

Оленюк Андрій Анатолійович,
аспірант кафедри приватного права
факультету правничих наук
Національного університету
«Киево-Могилянська академія»

ДО ПРОБЛЕМИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНІ

74

Із наближенням другої річниці повномасштабної збройної агресії російської федерації проти України особливої актуальності набуває питання необхідності забезпечення фінансування відновлення об'єктів енергетичної, транспортної, житлової та соціальної інфраструктури України. Зокрема, тільки за результатами першого року агресії оцінка вартості потреб на відновлення України становить 411 мільярдів доларів США¹. Можна тільки припустити, що оновлена вартість потреб на відновлення станом на дату другої річниці агресії буде істотно вищою. Разом з цим, очевидно, що залучення такого обсягу фінансування в економіку України вимагатиме розширення можливостей доступу до джерел фінансування для юридичних осіб публічного та приватного права (емітентів), зокрема через застосування новітніх фінансових інструментів, наприклад зелених облігацій.

Ефективність застосування емітентами зелених облігацій із метою фінансування проєктів відновлення України безпосередньо залежить від ефективності правового

¹ Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment / Press release, 23 March 2023. World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2023/03/23/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment> (дата звернення: 26.01.2024).

регулювання відносин, пов'язаних із розміщенням зелених облігацій. Таке правове регулювання має забезпечити, зокрема, встановлення чітких і достатніх критеріїв відповідності інвестиційних проектів, які можуть повністю або частково фінансуватися та/або рефінансуватися коштами, залученими від розміщення зелених облігацій (далі – зелені проекти).

У цій статті проаналізовано, які інвестиційні проекти можна вважати зеленими проектами відповідно до законодавства України, та надано оцінку правового регулювання зелених облігацій у відповідній частині.

Відповідно до Принципів зелених облігацій (*Green Bond Principles*) (далі – ПЗО), які схвалені Міжнародною асоціацією ринків капіталу (*International Capital Market Association*) та вважаються одним із основних міжнародних ринкових стандартів зелених облігацій у світі, будь-які прийнятні зелені проекти мають передбачати чіткі позитивні наслідки для довкілля².

Як зауважує Сергіо Джілотта³, невизначеність того, які проекти можна вважати зеленими проектами, обґрунтовує необхідність забезпечення правового регулювання питань, які стосуються систематизації сфер зеленої господарської діяльності та затвердження вимірювальних показників, за допомогою яких оцінюватимуть зелені проекти.

ПЗО містять невичерпний перелік сфер господарської діяльності, в яких можуть реалізовуватись зелені проекти.

² The Green Bonds Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. June 2021. ICMA – *International Capital Market Association*. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf> (дата звернення: 26.01.2024).

³ Gilotta Sergio. *Green Bonds: A Legal and Economic Analysis* (24 April 2023). Thilo Kuntz (ed.). *Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance*, Edward Elgar, 2023 (forthcoming). URL: <https://ssrn.com/abstract=4427927> (дата звернення: 26.01.2024).

Зокрема, це такі категорії: альтернативна енергетика; енергоефективність; запобігання та контроль над забрудненням; екологічно сталий менеджмент живих природних ресурсів і землекористування (англ. *environmentally sustainable management of living natural resources and land use*); збереження наземного та підводного біорізноманіття, чистий транспорт; стале управління водами та стічними водами; адаптація до змін клімату; виробничі технології та процеси, адаптовані до циркулярної економіки (англ. *circular economy adapted products, production technologies and processes*) та/або сертифіковані енергоефективні виробничі процеси; зелені будівлі, які відповідають регіональним, національним або міжнародно визнаним стандартам чи сертифікаціям щодо екологічних показників експлуатації (англ. *standards or certifications for environmental performance*)⁴. При цьому ПЗО містять застереження про те, що їх метою не є визначення, які із зелених технологій, стандартів або декларацій є оптимальними для визначення позитивних наслідків для довкілля, і що для цієї мети на міжнародному та національному рівнях існують ініціативи щодо затвердження таксономій і номенклатур, а також встановлення взаємозв'язків між ними з метою забезпечення їх сумісності⁵.

Існує термінологічна невизначеність стосовно зелених проєктів в Україні. Станом на сьогодні єдиним нормативно-правовим актом, який забезпечує правове регулювання питання належності інвестиційних проєктів до зелених проєктів, є Закон України «Про ринки

⁴ The Green Bonds Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. June 2021. ICMA - International Capital Market Association. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf> (дата звернення: 26.01.2024).

⁵ Ibid.

капіталу та організовані товарні ринки»⁶ (далі — Закон про ринки капіталу). Для позначення зелених проектів закон в основному використовує термін «проекти екологічного спрямування» (стаття 18). Однак, поряд із терміном «проект екологічного спрямування» у Законі про ринки капіталу (частина 5 статті 11) вжито термін «екологічний проект», що створює певну термінологічну невизначеність у питанні коректного позначення зелених проектів.

Окрім Закону про ринки капіталу правове регулювання питання належності інвестиційних проектів до зелених проектів здійснюється через Рекомендації щодо реалізації або фінансування проектів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій (далі — Рекомендації), які були схвалені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку⁷. Рекомендації здебільшого оперують поняттям «проект екологічного спрямування», однак у тексті Рекомендацій також ужито терміни «зелені проекти»⁸, «зелені (екологічного спрямування) проекти»⁹

77

⁶ Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 25.02.2006 р. № 3480-IV: станом на 01.01.2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 26.01.2024).

⁷ Рекомендації щодо реалізації або фінансування проектів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій, схвалені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку: рішення від 07.07.2021 р. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> (дата звернення: 26.01.2024).

⁸ Рекомендації щодо реалізації або фінансування проектів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій: пункти 5.4.15, 5.7, 5.11, абзац 3 пункту 6.1, 8.3. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> (дата звернення: 26.01.2024).

⁹ Рекомендації щодо реалізації або фінансування проектів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій: абзац 4 пункту 5.8. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> (дата звернення: 26.01.2024).

та «екологічні проекти»¹⁰, який зазначено у тексті Рекомендацій тільки один раз. Очевидно, тут ідеться про наявність синонімічних термінологічних варіантів, однак така ситуація може призвести до неоднакового тлумачення положень Рекомендацій на практиці.

Загальноприйнятим у юридичній літературі є підхід, відповідно до якого термінологію актів правового регулювання має бути уніфіковано, а для цього потрібно «один і той самий термін використовувати в одному і тому ж значенні; одне і те ж поняття позначати одним і тим самим терміном»¹¹. Тому ми вбачаємо необхідність внесення змін до Закону про ринки капіталу та Рекомендацій із метою термінологічної уніфікації термінів, які використовують для позначення зелених проектів в Україні.

Перелік економічних сфер зелених проектів є вузьким, аніж передбачено міжнародними стандартами. Відповідно до частини 2 статті 18 Закону про ринки капіталу, до проектів екологічного спрямування належать проекти у сфері альтернативної енергетики, енергоефективності, мінімізації утворення, утилізації та перероблення відходів, упровадження екологічно чистого транспорту, органічного землеробства, збереження флори і фауни, водних і земельних ресурсів, адаптації до змін клімату, а також інший проект, спрямований на захист навколишнього природного середовища, впровадження екологічних стандартів, скорочення викидів у навколишнє природне середовище. Цей перелік сфер зелених проектів в основному відповідає переліку, який визначений ПЗО.

¹⁰ Рекомендації щодо реалізації або фінансування проектів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій: пункт 6.6. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> (дата звернення: 26.01.2024).

¹¹ Загальна теорія права : підручник / за заг. ред. М. І. Козюбри. Київ : Ваіте, 2016. С. 215.

Як убачається зі змісту частини 2 статті 18 Закону про ринки капіталу, закон встановлює вужчий перелік сфер, в яких можуть реалізовуватись зелені проекти, порівняно з ПЗО. Ми дійшли такого висновку в результаті порівняння формулювання «інший проект, спрямований на захист навколишнього природного середовища, впровадження екологічних стандартів, скорочення викидів у навколишнє природне середовище», яке міститься в Законі про ринки капіталу, та формулювання «проекти, які передбачають чіткі позитивні наслідки для довкілля», які є визначальними для підтвердження належності інвестиційних проектів до зелених проектів. Така змістовна відмінність може мати наслідком те, що інвестиційний проект, який визнається зеленим в Україні, може не вважатись таким відповідно до стандарту ПЗО та навпаки. Тому з метою уникнення такої колізії пропонується привести зміст поняття «проекти екологічного спрямування» у повну відповідність до параметрів, передбачених стандартом ПЗО.

79

Зауважимо, що для встановлення чітких позитивних наслідків для довкілля конкретного інвестиційного проекту потрібно чітко визначити сфери реалізації таких інвестиційних проектів та їх вимірювальні показники через доступні механізми правового регулювання. Зокрема, потрібно забезпечити встановлення таксономії, зокрема метрики, проектів екологічного спрямування відповідно до міжнародних критеріїв та стандартів ¹². Наявність відповідної таксономії дасть змогу зменшити різночитання щодо можливих сфер реалізації зелених проектів.

Незрозуміла роль Рекомендацій у механізмі правового регулювання зелених облігацій в Україні. З огляду на мету

¹² Про схвалення Концепції запровадження та розвитку ринку зелених облігацій в Україні : Розпорядж. Кабінету Міністрів України від 23.02.2022 р. № 175-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/175-2022-%D1%80#Text> (дата звернення: 26.01.2024).

правового регулювання та юридичну силу Рекомендації передбачають конкретні вимоги до емітентів і зелених проектів для цілей розміщення та обігу зелених облігацій. На перший погляд, Рекомендації являють собою регуляторний стандарт, виконання якого дасть змогу облігації, які розміщують емітенти, вважати зеленими облігаціями у разі їх розміщення в Україні. Однак, зважаючи на необов'язкову юридичну силу Рекомендацій, емітенти повинні мати право обрати до виконання будь-який інший добровільний стандарт зелених облігацій і розміщати такі облігації, як зелені облігації, відповідно до законодавства України. Тому наразі незрозуміло, чи зареєструє Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку випуск зелених облігацій, які не відповідають Рекомендаціям, особливо зважаючи на наявність імперативних формулювань більшості положень Рекомендацій. Зважаючи на це, вважаємо за необхідне внести зміни до Закону про ринки капіталу та легалізувати Рекомендації шляхом урегулювання їхньої юридичної сили та наслідків для емітентів у разі їх недотримання в процесі розміщення зелених облігацій.

У законодавстві України існує термінологічна невизначеність щодо словесного позначення зелених проектів, яка потребує усунення з метою забезпечення ефективного правового регулювання зелених облігацій.

Чітке визначення сфер реалізації інвестиційних проектів та їх вимірювальних показників через доступні механізми правового регулювання, зокрема через розроблення та затвердження таксономії зелених проектів, є необхідною умовою ефективного правового регулювання зелених облігацій в Україні.

Місце Рекомендацій у механізмі правового регулювання зелених облігацій потребує уточнення та законодавчого врегулювання.