



## СТАЛИЙ ТА ІНКЛЮЗИВНИЙ РОЗВИТОК, ЕКОНОМІКА ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ І «ЗЕЛЕНИЙ ПЕРЕХІД»

---

SUSTAINABLE AND INCLUSIVE DEVELOPMENT,  
ENVIRONMENTAL ECONOMICS,  
AND “GREEN TRANSITION”

<https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.06.071>

УДК 330.322:620.9

JEL: G15, G18, G20, H54

**А.Ю. ФРОЛОВ**, канд. наук з державного управління,  
завідувач сектору зелених фінансів  
Державне спеціалізоване господарське підприємство «Ліси України»  
вул. Шота Руставелі, 9А, 01023, Київ, Україна  
e-mail: andriy.frolov@ukr.net  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3972-0702>

### ЗОВНІШНІ ПЕРЕВІРКИ НА РИНКУ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ: МІЖНАРОДНА ПРАКТИКА ТА ІНСАЙТИ ДЛЯ УКРАЇНИ

---

*Досліджено типи зовнішніх перевірок на глобальному ринку зелених облігацій. Розкрито міжнародні стандарти й керівні акти, яких рекомендовано дотримуватись учасникам ринку зелених облігацій. Розглянуто пропозиції ЄС щодо впровадження послуг із зовнішніх перевірок на ринку зелених облігацій. Сформовано концептуальні підходи до встановлення режиму акредитації верифікаторів зелених облігацій в Україні.*

**Ключові слова:** *зелені облігації; ринок зелених облігацій; емітенти зелених облігацій; верифікатори зелених облігацій; стандарт зелених облігацій; зовнішні перевірки на ринку зелених облігацій; акредитація верифікаторів зелених облігацій.*

---

Важливим компонентом ринку зелених облігацій є зовнішні перевірки. Інвестори цінують, коли емітенти підкріплюють випуски цих цінних паперів думками сторонніх організацій, висновками і рецензіями, наданими незалежними зовнішніми експертами. При цьому підходи до здійснення зовнішніх перевірок на ринку зелених облігацій різняться. Учасники даного

Ц и т у в а н н я: Фролов, А. (2024). Зовнішні перевірки на ринку зелених облігацій: міжнародна практика та інсайти для України. *Економіка України*. 67. 06 (751). 71-85. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.06.071>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2024. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

ринку прагнуть досягти різних цілей, отже, різні види оцінок мають диференційовані масштаби і ступінь глибини оцінювання. Залучення до перевірок сторонніх організацій уже стало традиційною практикою на глобальному ринку зелених облігацій. Є кодекси поведінки верифікаторів, вимоги до професійної кваліфікації і застосування стандартизованих процедур. На локальних ринках зелених облігацій з метою мінімізації витрат на зовнішні перевірки запроваджують програми підтримки емітентів, а для підвищення якості послуг верифікаторів встановлюють державний контроль.

В Україні впорядкування послуг зовнішньої перевірки також набуває особливого значення. Розбудова внутрішнього ринку зелених облігацій вимагатиме здешевлення вартості послуг зовнішніх перевірок. І до цього питання важливо підходити обережно, адже не можна втратити довіру інвесторів. Необхідність упорядкування послуг із зовнішніх перевірок на ринку зелених облігацій України й актуалізує проведення даного дослідження.

Проблемні аспекти на глобальному і локальних ринках зелених облігацій вивчали як зарубіжні, так і вітчизняні вчені, зокрема: Т. Белінський, М. Мосьонек-Шведа (Bieliński, Mosionek-Schweda, 2018), С. Парк (Park, 2018), П. Дешрайвер, Ф. Маріс (Deschryver, Mariz, 2020), Дж. Банга (Banga, 2018), Ж. Маццакураті, В. Паріс (Mazzacurati, Paris, 2021), М. Хуторна, М. Руденко і О. Вовченко (2023), М. Діба, Ю. Гернего (2021), Т. Орехова і М. Роздобудько (2022), Н. Рязанова (2023) та інші. Однак у працях цих учених не приділено достатньої уваги проблематиці зовнішніх перевірок на ринках зелених облігацій і встановленню регулюючого нагляду за діяльністю постачальників відповідних послуг.

Отже, **мета статті** — сформулювати концептуальні підходи щодо встановлення режиму акредитації постачальників послуг зовнішніх перевірок на ринку зелених облігацій України на основі розгляду міжнародного досвіду.

Зовнішні перевірки — це загальнозживаний термін на ринку зелених облігацій, що охоплює широкий спектр послуг від консультування з питань клімату і навколишнього середовища до перевірок на відповідність міжнародно встановленому стандарту використання коштів<sup>1</sup>. Такі перевірки стали реакцією на запит учасників ринку, зокрема соціально відповідальних інвесторів. Вони дозволяли підтверджувати екологічно-орієнтоване позиціонування емітента і відповідні характеристики облігацій як до, так і після випуску.

Головна особливість зелених облігацій — направлення коштів від їх продажу виключно в проекти екологічного спрямування або відповідні активи. Це і викликало занепокоєння інвесторів, у яких з'явилися сумніви щодо екологічних переваг проектів і активів, що фінансуються за

<sup>1</sup> Usability guide. EU green bond standard. European Commission, March 2020. 52 p. URL: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)

рахунок цих цінних паперів. Бракувало підтверджень щодо прозорості управління коштами, механізмів звітності й незалежності аудиту<sup>2</sup>.

Зростання попиту на зелені облігації посилило потребу в послугах зовнішньої перевірки, але зросли й вимоги до її незалежності, професійної кваліфікації постачальників відповідних послуг. Не маючи централізованого, встановленого урядами режиму сертифікації «зеленості» облігацій, учасники ринку розробили альтернативні засоби для підтвердження емітентами маркування облігацій як зелених<sup>3</sup>. Координацію цього процесу на глобальному рівні взяла на себе Міжнародна асоціація ринків капіталу (The International Capital Market Association — ICMA). У процесі консультацій і співпраці з провідними учасниками ринку ICMA у 2014 р. видала інструкції стосовно добровільного процесу випуску зелених облігацій — Принципи зелених облігацій (Green Bond Principles — GBP), які постійно переглядала.

В ICMA рекомендували емітентам призначати постачальника послуг із зовнішньої перевірки для оцінювання узгодженості індивідуального випуску, рамки або програми зелених облігацій з чотирма основними компонентами GBP: процес оцінювання і відбору проекту, використання коштів, управління коштами і звітність<sup>4</sup>. Причому рекомендувалося здійснювати такі перевірки як перед випуском зелених облігацій, тобто з фокусом на підтвердження відповідності GBP, так і після — з оцінюванням фактичного використання залучених коштів і передбачуваного впливу на екологію. Емітентам зелених облігацій пропонували отримати зовнішній відгук у різний спосіб. На ринку існувало декілька типів перевірок, які різнилися за обсягом і видами організацій, що їх здійснювали. Щоб роз'яснити все в деталях, ICMA ухвалила Керівництво із зовнішніх перевірок до GBP.

Оновлена версія Керівництва (від червня 2022 р.) містить добровільні рекомендації, спрямовані на відкритість і прозорість процесів зовнішньої перевірки для емітентів, андеррайтерів, інвесторів та інших зацікавлених сторін, у тому числі й самих зовнішніх оцінювачів. Ці рекомендації дають орієнтири щодо професійних і етичних стандартів для постачальників послуг із зовнішніх перевірок, а також щодо організації, змісту й розкриття інформації для їх звітів<sup>5</sup>. У ICMA переконані, що залучення до перевірки

<sup>2</sup> Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options. UNEP, 2016. 39 p. URL: [https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/6\\_Green\\_Bonds\\_Country\\_Experiences\\_Barriers\\_and\\_Options.pdf](https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/6_Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf)

<sup>3</sup> ESG, Professional Perspective – Green Bond Second Party Opinions: Legal and Practice Considerations. *Bloomberg Law*. April 2020. URL: <https://www.bloomberglaw.com/external/document/X27T9SR4000000/esg-professional-perspective-green-bond-second-party-opinions-le> (дата звернення: 04.04.2024).

<sup>4</sup> Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. ICMA. 2022. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp> (дата звернення: 04.04.2024).

<sup>5</sup> Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews. ICMA. 2022. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews> (дата звернення: 04.04.2024).

зовнішнього аудитора дає можливість захистити інтереси інвесторів і надати їм гарантії, що емітент дотримується всіх складових GBP, що унеможливує грінвошінг. Прийоми грінвошінгу фіксували ще в 1960-х роках у різних сферах суспільного життя, але і досі це явище процвітає, у тому числі й на боргових ринках капіталу.

Грінвошінг (greenwashing) розуміють як недобросовісний маркетинг, видання бажаного за дійсне шляхом надання облігаціям статусу зелених для покращення екологічної репутації емітента, створення його іміджу як екологоорієнтованого з метою збільшення продажів його облігацій, одержання політичної підтримки. З метою унеможливлення грінвошінгу ICMA рекомендує емітентові залучати зовнішніх постачальників послуг перевірок під час кожного випуску зелених облігацій<sup>6</sup>.

Керівництвом із зовнішніх перевірок ICMA визнаються чотири основні категорії або різновиди зовнішніх перевірок зелених облігацій.

1. *Думки сторонніх організацій.* Відповідні висновки надають установи, які мають досвід екологічної та соціальної експертизи, а також є незалежними від емітента. Висновки надаються за результатами оцінки узгодженості рамки, програми або індивідуального випуску зелених облігацій емітента з усіма основними компонентами GBP. Висновок може містити оцінку головних цілей, стратегії, політики, процесів емітента, пов'язаних з екологічною і соціальною стійкістю. Зокрема, оцінюються:

- екологічні й соціальні особливості типу проєктів, що фінансуватимуться за рахунок випуску зелених облігацій;
- екологічні й соціальні переваги і вплив, на який спрямовано реалізацію відповідних проєктів;
- потенційно значні екологічні й соціальні ризики, пов'язані з відповідними проєктами, де це доречно<sup>7</sup>.

2. *Перевірки.* Емітент зелених облігацій може отримати незалежну перевірку за визначеним набором критеріїв. Як правило, це стосується екологічної та соціальної стійкості або ефективності ключових показників ефективності й цільових показників сталого розвитку. Перевірку для зелених облігацій може бути зосереджено на відповідності внутрішнім чи зовнішнім стандартам, вимогам емітента. Перевіркою також вважається оцінювання екологічно чи соціально стійких характеристик базових активів на відповідність зовнішнім критеріям. Гарантія або підтвердження щодо методу внутрішнього відстеження емітента у використанні надходжень, розподілу коштів, залучених від зелених облігацій, заяв про вплив

---

<sup>6</sup> Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій. Рішення НКЦПФР № 493 від 07.07.2021 р. URL: [https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji\\_NKtSPFR.pdf](https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji_NKtSPFR.pdf)

<sup>7</sup> Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews. ICMA. 2022. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews>

на навколишнє середовище або узгодження звітності з GBP також може називатися перевіркою.

3. *Сертифікація*. Емітент може провести сертифікацію власної рамки зелених облігацій за визнаним зовнішнім екологічним стандартом або маркуванням. Такий тип зовнішньої перевірки може бути проведений як у частині використання надходжень, так і з огляду на виконання ключових або цільових показників ефективності сталого розвитку. Стандарт чи маркування визначає конкретні критерії і відповідність ним. Перевірку зазвичай здійснюють кваліфіковані й акредитовані сторонні організації, здатні перевірити відповідність критеріям сертифікації.

Найпоширенішим способом проведення такого типу зовнішнього огляду є використання сертифікаційної схеми Climate Bonds Standard and Certification Scheme, яку створила і підтримує організація Climate Bonds Initiative. Сертифікація відповідно до цього стандарту підтверджує, що боргові інструменти, активи або організації відповідають прозорим критеріям, які розроблені на міцній науковій основі й гарантують, що інвестиції відповідають обмеженню потепління на 1,5°C, визначеному Паризькою угодою<sup>8</sup>. Незалежну оцінку здійснює мережа затверджених верифікаторів, що забезпечує надійність процесу сертифікації. Схема контролюється незалежною Радою стандартів кліматичних облігацій.

4. *Оцінка або рейтинг зелених облігацій*. Емітент зелених облігацій може оцінити рамку зелених облігацій або їх визначальну функцію (наприклад, використання надходжень, вибір ключових показників ефективності, рівень амбіційності цільових показників ефективності сталого розвитку тощо). Оцінка здійснюється незалежними сторонами, такими як спеціалізовані дослідницькі організації або рейтингові агентства, відповідно до встановленої методології оцінки чи рейтингу<sup>9</sup>.

Висновок такого типу зовнішньої перевірки може включати зосередженість на даних про екологічну й соціальну ефективність або процес, пов'язаний із GBP або іншим контрольним показником, наприклад 2-градусним сценарієм зміни клімату. Такий вид оцінки-рейтингу відрізняється від кредитних рейтингів, які також можуть відображати значні екологічні й соціальні ризики або ризики сталого розвитку. Кредитно-рейтингові агентства використовують спеціальні методики оцінювання зелених облігацій та їх емітентів з точки зору екологічної ефективності й управління.

Емітенту рекомендується уважно підходити до процесу відбору постачальника послуг зовнішньої перевірки. Емітент має враховувати той факт, що сьогодні ринок цих послуг розподілений між чотирма типами організацій:

<sup>8</sup> Climate Bonds Initiative. 71 p. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v4-1-202403.pdf>

<sup>9</sup> Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews. ICMA. 2022. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews>

1) нефінансові рейтингові агентства, що спеціалізуються на думках сторонніх організацій (Sustainalytics, ISS-oekom, Vigéo-Eiris), а також дослідницькі організації і консультаційні служби з питань сталого розвитку (наприклад, Center for International Climate and Environmental Research);

2) велика четвірка аудиторських фірм (Deloitte, KPMG, Ernst & Young, Price waterhouse Coopers), що надають у основному постемісійну перевірку, так звані «гарантійні» послуги;

3) агентства кредитних рейтингів (Moody's, Standard & Poor's Global Ratings, Fitch);

4) органи глобального технічного контролю і сертифікації (наприклад, DNV-GL, Bureau Veritas, TÜV тощо)<sup>10</sup>.

Існує перелік зареєстрованих постачальників послуг із зовнішніх перевірок, які вже внесли свій вклад у розвиток ринку зелених облігацій і підтвердили, що добровільно узгоджуватимуть свої дії з рекомендаціями ICMA (перелік цих організацій оприлюднений на її офіційному сайті). Однак світова практика показує, що послуги із зовнішніх перевірок можуть надавати й інші види організацій. Деякі види діяльності цих організацій регулюються професійними стандартами або відповідними нормативними актами, але не всі. Отже, обираючи постачальника послуг із зовнішніх перевірок, емітент має пересвідчитися, що в нього є:

- організаційна структура, робочі процедури та інші відповідні системи для проведення зовнішньої перевірки;
- спроможність забезпечити відповідне страхування професійної відповідальності (у тому числі відшкодування можливих збитків);
- можливості приймати на роботу фахівців з необхідним досвідом і кваліфікацією для проведення необхідного переліку робіт із зовнішнього огляду, який надає емітент<sup>11</sup>.

Рішення про обрання незалежного постачальника послуг із зовнішніх перевірок ухвалюється органом управління емітента або наглядовою радою, якщо вона існує. Відібрана кандидатура верифікатора фіксується в програмі емітента щодо зелених облігацій. Варто зауважити, що на ринку зелених облігацій верифікатором вважають тільки офіційно акредитовану особу<sup>12</sup>.

Випуски зелених облігацій оцінюються зовнішнім верифікатором перед і після розміщення. Деякі постачальники можуть запропонувати більше одного типу послуг, надання їх окремо або в поєднанні. Верифікато-

<sup>10</sup> Usability guide. EU green bond standard. European Commission, March 2020. 52 p. URL: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)

<sup>11</sup> Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews. ICMA. 2022. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews>

<sup>12</sup> Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій. Рішення НКЦПФР № 493 від 07.07.2021 р. URL: [https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji\\_NKTPFR.pdf](https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji_NKTPFR.pdf)

ром на ринку зелених облігацій виступає представник організації, яка спеціалізується на зовнішньому аудиті. При цьому послуги зовнішнього верифікатора на ринку зелених облігацій відрізняються від послуг зовнішнього аудитора з перевірки показників бухгалтерського обліку або фінансової звітності. Послуги зовнішнього верифікатора на ринку зелених облігацій передбачають тісну співпрацю з емітентом як на етапі підготовки емісії цих цінних паперів, так і після їх випуску. В разі якщо зовнішнім верифікатором зелених облігацій обрано представника компанії, яка здійснює зовнішній аудит емітента, слід чітко унеможливити конфлікт інтересів усіх сторін.

Перевірки можуть бути як повними, так і частковими. Повні перевірки оцінюють узгодженість певного випуску, програми або рамки зелених облігацій з усіма основними компонентами GBP, часткові — лише узгодженість конкретних аспектів певного випуску, програми чи рамки. Спочатку верифікатор вивчає можливості емітента забезпечити виконання всіх ключових ознак GBP, а після розміщення цінних паперів — контролює процес реалізації зелених проектів, дає їм оцінку і відображає результати у звітах. Часовий діапазон проведення зовнішньої перевірки залежить від характеру огляду.

Особливе значення на ринку зелених облігацій має розкриття інформації про зовнішні перевірки. Результати зовнішніх перевірок повинні бути загальнодоступними для громадськості шляхом їх оприлюднення на вебсайті емітента або в будь-який інший доступний спосіб. Рекомендується також, щоб були доступними і звіти щодо зовнішніх перевірок раніше випущених облігацій. У окремих випадках оприлюднення результатів зовнішньої перевірки може обмежуватися вимогами конфіденційності бізнесу.

Як свідчить статистика, 98 % випущених у світі зелених облігацій підтверджувалися висновком незалежної організації<sup>13</sup>. Для будь-якого типу зовнішньої перевірки верифікаторам рекомендується використовувати стандартизований шаблон звітів зовнішньої перевірки, розроблений ІСМА з метою сприяння прозорості й цілісності ринку послуг із зовнішнього огляду. Проведені міжнародними організаціями дослідження дозволяють припустити, що зовнішні перевірки є важливими для зменшення інформаційної асиметрії, що, у свою чергу, створює зручніші умови для фінансування.

Разом з тим на ринку послуг зовнішніх перевірок існує ряд проблемних питань, здатних потенційно впливати на розвиток ринку зелених облігацій<sup>14</sup>. Серед них важливо виокремити відносно високі транзакційні витрати, з якими стикаються емітенти зелених облігацій, і складність поширення відповідних стандартів. Їх вплив на ринок зелених облігацій ви-

<sup>13</sup> Sustainable Debt Global State of the Market 2022. Climate Bonds Initiative. URL: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_sotm\\_2022\\_03e.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf)

<sup>14</sup> Usability guide. EU green bond standard. European Commission, March 2020. 52 p. URL: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)

кликав дискусії у окремих юрисдикціях щодо потреби в підтримці ринку. В Європейському Союзі було сформовано Групу технічних експертів з питань сталого фінансування, одним з головних завдань якої була розробка стандарту ЄС із зелених облігацій (EU-GBS). У поданому цією групою звіті наводяться пропозиції щодо стандартизації процедур зовнішніх перевірок на території ЄС, зокрема, стосовно проведення зовнішніх перевірок на відповідність EU-GBS як до, так і після випуску зелених облігацій.

У ЄС нагляд за діяльністю зовнішніх верифікаторів планують захистити за допомогою схеми акредитації. Група технічних експертів, розглядаючи різні підходи, дійшла висновку, що ця схема має перебувати під централізованим управлінням. Розробкою і подальшим упровадженням цієї схеми повинен займатись Європейський орган з цінних паперів і ринків (European Securities and Markets Authority — ESMA), який здійснюватиме регулюючий нагляд за діяльністю зовнішніх верифікаторів і визначатиме вимоги до акредитації постачальників послуг із зовнішніх перевірок.

Критерії до акредитації організацій у ЄС міститимуть, серед іншого, кодекси поведінки, професійну кваліфікацію і застосування стандартизованих процедур. І в цьому питанні Група технічних експертів ЄС посилається на визнані міжнародні стандарти. Так, існує низка професійних стандартів і галузевих кодексів поведінки, яких зовнішні постачальники повинні дотримуватися під час надання послуг емітентам зелених облігацій. Наприклад, ICMA відзначає Міжнародний кодекс етики професійних бухгалтерів, Кодекс професійної поведінки і стандарти атестації, встановлені Американським інститутом дипломованих бухгалтерів (American Institute of Certified Public Accountants — AICPA), а також інші стандарти аудиту, сертифікації та валідації (ISAE 3000, ISO 17021 та ISO 14065)<sup>15</sup>. Разом з тим у ICMA визначили такі п'ять основних етичних і професійних принципів, яких мають дотримуватися всі види організацій, що надають зовнішні перевірки: 1) добросовісність, 2) об'єктивність, 3) професійна компетентність і сумлінність, 4) конфіденційність, 5) професійна поведінка<sup>16</sup>.

Зміцнення довіри інвесторів на ринку зелених облігацій є головною метою запровадження зовнішніх перевірок. З огляду на це, у ЄС зовнішні перевірки матимуть право здійснювати тільки офіційно акредитовані зовнішні верифікатори. Європейська майбутня схема акредитації і нагляду за верифікаторами націлена на те, щоб сприяти розвитку європейського ринку зелених облігацій шляхом підвищення якості й надійності послуг зовнішніх перевірок за допомогою стандартизації і гармонізації існуючої практи-

---

<sup>15</sup> Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews. ICMA. 2022. URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews>

<sup>16</sup> Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансування проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій. Рішення НКЦПФР № 493 від 07.07.2021 р. URL: [https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji\\_NKTPFR.pdf](https://sae.gov.ua/sites/default/files/blocks/Rekomendatsiji_NKTPFR.pdf)



ки. Група технічних експертів ЄС наполягає на тому, щоб ця схема забезпечувала рівні умови для компаній, які володіють відповідними навичками для надання послуг зовнішньої перевірки у відповідності з EU-GBS. Стандартизований процес зовнішньої перевірки зелених облігацій дозволить спростити процес огляду, уникнути дублювання зусиль і, урешті-решт, скоротити витрати на зовнішні перевірки.

У ЄС також розглядають можливість запровадження субсидій емітентам зелених облігацій для компенсації додаткових витрат на зовнішню перевірку. Ця ініціатива виникла на фоні того, що декілька юрисдикцій за межами ЄС, включаючи Китай, Гонконг і Сінгапур, уже створили стимули для підтримки розвитку національних ринків зелених облігацій шляхом субсидування їх емітентів при здійсненні верифікації. У ЄС питання повного або часткового субсидування додаткових витрат емітентів досі залишається дискусійним. Є намір створити надійну модель верифікації зелених фінансів, що також матиме значення для інших фінансових інструментів, зокрема і для зелених кредитів. Існує переконання, що, ґрунтуючись на наявному пулі постачальників послуг зовнішньої перевірки, схема їх акредитації дозволить перевіряти також інформацію, пов'язану з таксономією на добровільних засадах. Поки ж схема акредитації створюватиметься, у ЄС діятиме перехідний режим до трьох років, що заохочуватиме організації до процесу добровільної тимчасової реєстрації.

В Україні впровадження контролю за діяльністю зовнішніх верифікаторів також скоро стане гострим питанням, зокрема на локальному ринку зелених облігацій. Для відбудови українських міст і громад, постраждалих унаслідок російського військового вторгнення, знадобиться колосальний фінансовий ресурс. І зелені облігації можуть стати одним з основних інструментів у повоєнній зеленій відбудові територій.

#### Перехідний режим акредитації постачальників послуг зовнішніх перевірок у ЄС

Етап 1	Етап 2	Етап 3	Етап 4
Визначення надійних критеріїв для верифікаторів на основі основних компонентів стандарту зелених облігацій ЄС	Проведення процесу реєстрації верифікаторів, які візьмуть на себе зобов'язання дотримуватись обраних критеріїв на добровільній основі	Запровадження публічного реєстру верифікаторів	Виявлення недоліків реалізації перехідного режиму під час взаємодії із зацікавленими сторонами для подальшої розробки і впровадження майбутньої схеми акредитації

*Джерело:* складено автором за: Usability guide. EU green bond standard. European Commission. March 2020. 52 p., P. 26—28. URL: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)

Україна вже мала досвід випуску зелених облігацій на міжнародному ринку. В листопаді 2019 р. компанія ДТЕК ВДЕ емітувала дебютні зелені облігації на суму 325 млн євро із ставкою 8,5 % річних і строком обігу п'ять років<sup>17</sup>. Ці зелені облігації увійшли до лістингу на біржі Euronext Dublin. Залучені від їх випуску кошти компанія зобов'язалася направити на розвиток потужностей у відновлюваній енергетиці, зокрема — на будівництво трьох сонячних і однієї вітроелектростанцій. Компанія публікуватиме звітність про розподіл коштів за проектами та їх опис, доки не погасить позику. Через два роки НЕК «Укренерго» також здійснила дебютний випуск п'ятирічних зелених облігацій на суму 825 млн дол. з дохідністю 6,875 % річних<sup>18</sup>. Випуск зелених облігацій був зумовлений необхідністю вирішення проблем дисбалансів на українському ринку електроенергетики відповідно до зобов'язань України перед виробниками електроенергії з відновлюваних джерел. Залучені кошти НЕК «Укренерго» повинні направити на погашення заборгованості перед ДП «Гарантований покупець», а залишки — на фінансування або рефінансування інших прийнятних зелених проектів. Варто зазначити, що під час випуску зелених облігацій обидві компанії проводили незалежну зовнішню перевірку щодо відповідності емісії облігацій GBP й отримували думки сторонньої організації Sustainalytics перед випуском облігацій.

Проте особливість зелених облігацій полягає ще в тому, що цей інструмент дозволяє залучати зелене фінансування не тільки на зовнішньому, а й на внутрішньому борговому ринку. Таким чином, імплементація GBP на локальному рівні сприятиме не тільки розбудові національного ринку зелених облігацій шляхом підвищення довіри інвесторів, а й подальшим євроінтеграційним намірам України, у тому числі з упровадження Європейського зеленого курсу.

Для розвитку ринку зелених облігацій в Україні вже ухвалено відповідну нормативно-правову базу<sup>19</sup>. Зокрема, Кабінетом Міністрів України схвалено Концепцію запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні, якою визначено ряд напрямів і завдань уряду, в тому числі щодо встановлення режиму акредитації зовнішніх верифікаторів і оцінювачів зелених облігацій, запровадження стимулів й розроблення в разі потреби відповідних державних цільових програм<sup>20</sup>. Проте досі не прийнято план

<sup>17</sup> ДТЕК випустила «зелені» облігації. *Українська Енергетика*. 2019. 06 лис. URL: <https://ua-energy.org/uk/posts/dtek-vypustyla-zeleni-oblihotsii> (дата звернення: 10.05.2024).

<sup>18</sup> «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> (дата звернення: 10.05.2024).

<sup>19</sup> 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 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>

<sup>20</sup> Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні. Розпорядження Кабінету Міністрів України № 175-р від 23.02.2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-%D1%80#Text>

заходів з реалізації відповідної Концепції, отже, відсутні конкретні механізми, строки і відповідальні органи за виконання цих завдань. Відсутність активних дій з боку уряду стримує здешевлення вартості послуг з оцінки «зеленості» облігацій для міст, громад і державних підприємств України.

З урахуванням європейського досвіду, в Україні розробкою і подальшим упровадженням режиму акредитації зовнішніх верифікаторів має займатися Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Щоб упорядкувати ринок цих послуг, регулятор повинен вивчити напрацювання Групи технічних експертів з питань сталого фінансування ЄС з головним акцентом на:

1) розробку і впровадження стандарту зелених облігацій, який відповідав би відповідному стандарту ЄС (EU-GBS). Його розробка має нормативно врегулювати керівні процедури для ринку зелених облігацій України, зокрема, у частині: а) відбору й оцінювання проектів екологічного спрямування; б) механізмів фінансування і рефінансування цих проектів; в) процедур моніторингу використання надходжень і управління коштами; г) стандартів звітності; д) зовнішнього контролю; є) нагляду з боку регулятора. Цей стандарт може стати доповненням до Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 07.08.2021 р № 493. Наразі його відсутність, на нашу думку, є значною перешкодою для розвитку внутрішнього ринку послуг зовнішньої перевірки і, відповідно, розвитку національного ринку зелених облігацій в Україні в цілому;

2) запровадження перехідного режиму акредитації верифікаторів, який допоможе розвивати локальний ринок зелених облігацій у короткостроковій перспективі. Протягом дії цього режиму має бути: а) визначено надійні критерії до професійної кваліфікації верифікаторів у контексті основних компонентів стандарту зелених облігацій; б) здійснено реєстрацію верифікаторів, що візьмуть на себе зобов'язання дотримуватися цих критеріїв на добровільній основі; в) створено реєстр верифікаторів, які зможуть здійснювати зовнішні перевірки доти, доки не встановлять режим постійної акредитації. Під час апробації тимчасового режиму акредитації доцільно проводити навчання зареєстрованих верифікаторів. Апробація відповідного режиму протягом трьох років може сформувати основу для нормативного врегулювання ринку послуг із зовнішньої перевірки і встановлення постійного режиму акредитації зовнішніх верифікаторів на ринку зелених облігацій. У свою чергу, майбутній режим акредитації верифікаторів може стати перехідним етапом для схеми акредитації верифікаторів, спроможних оцінювати всі зелені фінансові інструменти. Але тут виникне потреба в розробці додаткових законодавчих актів, пов'язаних з визначенням екологічних цілей, таксономії і перевірки стандартів стійкості;

3) розробку стимулюючих державних програм із субсидування витрат емітентів зелених облігацій на здійснення зовнішньої перевірки. Такі державні програми зможуть вирівняти витрати емітентів зелених облігацій з витратами емітентів звичайних облігацій на внутрішньому ринку. Межу

субсидування має встановити компетентний центральний орган виконавчої влади, що вноситиме цільову програму на розгляд уряду.

З метою належного обговорення режиму акредитації зовнішніх верифікаторів в Україні має бути створена багатостороння експертна група, яка об'єднає навички і компетенції відповідних державних органів, експертів, ключових учасників ринку капіталу, а також організацій, які мають практичний досвід у розробці, налагодженні й використанні схем перевірки екологічних стандартів і стандартів стійкості. Напрацювання експертної групи, у тому числі щодо відповідальності конкретних органів і строків виконання окреслених завдань, сформулюють основу плану заходів з реалізації Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні.

## ВИСНОВКИ

Емітентам зелених облігацій доводиться докладати додаткових зусиль, щоб під час випусків цих цінних паперів залучити постачальників послуг із зовнішньої перевірки. Попри те, що здійснення зовнішніх перевірок на ринку зелених облігацій є добровільною справою, залучення до них третьої сторони стало майже обов'язковим. Таким чином, емітенти зелених облігацій стикаються з додатковими трансакційними витратами.

Керівництво із зовнішніх перевірок, опубліковане Міжнародною асоціацією ринків капіталу, рекомендує емітентові залучати верифікатора під час кожного випуску зелених облігацій. Для унеможливлення грінвошінгу і захисту інтересів інвесторів зовнішні перевірки рекомендовано здійснювати як перед, так і після випуску зелених облігацій. При цьому зовнішні перевірки можуть бути повними або частковими, відповідні послуги можуть надавати різні види організацій. Незалежно від масштабу і типу перевірки використовуються прозорі й амбітні критерії або стандарти, висуваються чіткі вимоги до професійної кваліфікації і запобігання конфлікту інтересів організацій, що надаватимуть послуги із зовнішньої перевірки.

У ЄС для підтвердження інвестицій, які сприяють вирішенню проблеми зміни клімату, розробили стандарт зелених облігацій, що відповідає міжнародним принципам. Для розвитку ринку зелених облігацій там запровадили перехідний режим для зовнішніх перевірок і працюють над схемою акредитації постачальників відповідних послуг, що матиме практичне значення для широкого кола зелених фінансових інструментів.

З огляду на євроінтеграційні наміри України і з метою зменшення трансакційних витрат на внутрішньому ринку зелених облігацій, на нашу думку, важливо наслідувати приклад ЄС і сфокусуватися на: а) упровадженні стандарту зелених облігацій, узгодженому з відповідним стандартом ЄС; б) встановленні перехідного режиму акредитації верифікаторів, який допоможе розвивати локальний ринок зелених облігацій у короткостроковій перспективі; в) розробці стимулюючих державних програм із субсидування витрат емітентів зелених облігацій на здійснення зовнішньої перевірки.

Упорядкування послуг зовнішньої перевірки сприятиме розбудові локального ринку зелених облігацій, дозволить здешевити вартість послуг з оцінювання «зеленості» облігацій на новоствореному ринку і зібрати внутрішній фінансовий ресурс для відбудови міст і громад України, постраждалих від російської військової агресії. А це відкриває широке поле для подальших наукових розвідок.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Bieliński, T., Mosionek-Schweda, M. (2018). Green bonds as financial instrument for environmental projects funding. *Unia Europejska.pl*. Nr 1 (248). P. 13—21. URL: [https://www.researchgate.net/publication/325982087\\_Green\\_Bonds\\_as\\_a\\_Financial\\_Instrument\\_for\\_Environmental\\_Projects\\_Funding](https://www.researchgate.net/publication/325982087_Green_Bonds_as_a_Financial_Instrument_for_Environmental_Projects_Funding)
- Park, S. (2018). Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution. *Stanford Journal of International Law*. Vol. 54. No. 1. URL: <https://ssrn.com/abstract=3142887>
- Deschryver, P., Mariz F. (2020). What Future for the Green Bond Market? How Can Policy makers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? *Journal of Risk and Financial Management*. 13(3), 61. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030061>
- Banga, J. (2018). The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Vol. 9. Iss. 1. P. 17—32. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>
- Mazzacurati, J., Paris, W. (2021). Environmental impact and liquidity of green bonds. *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. No. 2. P. 95—105. URL: [https://www.researchgate.net/publication/370028571\\_Environmental\\_impact\\_and\\_liquidity\\_of\\_green\\_bonds](https://www.researchgate.net/publication/370028571_Environmental_impact_and_liquidity_of_green_bonds)
- Хуторна, М., Руденко, М., Вовченко, О. (2023). Ринок інвестиційних фінансових послуг в умовах екологізації економічного буття та становлення економіки сталого розвитку. *Фінансовий простір*. № 1(49). С. 97—119. URL: <https://reposit.nupp.edu.ua/bitstream/PoltNTU/13160/1/%d0%a1%d1%82%d0%b0%d1%82%d1%82%d1%8f%20%d1%84%d1%96%d0%bd.%d0%bf%d1%80%d0%be%d1%81%d1%82%d1%96%d1%80%202023.pdf>
- Дибя, М., Гернего, Ю. (2021). Потенціал фінансування ініціатив зеленого курсу в Україні. *Фінанси України*. № 2. С. 73—84. <https://doi.org/10.33763/finukr2021.02.073>
- Орехова, Т., Роздобудько, М. (2022). Теоретичні аспекти та основні тенденції розвитку «зелених» інвестицій у глобальному вимірі. *Економіка і організація управління*. № 1 (45). С. 39—46. <https://doi.org/10.31558/2307-2318.2022.1.4>
- Рязанова, Н. (2023). Європейський вектор сталого розвитку — орієнтир корпоративних і публічних фінансів України. *Фінанси України*. № 11. С. 86—98. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.11.086>

Надійшла 04.03.2024

Прорецензована 19.03.2024

Доопрацьована 25.03.2024

Підписана до друку 04.04.2024

REFERENCES

- Bieliński, T., Mosionek-Schweda, M. (2018). Green bonds as financial instrument for environmental projects funding. *Unia Europejska.pl*. Nr 1 (248). P. 13-21. URL: [https://www.researchgate.net/publication/325982087\\_Green\\_Bonds\\_as\\_a\\_Financial\\_Instrument\\_for\\_Environmental\\_Projects\\_Funding](https://www.researchgate.net/publication/325982087_Green_Bonds_as_a_Financial_Instrument_for_Environmental_Projects_Funding)
- Park, S. (2018). Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution. *Stanford Journal of International Law*. Vol. 54. No. 1. URL: <https://ssrn.com/abstract=3142887>
- Deschryver, P., Mariz, F. (2020). What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? *Journal of Risk and Financial Management*. 13(3), 61. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030061>
- Banga, J. (2018). The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Vol. 9. Iss. 1. P. 17-32. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>
- Mazzacurati, J., Paris, W. (2021). Environmental impact and liquidity of green bonds. *ESMA Report on Trends, Risk sand Vulnerabilities*. No. 2. P. 95-105. URL: [https://www.researchgate.net/publication/370028571\\_Environmental\\_impact\\_and\\_liquidity\\_of\\_green\\_bonds](https://www.researchgate.net/publication/370028571_Environmental_impact_and_liquidity_of_green_bonds)
- Khutorna, M., Rudenko, M., Vovchenko, O. (2023). The market of investment financial services in the conditions of economic ecologization and establishment of a sustainable economy. *Financial Space*. No. 1(49). P. 97-119. URL: <https://reposit.nupp.edu.ua/bitstream/PoltNTU/13160/1/%d0%a1%d1%82%d0%b0%d1%82%d1%82%d1%8f%20%d1%84%d1%96%d0%bd.%d0%bf%d1%80%d0%be%d1%81%d1%82%d1%96%d1%80%202023.pdf> [in Ukrainian].
- Dyba, M., Gernego, Iu. (2021). Potential of green deal initiatives financing in Ukraine. *Finance of Ukraine*. No. 2. P. 73-84. <https://doi.org/10.33763/finukr2021.02.073> [in Ukrainian].
- Oriekhova, T., Rozdobudko, M. (2022). Theoretical aspects and main trends of «green» investment development in the global dimension. *Economics and organization of management*. No. 1 (45). P. 39-46. <https://doi.org/10.31558/2307-2318.2022.1.4> [in Ukrainian].
- Riazanova, N. (2023). European vector of the sustainable development — the guideline for corporate and public finance in Ukraine. *Finance of Ukraine*. No. 11. P. 86-98. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.11.086> [in Ukrainian].

Received on March 4, 2024

Reviewed on March 19, 2024

Revised on March 25, 2024

Signed for printing on April 4, 2024

Andrii Frolov, PhD (Public Administration),  
Head of the Green Finance Sector  
State Specialized Forest Enterprise «Forests of Ukraine»  
9a, Shota Rustaveli St., Kyiv, 01023, Ukraine

EXTERNAL REVIEWS ON THE GREEN BOND MARKET:  
INTERNATIONAL PRACTICE AND INSIGHTS FOR UKRAINE

The practice of conducting external reviews on the green bond market has been studied. It has been established that there are several levels and types of such reviews. They are conducted both before the issuance of green bonds, with a focus on confirming compliance with the main internationally established principles, and after — with an assessment of the actual use of raised funds and the expected environmental impact. External reviews may vary in scope and types of organizations that conduct them. During external reviews on the green bond market, conflicts of interest between all organizations must be prevented.

International standards, guidelines and instructions, which are recommended to be followed by the issuers and verifiers of green bonds, have been analyzed. The requirements for the professional qualification of verifiers and for conducting standardized procedures are described. It has been established that there are a number of professional, ethical and industry standards that external review service providers in the market must meet. The EU approaches to regulating such services are characterized. Internal green bond market in the EU is planned to be protected through standardized procedures and accreditation of green bond verifiers.

It is revealed that there are no regulatory oversight mechanisms for the activities of external verification service providers in Ukraine's domestic green bond market. Conceptual proposals for establishing the regime of accreditation of verifiers and support for green bond issuers in Ukraine have been drawn up, which will make it possible to reduce the cost of external reviews on the local market.

**Keywords:** *green bonds; green bond market; green bond issuers; green bond verifiers; green bond standard; external reviews on the green bond market; accreditation of green bond verifiers.*