування. Доповнює цю рамку Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», який визначає повноваження та функції НКЦПФР як основного регулятора ринку.

Ключові положення щодо місцевих запозичень визначені статтею 74 Бюджетного кодексу України. Вони встановлюють допустимі межі боргового навантаження для громад (не більше 10% доходів загального фонду бюджету) та регламентують порядок здійснення таких операцій. Важливим підзаконним актом є Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик, затверджене рішенням НКЦПФР від 14.06.2018 №391, яке визначає процедуру випуску, обігу, реєстрації та звітності за муніципальними облігаціями.

Процедури деталізовані постановою Кабінету Міністрів України від 16.02.2011 №110 «Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень», а також низкою наказів Міністерства Фінансів України:



- наказ Міністерства фінансів України від 25.07.2012 №866 «Про затвердження Порядку ведення Реєстру місцевих запозичень та місцевих гарантій».
- наказ Міністерства фінансів України від 02.04.2024 №171 «Про затвердження форм розрахунків під час здійснення місцевих запозичень».
- наказ Міністерства фінансів України від 02.04.2024 №172 «Про затвердження форм розрахунків під час надання місцевих гарантій».
- наказ Міністерства фінансів України від 16.05.2024 №239 «Методичні рекомендації щодо організації здійснення місцевих запозичень, надання місцевих гарантій, управління місцевим боргом».

Важливим стратегічним документом є розпорядження Кабінету Міністрів України від 21.07.2022 № 175-р «Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні». У ньому вперше на державному рівні зелені облігації визначені як окремий фінансовий інструмент для підтримки енергетичного переходу та відбудови країни. Концепція передбачає поетапний розвиток ринку шляхом розробки національної таксономії зелених видів діяльності, запровадження системи акредитації зовнішніх рецензентів, підготовки нормативних актів щодо звітності емітентів та гармонізації українського регулювання з **Європейським стандартом зелених облігацій (European Green Bond Standard, EU GBS)**. Вона слугує «дорожньою картою» розвитку ринку та задає орієнтири для НКЦПФР, Мінфіну, НБУ та інших регуляторів.

Окрему увагу приділено прозорості ринку: з 1 січня 2024 року діє Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, затверджене рішенням НКЦПФР від 06.06.2023 №608.

Згідно з цим актом, усі емітенти мають забезпечувати прозоре й оперативне інформування інвесторів щодо випусків. Запровадження цього акта стало важливим кроком до підвищення прозорості фондового ринку та узгодження українських стандартів з європейською практикою. Його основна мета полягає у забезпеченні своєчасного, повного й достовірного інформування інвесторів про діяльність емітентів, їх фінансовий стан, результати випуску цінних паперів та істотні події, здатні вплинути на вартість інструментів чи інвестиційні рішення.

Положення поширюється не лише на емітентів цінних паперів, але й на осіб, які надають забезпечення за такими паперами, а також на радників, залучених до корпоративних прав, що робить систему розкриття комплексною. Документ чітко структурує види інформації, які підлягають оприлюдненню: регулярну (річну та проміжну фінансову звітність та інші обов'язкові дані), особливу (відомості про значні події, зміни у власності чи менеджменті, великі правочини, реструктуризацію тощо), а також спеціальну інформацію про випуски, включаючи проспекти емісії та звіти про результати розміщення. Передбачені уніфіковані форми та стандартизовані титульні аркуші повідомлень, що забезпечує однаковий підхід до їх оприлюднення та полегшує доступ інвесторів до даних. Подання звітності у форматі XBRL забезпечує автоматизовану обробку та підвищує прозорість для

регулятора й учасників ринку. Строки розкриття встановлені достатньо чіткі.

Упровадження цього режиму має системний вплив на ринок. По-перше, воно значно зменшує інформаційну асиметрію між емітентами та інвесторами, створюючи умови для ухвалення більш обґрунтованих інвестиційних рішень. По-друге, стандартизація форм і процедур підвищує порівнюваність даних і рівень довіри до українських випусків серед інституційних та міжнародних інвесторів. По-третє, відповідальність емітентів за своєчасність і повноту оприлюднення посилюється, а недотримання вимог може стати підставою для санкцій. Таким чином, Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, затверджене рішенням НКЦПФР від 06.06.2023 №608 закладає основу для більшої прозорості та дисципліни на ринку капіталу, що є критично важливим у воєнних умовах і водночас відповідає стратегічній меті інтеграції України до європейського фінансового простору.

Розвиток ринку «зелених» облігацій в Україні ґрунтується на поєднанні законодавчих норм та спеціальних рекомендацій регулятора. Загальні вимоги до розкриття інформації емітентами визначені статтею 17 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», яка встановлює обов'язок своєчасного, повного й достовірного інформування інвесторів про фінансовий стан, випуски цінних паперів та істотні події у діяльності емітента.

Ці положення конкретизуються рішеннями НКЦПФР:

- Рішення НКЦПФР від 07.07.2021 №493 «Рекомендації щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій».
- Рішення НКЦПФР від 07.02.2024 №157 «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 від 10.04.2024 №433 «Рекомендації щодо відбору проєктів екологічного спрямування, що можуть фінансуватися за рахунок зелених облігацій».



Паралельно на функціонування ринку впливають обмеження та вимоги Національного банку України (НБУ), зокрема у сфері валютних операцій і клірингово-платіжної інфраструктури. Базовим документом у воєнний період є постанова правління НБУ від 24.02.2022 №18 «Про роботу банківської системи в період воєнного стану», яка визначає правила для операцій у національній та іноземній валюті, а також регулює капітальні трансакції.

Таким чином, нормативно-правова база охоплює як правила місцевих запозичень, так і вимоги до прозорості емітентів, інструменти для «зелених» облігацій та регуляторні обмеження НБУ, що разом

визначають можливості й межі розвитку ринку муніципального боргу в Україні.

Водночас слід зазначити, що чинна нормативна база є фрагментованою та неповною: окремі її елементи ще не гармонізовані з європейськими стандартами, відсутня національна таксономія «зелених» проєктів, бракує чітких механізмів акредитації зовнішніх рецензентів і стандартизованих вимог до звітності. Це створює прогалини, які стримують розвиток повноцінного ринку «зелених» і муніципальних облігацій в Україні.

3. ПРАКТИКА ВИПУСКІВ В УКРАЇНІ

Ринок муніципальних та «зелених» облігацій в Україні має обмежений, але поступово зростаючий досвід. Відповідно до статті 15 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», рішення про емісію облігацій місцевих позик ухвалюють представницькі органи місцевого самоврядування. Реєстрацію таких випусків здійснює НКЦПФР згідно з Положенням про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик, затвердженим рішенням НКЦПФР від 14 червня 2018 року №391.

За інформацією НКЦПФР, загалом у **2003–2022** НКЦПФР зареєструвала 90 випусків муніципальних облігацій на суму понад 12,4 млрд грн, а **станом на 2025 рік сукупний обсяг емісії в Україні перевищив 17,6 млрд грн**. Досвід використання цього механізму мають близько 20 муніципалітетів, серед них 12 обласних центрів та низка міст обласного значення. Важливо, що за час незалежності України не було зафіксовано жодного випадку муніципального дефолту, який призвів би до безнадійної заборгованості.

За інформацією НКЦПФР, найбільш показовим є досвід окремих міст, які системно використовували механізм муніципальних облігацій.

Київська міська рада

7 випусків на суму близько 2,6 млрд грн, з яких більшість уже погашено; останні серії мають термін до 2026 року. Найбільші розміщені пакети припадають на **2022 рік (1,5 млрд грн)** та **2021 рік (1,1 млрд грн)**. Загальний обсяг емісії Києва у 2003–2022 рр. перевищив **10,8 млрд грн** (зокрема 5,4 млрд у 2012 р. та 2,6 млрд у 2014 р.) .

Харківська міська рада:

6 випусків на суму близько 2 млрд грн (2020 рік), які повністю погашено. Найбільший розміщений пакет становив **1,5 млрд грн у 2020 році**. Загалом у 2005–2020 рр. обсяг емісій Харкова перевищив **2,7 млрд грн**.

Львівська міська рада:

6 випусків на суму 1,64 млрд грн. Найбільші пакети були здійснені у **2020 році (900 млн грн)** та **2018 році (740 млн грн)**. У 2007–2020 рр. сукупний обсяг емісії Львова перевищив **2,6 млрд грн**.

Івано-Франківська міська рада

3 випуски на суму 300 млн грн (2018 рік), спрямовані на розвиток транспорту та комунальної інфраструктури. Загальний обсяг емісії Івано-Франківська становив **305,5 млн грн** (5,5 млн у 2005 р. та 300 млн у 2018 р.).

Одеська міська рада:

Мала кілька невеликих випусків, найбільший з яких відбувся у **2005 році на 150 млн грн**. Загальний обсяг емісії Одеси становив **155 млн грн**.

Черкаська міська рада

Здійснила 2 випуски на загальну суму **65 млн грн** (5 млн у 2005 р. та 60 млн у 2011 р.).

В Україні, попри відсутність муніципальних випусків зелених облігацій, окремі корпоративні компанії вже виходили на міжнародні ринки з подібними інструментами.

У 2019 році компанія ДТЕК розмістила зелені облігації на Ірландській фондовій біржі на суму €325 млн для фінансування проєктів відновлюваної енергетики.

Також, у 2021 році НЕК «Укренерго» здійснила випуск зелених облігацій на Лондонській фондовій біржі на суму \$825 млн для розвитку інфраструктури передачі електроенергії.

Зазначені кейси свідчать про потенціал ринку, але водночас показують, що муніципалітети залишаються осторонь. Причини цього криються у низці системних викликів, серед яких ключовим є питання високої вартості запозичень.

Одним із головних бар'єрів для муніципалітетів є необхідність конкурувати з державними облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Доходи за ОВДП не оподатковуються, а сам інструмент вважається безризиковим, тому інвестори надають їм перевагу. Щоб зробити облігації місцевих позик привабливими, емітенти змушені пропонувати відсоткову ставку не нижчу від рівня доходності за ОВДП з аналогічними параметрами, плюс додаткову надбавку — для покриття податкового навантаження на інвестора та премію за ризик, пов'язаний із тим, що емітентом виступає не держава. У результаті кошти, залучені громадами, стають «дорогими». Додатково витрати емітента зростають через необхідність виконувати функцію податкового агента для всіх власників облігацій, забезпечуючи адміністрування виплат доходів і погашення, що особливо актуально у випадку публічних розміщень серед необмеженого кола осіб.

Важливим бар'єром виступає те, що при випуску облігацій емітент (наприклад, міська рада) отримує всю суму залучених коштів одразу після завершення розміщення. Це означає, що місто одразу бере на себе зобов'язання обслуговувати повний обсяг боргу — сплачувати відсотки інвесторам з усієї суми позики, незалежно від того, чи почалися вже фактичні роботи за проєктом, чи використані кошти лише частково. Така особливість створює додаткове фінансове навантаження на місцевий бюджет, оскільки відсоткові платежі починають нараховуватися з першого дня після отримання коштів. Для порівняння, у випадку з банківським кредитом механізм фінансування зазвичай гнучкіший. Банк може надавати кошти частинами — траншами, відповідно до графіка реалізації інвестиційного проєкту. Тобто, гроші виділяються поступово, у міру виникнення потреби у фінансуванні окремих етапів робіт. Це зручно для позичальника, оскільки відсотки нараховуються лише на ту суму, яка фактично вже отримана і використана. Відповідно, у перші місяці чи навіть

роки обслуговування боргу фінансове навантаження може бути значно нижчим, ніж у випадку з облігаціями.

Процес емісії муніципальних облігацій в Україні передбачає тривалу підготовку документів, численні погодження та перевірки, реєстрацію випуску в НКЦПФР, а також укладення договорів із депозитарними установами. Якщо навіть для великих міст, зокрема Львова, процедура емісії облігацій є складною через надмірну зарегульованість та значні організаційні витрати, то для невеликих громад з обмеженим кадровим і фінансовим ресурсом такі вимоги стають майже непосильним бар'єром.

Слід зазначити, що одним із суттєвих бар'єрів є низький суверенний кредитний рейтинг України. За оцінкою Moody's, рейтинг країни наразі перебуває на рівні Ca — що означає «високу спекулятивність» і ймовірність дефолту. Fitch утримує Україну на категорії «Restricted Default» (RD), що свідчить про значні ризики неповернення боргів.

Ці оцінки впливають безпосередньо на рішення інвесторів: висока ймовірність невиконання зобов'язань змушує закладати додаткові премії за ризик, що збільшує вартість залучення ресурсів для емітентів — особливо для муніципалітетів. Крім того, стандартні строки обігу муніципальних облігацій в Україні зазвичай становлять лише 3–5 років. Натомість зелені проєкти (енергоефективність, транспортна інфраструктура, відновлювана енергетика) потребують довшого горизонту фінансування — щонайменше 7–15 років. Така розбіжність робить муніципальні облігації обмежено придатними для фінансування довгострокових інвестицій у сталий розвиток.

Усі ці питання стали предметом обговорення під час професійної дискусії, що відбулася 12 вересня 2025 року, в тому числі за ініціативою GIZ. У ній взяли участь представники Офісу Президента України, центральних органів влади, органів місцевого самоврядування та міжнародні експерти. Дискусія була зосереджена на практичних аспектах випуску муніципальних та зелених облігацій, а також на можливостях адаптації європейського досвіду до українських умов.

4. ПОРІВНЯННЯ З ЄС ТА МІЖНАРОДНИМИ СТАНДАРТАМИ

4.1 ЄС та EU Green Bond Standard

Європейський Союз зробив визначальний крок у формуванні єдиного підходу до «зелених» облігацій, ухваливши Регламент (ЄС) 2023/2631. Документ набрав чинності у жовтні 2023 року та застосовується з 21 грудня 2024 року. Він закріпив EU Green Bond Standard (EU GBS) як обов'язковий орієнтир для випуску «зелених» боргових інструментів на території ЄС.



Відповідність таксономії ЄС

Усі проекти, що фінансуються, мають відповідати технічним критеріям сталості та принципу «Do No Significant Harm».



Прозорість та звітність

Емітенти зобов'язані щорічно надавати allocation-звіт (про розподіл коштів) та щонайменше один impact-звіт (про екологічний ефект). Формати цих документів уніфіковані та закріплені у додатках до регламенту (Annex I–III).



Зовнішній контроль

Усі випуски підлягають незалежній перевірці зовнішніми рецензентами, які мають бути акредитовані Європейським органом з цінних паперів та ринків (ESMA).



Фінансова дисципліна

Залучені кошти повинні обліковуватися на окремих рахунках чи в спеціально виділених портфелях для запобігання змішуванню з іншими фінансовими потоками.



Єдині стандарти розкриття інформації

Усі дані для інвесторів надаються у стандартизованій формі, що полегшує порівняння випусків і підвищує довіру до інструменту.



4.2 Міжнародні практики

Світовий ринок зелених облігацій розвивається динамічно, і приклади різних країн підтверджують: ключ до успіху полягає у поєднанні чіткої нормативної бази, довіри інвесторів та інноваційних інструментів. Україна, яка перебуває на етапі формування власного підходу, може використати цей досвід для уникнення помилок і пришвидшення інтеграції у європейський фінансовий простір.

Глобальний ринок сталих облігацій (green, social, sustainable та sustainability-linked) демонструє стрімке зростання. У 2024 році обсяг нових випусків перевищив 1,1 трлн дол. США, а кумулятивно, станом на кінець року досяг 5,7 трлн дол. США. Найбільшу частку займають саме «зелені» облігації — 62% (3,4 трлн дол. США). Уже в першому кварталі 2025 року кумулятивний обсяг ринку зріс до 5,93 трлн дол. США, що підтверджує динаміку і значний інтерес інвесторів.

Європейський інвестиційний банк та Світовий банк

У 2007–2008 роках започаткували перші у світі випуски green bonds, які заклали фундамент для всіх подальших практик. Саме їхня модель прозорості, незалежного аудиту та регулярної звітності стала прототипом сучасних Green Bond Principles, а пізніше — EU Green Bond Standard. І сьогодні ці інституції залишаються провідними емітентами, задаючи «тон» глобальному ринку.

Велика Британія

У 2021 році вперше випустила «зелені гілти» (green gilts), залучивши £10 млрд при попиті понад £100 млрд. Це показало, що за умови прозорих правил і політичної підтримки попит на такі інструменти може в рази перевищувати пропозицію. Загалом у 2021–2022 роках уряд отримав £16,1 млрд зеленого фінансування. Важливо, що британський Green Financing Framework поєднав екологічні та соціальні критерії, завдяки чому інвестори сприймають green gilts не лише як фінансовий, а й як «імпактний» інструмент.

Китай

Демонструє, як ринок може масштабуватися завдяки узгодженій державній політиці. Якщо у 2020 році обсяг випусків становив близько \$44 млрд, то у 2024 році — майже \$70 млрд. Успіх пояснюється трьома факторами:

1. Включення зеленого фінансування до національних стратегій розвитку.
2. Гармонізація національної таксономії з європейською через Common Ground Taxonomy.
3. Активна участь державних банків, які стали основними емітентами та інвесторами. Китайський досвід підтверджує: без чіткого державного курсу ринок розвивається повільно.



Угорщина

У квітні 2025 року увійшла в історію як країна, що випустила найдовші у світі зелені облігації — з терміном 30 років. Такий крок відкрив ринок для довгострокових інституційних інвесторів — пенсійних фондів та страхових компаній. Водночас Угорщина вперше здійснила мультивалютні випуски (євро, юані, єні), чим зуміла диверсифікувати базу покупців і посилити довіру до власної фінансової системи. Для України цей приклад цінний тим, що навіть країна з підвищеними політичними ризиками може привернути увагу інвесторів завдяки інноваційності інструменту.

Нідерланди

У 2023 році стали піонером цифрових зелених облігацій, розмістивши їх на публічному блокчейні. Це забезпечило максимальну прозорість, можливість відстеження коштів у реальному часі, а також зменшило транзакційні витрати. Такий інноваційний підхід дозволяє розширити коло інвесторів, у тому числі роздрібних, і зробити ринок доступнішим. Для України це сигнал: цифровізація може стати інструментом підвищення довіри до ринку облігацій навіть в умовах високих ризиків.

Польща

У 2016 році стала першою державою світу, яка випустила зелені державні облігації. 3 того часу країна регулярно проводить випуски, загальна сума яких перевищила €2 млрд. Польська модель базується на регулярності, що створює стабільний попит і довіру з боку інвесторів. Кошти спрямовуються на розвиток транспорту, модернізацію житлового фонду, управління відходами та відновлювану енергетику.

Литва

Вийшла на ринок зелених облігацій у 2018 році, а згодом приклад держави підхопили й муніципалітети. Литовська практика цінна тим, що вона з самого початку будувалася на відповідності таксономії ЄС, що гарантує сумісність із EU GBS. Це дозволяє країні залучати міжнародних інвесторів навіть попри відносно невеликий обсяг випусків.

Румунія

У 2023 році ухвалила Green Bond Framework, що повністю враховував вимоги EU GBS, а вже у 2024 році здійснила перший суверенний випуск зелених облігацій на міжнародному ринку. Попри нижчий кредитний рейтинг, країна успішно привернула інвесторів завдяки відповідності європейським стандартам і прозорій звітності.

Міжнародний досвід показує кілька ключових закономірностей:

- Високий попит виникає за умови довіри до регуляторної системи (Велика Британія, Польща).
- Масштабування ринку можливе лише завдяки узгодженій державній політиці та національній таксономії (Китай, Литва, Румунія).
- Інноваційні інструменти підвищують довіру та розширюють коло інвесторів (Нідерланди, Угорщина).
- Міжнародні інституції (ЄІБ, Світовий банк) залишаються опорою, що формує правила і гарантує прозорість.

Для України цей досвід означає: щоб зелений ринок став драйвером відбудови, необхідно поєднати європейські стандарти, регулярні випуски, цифровізацію інструментів і міжнародну підтримку.

4.3 Український контекст

В Україні на рівні законодавства вже закладено основу для розвитку зелених фінансових інструментів. Зелені облігації офіційно визнані як окремий вид боргових цінних паперів. У 2022 році була схвалена [Концепція розвитку ринку зелених фінансових інструментів](#), а вже у 2023 році ухвалено [Енергетичну стратегію України до 2050 року](#), де зелені облігації визначені одним із ключових інструментів фінансування енергетичного переходу. Це свідчить про політичне визнання важливості цього ринку та його потенціалу для післявоєнної відбудови.

Водночас на практиці українська рамка залишається незавершеною і містить низку суттєвих прогалин:

Відсутність національної таксономії

Немає єдиного затвердженого переліку видів діяльності та критеріїв, які офіційно визнаються «зеленими». Це створює правову невизначеність і змушує інвесторів орієнтуватися на європейські чи міжнародні стандарти, які не завжди адаптовані до українських умов.

Брак системи акредитації зовнішніх рецензентів

В Україні не існує реєстру незалежних перевіряючих організацій, які могли б підтверджувати «зеленість» проєктів. Це знижує довіру міжнародних інвесторів, оскільки верифікація залишається несистемною та нерідко дорогою.

Рекомендаційний характер рішень НКЦПФР

Документи 2021 та 2024 років містять корисні методичні поради щодо зеленої емісії, відбору проєктів і підготовки звітності. Проте вони не мають сили закону, а отже, не створюють обов'язкових правил для емітентів. Це обмежує їхню практичну дієвість і залишає ринок у «сірій зоні».

Відсутність обов'язкової impact-звітності

Емітенти не зобов'язані регулярно звітувати про те, яких саме екологічних результатів досягнуто завдяки залученим коштам. Так само немає уніфікованих KPI (наприклад, скорочення викидів CO₂, виробництво додаткових МВт-год чистої енергії, зменшення споживання води чи переробка відходів).

Висока вартість сертифікації та низька ліквідність

Для потенційних емітентів (особливо муніципалітетів) сертифікація зелених облігацій залишається надто дорогою, а вторинний ринок майже не розвинений. Це робить інструмент малопривабливим для широкого використання.

У підсумку виходить, що на відміну від ЄС та провідних країн, де вже діють чіткі стандарти та механізми зовнішнього контролю, Україна перебуває лише на етапі впровадження рекомендацій. Через це рівень довіри до українських зелених облігацій з боку міжнародних інвесторів обмежений, а вихід на глобальні ринки значно ускладнений.



4.4 Висновки для України

Досвід ЄС та міжнародних практик підтверджує: для успішного розвитку ринку зелених і муніципальних облігацій Україні потрібно зробити кілька ключових кроків.

1. Гармонізація з EU GBS

Гармонізація з Європейським стандартом зелених облігацій (EU GBS) має стати першочерговим завданням для НКЦПФР, Мінфіну та НБУ. Це забезпечить інтеграцію України до єдиного європейського ринку капіталу, дозволить українським випускам відповідати очікуванням інституційних інвесторів та знизить вартість запозичень завдяки підвищенню довіри.

2. Національна таксономія зелених проєктів

Потрібно ухвалити єдину національну таксономію, яка визначатиме, які саме види діяльності вважаються «зеленими». Її варто прив'язати до пріоритетів післявоєнної відбудови, наприклад, відновлювана енергетика, модернізація теплокомуненерго, транспортна інфраструктура, управління відходами. Це допоможе уникнути плутанини й забезпечити прозоре спрямування коштів на критично важливі сфери.

3. Реєстр акредитованих рецензентів

Відсутність в Україні системи акредитації зовнішніх перевіряючих організацій створює серйозний бар'єр для довіри. Створення публічного реєстру акредитованих рецензентів (за моделлю [*European Securities and Markets Authority*](#)) дозволить інвесторам бути впевненими, що оцінка «зеленості» проєктів здійснюється професійно та незалежно. Це також мінімізує ризики greenwashing — коли проєкти лише формально декларуються як екологічні.

4. Обов'язкові impact-звіти та KPI

Запровадження обов'язкової звітності про вплив із конкретними KPI (наприклад, скорочення CO₂, виробництво чистої енергії, кількість модернізованих будівель) підвищить прозорість і дозволить інвесторам реально вимірювати ефективність вкладень. Це критично важливо для міжнародних фондів, які інвестують у «зелені» інструменти саме через їхній довгостроковий ефект.

5. Використання досвіду сусідів

Україна може значно прискорити формування власної системи, спираючись на приклади сусідніх країн:

- **Польща** — піонер серед суверенних green bonds, де регулярність випусків створила довіру ринку.
- **Литва** — з перших кроків забезпечила сумісність із таксономією ЄС, що дозволило залучати міжнародних інвесторів.
- **Румунія** — навіть за нижчого кредитного рейтингу змогла провести успішний випуск завдяки прозорій рамці, що враховує вимоги EU GBS.

5. КЛЮЧОВІ ПРОГАЛИНИ ПРАВОВОЇ ТА РЕГУЛЯТОРНОЇ БАЗИ

Попри наявність нормативної основи для випуску муніципальних та «зелених» облігацій, правова рамка України залишається неповною та фрагментованою. Аналіз документів (Бюджетний кодекс України, Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», рішення НКЦПФР, постанови НБУ) показує низку ключових прогалин, які стримують розвиток цього сегмента ринку.

5.1 Відсутність національної таксономії «зелених» проєктів

Україна поки що не ухвалила власну таксономію зелених видів діяльності, яка б визначала, які саме проєкти можна фінансувати через зелені облігації. У Концепції розвитку ринку зелених фінансових інструментів (2022) передбачено розробку таксономії, проте документ залишається на етапі опрацювання. Наявні рекомендації Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку: рішення від 07.07.2021 №493 «Рекомендації щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій», рішення від 07.02.2024 №157 «Рекомендації 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» та рішення від 10.04.2024 №433 «Рекомендації щодо відбору проєктів екологічного спрямування, що можуть фінансуватися за рахунок зелених облігацій» — охоплюють лише загальні критерії та вимоги до звітності, проте не містять чітких переліків секторів і показників.

На відміну від ЄС (EU Taxonomy) та Common Ground Taxonomy (ЄС — Китай), українська рамка не встановлює принципу «Do No Significant Harm», не визначає меж для соціальних чи кліматичних ризиків.

Це створює правову невизначеність, знижує довіру інвесторів та ускладнює інтеграцію України до ринку ЄС.

5.2 Відсутність системи акредитації та нагляду за зовнішніми рецензентами

Наразі в Україні відсутній механізм офіційної акредитації незалежних верифікаторів, які підтверджують екологічність та цільове використання коштів від розміщення облігацій. У рішенні НКЦПФР від 10.04.2024 №433 «Рекомендації щодо відбору проєктів екологічного спрямування, що можуть фінансуватися за рахунок зелених облігацій» зазначено про необхідність екологічної експертизи, але не передбачено створення системного реєстру перевіряючих організацій. Також у ЄС акредитацію таких рецензентів здійснює **ESMA** відповідно до EU GBS.

Разом з тим, в Україні ж перевірку можуть робити приватні компанії, однак відсутність єдиного стандарту підвищує ризик **greenwashing** (коли проєкти лише формально називаються «зеленими»).



5.3 Відсутність стимулюючих норм для муніципальних зелених випусків

Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» та Бюджетний кодекс України регламентують місцеві запозичення, у тому числі через випуск зелених облігацій, проте не містять положень, які б стимулювали або спрощували саме «зелені» випуски на муніципальному рівні. Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу, затверджене рішенням НКЦПФР від 14.06.2018 №391 встановлює загальну процедуру емісії внутрішніх місцевих позик, проте не передбачає спеціальних вимог чи пільгових механізмів для «зелених» проєктів. У результаті, попри наявність базового законодавчого регулювання, інструмент зелених муніципальних облігацій наразі не використовується.

Додатково потребують вирішення питання щодо:

- зменшення за рахунок державних програм навантаження на бюджети громад при випуску облігацій, зокрема шляхом компенсації основного боргу та часткової сплати відсотків за випуск облігацій;
- усунення надмірних регуляторних бар'єрів при емісії облігацій;
- підвищення інституційної спроможності регіонів стосовно використання облігацій;
- встановлення особливого порядку випуску облігацій місцевими органами влади на прифронтових територіях.

5.4 Невизначеність щодо періодичності звітності

Рішення від 07.02.2024 №157 «Рекомендації 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» передбачає звітність про вплив на довкілля, але має **рекомендаційний характер** і не встановлює обов'язкової періодичності чи уніфікованих форм KPI. Натомість у ЄС емітенти зобов'язані подавати щорічний **allocation report** (звіт про використання коштів) та принаймні один **impact report** (звіт про екологічний ефект), оформлені за стандартизованими формами (Annex I–III до Регламенту 2023/2631). В Україні ж відсутність чітких вимог призводить до того, що інвестори не мають достатньої впевненості у вимірюванні реальних результатів.

5.5 Неврегульованість інших сталих інструментів

Українська нормативно-правова база охоплює **соціальні, сталі (sustainability) чи перехідні (transition)** облігації, які вже активно розвиваються на міжнародних ринках.

- Це звужує можливості для фінансування широкого спектра проєктів від відновлення соціальної інфраструктури до поступового переходу від вугільної до «чистої» енергетики.
- У міжнародній практиці ці інструменти часто йдуть паралельно із зеленими облігаціями і формують цілісну рамку Sustainable Bonds.

5.6 Відсутність правил розкриття воєнних ризиків

- В умовах воєнного стану інвестори очікують спеціальних правил щодо розкриття військових ризиків, страхових механізмів чи гарантій міжнародних партнерів (рекомендується залучення досвіду Експортно-кредитного агентства у страхуванні військових ризиків).
- У документах НКЦПФР чи Мінфіну наразі немає окремих норм, які б знижували ризик для інвесторів (наприклад, державні гарантії чи участь міжнародних фінансових інституцій як андеррайтерів).
- Це обмежує залучення приватного капіталу, оскільки навіть інвестори з ESG-мандатом уникають ринків із високою геополітичною нестабільністю без прозорих механізмів захисту.

Фрагментованість нормативної бази, відсутність обов'язкових стандартів і механізмів акредитації не дозволяють українському ринку зелених і муніципальних облігацій стати повноцінним елементом післявоєнного фінансування.

6. СЕКТОРИ ВІДБУДОВИ ДЛЯ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ (З УРАХУВАННЯМ ПОЗИЦІЙ МУНІЦИПАЛІТЕТІВ)

Органи місцевого самоврядування розглядають зелені облігації як можливий інструмент фінансування критичної інфраструктури. Найбільший інтерес вони вбачають у розвитку **розподіленої генерації**, яка водночас знижує викиди парникових газів та підвищує енергетичну безпеку громад. Для реалізації таких проєктів громадам потрібні типові технічні рішення й співфінансування з боку міжнародних партнерів.

Сегмент **теплопостачання** є ключовою «точкою входу» для муніципальних зелених облігацій, адже більшість операторів енергоустановок належать громадам. Зелені випуски можуть стати джерелом коштів для модернізації мереж та скорочення залежності від газу.

У сфері **житлово-комунальної інфраструктури** green bonds можуть фінансувати масштабні програми енергоефективності — утеплення багатоквартирних будинків, реконструкцію шкіл, лікарень і дитсадків. Це напряму відповідає пріоритетам відбудови.

Громади також висловлюють інтерес до **транспорт**у, зокрема оновлення електротранспорту та зарядної інфраструктури. Досвід співпраці з ЄБРР та ЄІБ уже

показав ефективність кредитних механізмів, а зелені облігації можуть доповнити цю практику.

Окремий напрям — **водопостачання, водовідведення та поводження з відходами**, де муніципалітети відповідають за управління. Потенційними проєктами є модернізація очисних споруд, дегазація полігонів і будівництво сміттєпереробних комплексів.

Також у рамках таксономії зелені облігації можуть фінансувати розвиток цифрової інфраструктури міст, зокрема «розумних» систем управління енергоспоживанням і громадськими послугами.

За інформацією Держенергоефективності, потенціал українського ринку «зелених» облігацій до 2030 року становить близько 36 млрд дол. США. Це відкриває значні можливості для фінансування енергоефективності, модернізації транспорту, відновлюваної енергетики, систем водопостачання та розвитку циркулярної економіки. Ключовим завданням стане формування пулу фінансово стійких проєктів, які відповідатимуть вимогам Таксономії ЄС і дозволять інтегрувати Україну у глобальний ринок сталого фінансування.

7. РЕКОМЕНДАЦІЇ

1. Регуляторне узгодження та стандартизація

З урахуванням положень статті 18 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» доцільно деталізувати вимоги до емітентів та екологічних проєктів у відповідності до європейських стандартів. Насамперед слід доповнити зазначену статтю нормами, що передбачатимуть обов'язкову відповідність проєктів екологічного спрямування критеріям Регламенту Європейського Союзу (ЄС) 2020/852 (Регламенту Таксономії ЄС). Крім того, необхідно запровадити вимогу проведення зовнішньої перевірки екологічних проєктів до та після розміщення облігацій відповідно до положень Регламенту (ЄС) 2023/2631 (EU Green Bond Standard).

Запропонувати Кабінету Міністрів України розробити та затвердити нормативно-правовий акт, який встановлюватиме класифікацію екологічно сталих (зелених) секторів економіки, технічні критерії віднесення видів діяльності до сталих, а також порядок її оновлення та застосування відповідно до положень Регламенту Європейського Союзу (ЄС) 2020/852 (Регламенту Таксономії ЄС). У зазначеній постанові також доцільно визначити порядок створення та ведення Національного реєстру незалежних верифікаторів зелених облігацій, процедуру їх акредитації, переатестації та контролю діяльності.

Внести зміни до статті 18 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», передбачивши обов'язковість щорічного подання емітентами зелених облігацій звіту про екологічний вплив (impact-звіту), що містить ключові показники ефективності (KPI), визначені Національною комісією з

цінних паперів та фондового ринку відповідно до міжнародних стандартів та положень Регламенту (ЄС) 2023/2631 (EU Green Bond Standard), із забезпеченням зовнішньої перевірки (post-issuance review) незалежним верифікатором.

Запропонувати НКЦПФР розробити та затвердити Положення «Про екологічну (impact) звітність емітентів зелених облігацій», яким визначити структуру, зміст, перелік основних екологічних KPI.

Запропонувати Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку переглянути чинні нормативно-правові акти, що регулюють порядок реєстрації випусків і проспектів емісії облігацій, з метою спрощення процедур для емітентів зелених облігацій.

Доцільно передбачити скорочення строків розгляду документів, можливість подання матеріалів в електронній формі, запровадження спрощеного порядку погодження проспектів емісії для проєктів, що відповідають вимогам Регламенту (ЄС) 2023/2631 (EU Green Bond Standard), а також усунення дублювання погоджувальних процедур між державними органами.

В умовах воєнного стану розробити спеціальні правила розкриття військових ризиків, а також передбачити страхові механізми чи гарантії міжнародних партнерів, використовуючи досвід Експортно-кредитного агентства України у страхуванні військових ризиків.

Відповідальні органи

НКЦПФР, Мінекономіки, Мінфін.



2. Практичні настанови для муніципалітетів

- Підготувати покрокові методичні посібники та шаблони проспектів емісії, орієнтовані на потреби органів місцевого самоврядування (наприклад, науково практичний посібник для фахівців органів місцевого самоврядування «Фінансові інструменти: емісія муніципальних облігацій» В. Козак, С. Москвін та В. Посполітак).
- Організувати систему навчання, тренінгів і консультацій для представників органів місцевого самоврядування щодо процедур випуску, розміщення та обслуговування облігацій.
- Залучити міжнародних донорів та партнерські інституції для фінансування підготовки матеріалів і програм навчання.
- Підвищувати інституційну спроможність регіональних органів влади полягає у розвитку їхніх професійних компетенцій, організаційних процесів та технічних ресурсів для ефективного використання муніципальних облігацій. Це включає навчання фахівців плануванню, випуску та обслуговуванню облігацій, вдосконалення внутрішніх процедур і стандартів роботи, а також забезпечення доступу до сучасних інформаційних та аналітичних матеріалів. Формується здатність оцінювати фінансові потреби громади, прогнозувати наслідки випуску облігацій та інтегрувати їх у бюджетні стратегії.

Відповідальні органи

Мінрозвитку, НКЦПФР, міжнародні організації.

3. Пілотні випуски як історії успіху

- Запустити кілька демонстраційних випусків цінних паперів (зокрема у Львові, Києві та інших великих містах). Такі випуски цінних паперів повинні стати практичними прикладами ефективного використання інструменту та підтвердити його дієвість у реальних економічних умовах.

Пілотний випуск має бути ретельно підготовлений. Необхідно визначити обсяг емісії, цільове призначення коштів, строки обслуговування та механізми погашення. Важливо також зафіксувати умови залучення інвесторів, порядок розподілу ризиків і систему

контролю за використанням залучених ресурсів. Прозорість усіх етапів, від планування до звітності, забезпечить довіру ринку й створить базу для подальших практик.

Результати кожного пілотного випуску варто оприлюднювати у відкритому форматі — через звіти, презентації, публічні обговорення та інші механізми комунікації. Це сприятиме підвищенню прозорості, обміну досвідом і поширенню кращих практик серед громад.

- Залучати міжнародні організації як якорних інвесторів чи гарантів.

Відповідальні органи

НКЦПФР, Мінфін, місцеві ради, міжнародні партнери (ЄІБ, Світовий банк).



4. Фінансовий сектор і інтеграція ESG

- Інтегрувати оцінку кліматичних ризиків у банки та страхові компанії.
- Заохочувати розробку «зелених кредитних ліній».
- Використати досвід ЄС у переході до плаваючих ставок.

Відповідальні органи

НБУ, Мінфін, НКЦПФР.

5. Фінансово стійкі проекти

- Створити державний пул пріоритетних інфраструктурних і зелених проєктів.
- Забезпечити незалежну верифікацію таких проєктів.

Відповідальні органи

Мінекономіки, Мінрозвитку, Мінфін, міжнародні партнери (IFC, ЄБРР).

6. Стимули та підтримка з боку держави

Розробити та внести зміни до Податкового кодексу України, передбачивши надання податкових пільг для емітентів зелених облігацій і інвесторів, які фінансують екологічні проєкти, зокрема:

- розглянути можливість звільнення від оподаткування доходів (прибутку), отриманих від операцій із державними та муніципальними зеленими облігаціями, або застосування зниженої ставки податку на доходи від корпоративних зелених інвестицій.
- розглянути можливість включення витрат на верифікацію та підготовку емісії до складу податкового кредиту.

Доручити Кабінету Міністрів України розробити механізм часткової компенсації витрат на зовнішню верифікацію зелених проєктів і випуск облігацій за рахунок коштів державного бюджету або міжнародної технічної допомоги.

Розглянути можливість запровадження механізму субсидування відсоткових ставок за «зеленими»

кредитами та муніципальними облігаціями, спрямованими на фінансування проєктів з енергоефективності, переробки відходів, декарбонізації виробництва та розвитку сталої інфраструктури. З цією метою внести зміни до постанов Кабінету Міністрів України, що регулюють програми державної фінансової підтримки суб'єктів господарювання (зокрема, програму «Доступні кредити 5–7–9%»), передбачивши окремий напрям «зелене фінансування», у межах якого держава компенсуватиме частину відсоткової ставки інвесторам або органам місцевого самоврядування, що реалізують екологічні проєкти.

Передбачити у Державному бюджеті України окрему програму підтримки місцевих запозичень у формі зелених облігацій, яка забезпечуватиме часткову компенсацію витрат органів місцевого самоврядування, пов'язаних із випуском і розміщенням таких облігацій, а також можливість компенсації частини основного боргу чи відсотків за рахунок державних програм.

Відповідальні органи

Мінфін, Мінекономіки, Мінрозвитку, Верховна Рада України (законодавчі зміни).

7. Модель спільних випусків

Розробити правовий механізм спільної емісії муніципальних облігацій кількома територіальними громадами, передбачивши внесення змін до Бюджетного кодексу України, Закону України «Про місцеве самоврядування в Україні» та Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» з метою визначення правових засад здійснення спільних місцевих запозичень.

Доручити Кабінету Міністрів України підготувати відповідний законопроект і подати його на розгляд Верховної Ради України, а Національній комісії з цінних

паперів та фондового ринку — розробити підзаконне Положення про порядок здійснення спільних місцевих запозичень та реєстрації спільних випусків муніципальних облігацій.

Поєднання сильних і слабших громад дозволить розподілити витрати та підвищити інвестиційну привабливість.

Встановити особливий порядок випуску облігацій місцевими органами влади на прифронтових територіях.

Відповідальні органи

Мінрозвитку (координація), НКЦПФР (регуляція), місцеві ради (ініціатива).

