

DOI 10.58423/2786-6742/2025-8-477-494
УДК 330.322:620.9

Андрій ФРОЛОВ

к. держ. упр., докторант кафедри економічної теорії,
Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана,
м. Київ, Україна

ORCID ID: [0000-0003-3972-0702](https://orcid.org/0000-0003-3972-0702)

e-mail: andriy.frolov@ukr.net

СТРАТЕГІЯ ЕМІСІЇ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ ПОВОЄННОГО СТАЛОГО РОЗВИТКУ

Анотація. Повоєнна відбудова міст і територій України потребуватиме великого обсягу фінансових ресурсів. І щоб забезпечити сталий розвиток територій та добробут наступних поколінь Україні потрібно дотримуватись при цьому екологічних, економічних і соціальних факторів. Дотримання цих факторів, серед іншого, відкриє для України нові можливості і доступ до інструментів, що дозволяють залучати стале фінансування.

Одним з найперспективніших інструментів на ринку сталого фінансування є зелені облігації. Ці цінні папери можуть відіграти визначальну роль в фінансуванні повоєнного сталого розвитку. Метою статті є формування пропозицій до стратегії емісії зелених облігацій для фінансування повоєнного сталого розвитку.

В статті пропонується оптимальний підхід емісії зелених облігацій в Україні, що дозволить фінансувати повоєнний сталий розвиток, забезпечуючи при цьому дотримання міжнародних принципів зелених облігацій, якісної підготовки проєктів, моніторингу їх впливу на довкілля. Одночасно, при організації емісії цих цінних паперів пропонується використовувати механізми боргових свопів, що в симбіозі з зеленими облігаціями зменшать навантаження на державний бюджет, підтвердять політику та національні зобов'язання держави спрямовувати фінансування в «зелене» відновлення територій.

Сформовані пропозиції будуть корисними під час консультацій з міжнародними партнерами, зокрема з Європейського Союзу. Запропонований підхід узгоджується з екологічними цілями та принципами сталої діяльності ЄС, з політикою і чіткими правилами, прозорими процедурами використання коштів та інформування інвесторів. Запропонований підхід також може бути корисним для урядових установ під час розробки стратегії емісії зелених облігацій для фінансування повоєнного сталого розвитку.

Ключові слова: зелені облігації, сталий розвиток, стале фінансування, залучення інвестицій, фінансування повоєнного сталого розвитку, політика емітента щодо зелених облігацій, організація емісії зелених облігацій, боргові свопи.

JEL Classification: G11, G15, G20, G30

Absztrakt. Ukrajna városainak és területeinek háború utáni újjáépítése nagy mennyiségű pénzügyi forrást igényel. A területek fenntartható fejlődésének és a jövő nemzedékek jólétének biztosítása érdekében Ukrajnának be kell tartania a környezeti, gazdasági és társadalmi tényezőket. E



This is an Open Access article distributed under the terms of the [Creative Commons CC BY-NC 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

tényezők betartása többek között új lehetőségeket nyit Ukrajna számára, és olyan eszközökhöz való hozzáférést, amelyek lehetővé teszik számára, hogy fenntartható finanszírozást vonzzon.

A fenntartható pénzügyi piac egyik legígéretesebb eszköze a zöld kötvények. Ezek az értékpapírok döntő szerepet játszhatnak a háború utáni fenntartható fejlődés finanszírozásában. A cikk célja, hogy javaslatokat fogalmazzon meg a háború utáni fenntartható fejlődés finanszírozását szolgáló zöldkötvény-kibocsátási stratégiára.

A cikk egy optimális megközelítést javasol a zöld kötvények kibocsátására Ukrajnában, amely lehetővé teszi a háború utáni fenntartható fejlődés finanszírozását, miközben biztosítja a zöld kötvények nemzetközi alapelvei betartását, a projektek minőségi előkészítését és a környezetre gyakorolt hatásuk nyomon követését. Ugyanakkor ezen értékpapírok kibocsátásának megszervezése során olyan adósságcscere-mechanizmusok alkalmazása javasolt, amelyek a zöld kötvényekkel szimbiózisban csökkentik az állami költségvetés terheit, megerősítik az állam politikáját és nemzeti kötelezettségeit, hogy a finanszírozást a területek „zöld” helyreállítására irányítsák.

Az elkészített javaslatok hasznosak lesznek a nemzetközi, különösen az Európai Unió partnereivel folytatott konzultációk során. A javasolt megközelítés összhangban van az EU környezetvédelmi célkitűzéseivel és a fenntartható fejlődés elveivel, politikákkal és egyértelmű szabályokkal, a források felhasználására és a befektetők tájékoztatására vonatkozó átlátható eljárásokkal. A javasolt megközelítés a kormányhivatalok számára is hasznos lehet a háború utáni fenntartható fejlődés finanszírozására szolgáló zöld kötvények kibocsátására vonatkozó stratégia kidolgozásakor.

Kulcsszavak: zöldkötvények, fenntartható fejlődés, fenntartható finanszírozás, befektetések vonzása, a háború utáni fenntartható fejlődés finanszírozása, zöld kötvényekkel kapcsolatos kibocsátói politika, zöldkötvény-kibocsátás szervezése, adósságcscereügyletek.

Abstract. The post-war reconstruction of cities and territories of Ukraine will require a large amount of financial resources. And in order to ensure sustainable development of territories and the well-being of future generations, Ukraine needs to adhere to environmental, economic and social factors. Compliance with these factors, among other things, will open up new opportunities for Ukraine and access to instruments that allow attracting sustainable financing.

One of the most promising instruments in the sustainable financing market is green bonds. These securities can play a decisive role in financing post-war sustainable development. The purpose of the article is to formulate proposals for a strategy for issuing green bonds to finance post-war sustainable development.

The article proposes an optimal approach to issuing green bonds in Ukraine, which will allow financing post-war sustainable development, while ensuring compliance with international principles of green bonds, high-quality project preparation, and monitoring their impact on the environment. At the same time, when organizing the issuance of these securities, it is proposed to use debt swap mechanisms, which in symbiosis with green bonds will reduce the burden on the state budget, confirm the policy and national obligations of the state to direct funding to the "green" restoration of territories.

The proposals formed will be useful during consultations with international partners, in particular from the European Union. The proposed approach is consistent with the environmental goals and principles of sustainable activity of the EU, with the policy and clear rules, transparent procedures for using funds and informing investors. The proposed approach may also be useful for government agencies when developing a strategy for issuing green bonds to finance post-war sustainable development.

Keywords: green bonds, sustainable development, sustainable finance, attracting investments, financing post-war sustainable development, issuer's policy on green bonds, organization of the issuance of green bonds, debt swaps.

Постановка проблеми. Повоєнне відновлення міст і територій України, подальший їх розвиток залежатиме від залучення достатнього обсягу фінансових ресурсів. І перед Україною постане надскладне завдання – дотримуватись при цьому цілей сталого розвитку і декарбонізації економіки. Тенденції, що ширяться по всьому світу, все частіше вимагають застосування принципів «зеленості» і «сталості» на всіх етапах залучення інвестицій.

Але вимоги інвесторів це не єдина мотивація дотримуватись міжнародних принципів. Екологічні, економічні і соціальні фактори впливатимуть на вектор відбудови, а відповідно і добробут наступних поколінь. Дотримання цих факторів відкриває доступ України до новітніх інструментів, що створює нові можливості залучення сталого фінансування.

Одним з найперспективніших інструментів на ринку сталого фінансування вважають зелені облігації. Ці цінні папери дозволяють позичати борговий капітал на зарубіжних ринках для реалізації «зелених» проєктів, які зменшують негативний екологічний вплив. Але враховуючи потреби України у відновленні економіки науковий інтерес викликають практичні можливості зелених облігацій мобілізувати капітал для фінансування проєктів повоєнного сталого розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В останні роки зеленим облігаціям і дослідженню їх впливу на сталий розвиток та повоєнне відновлення української економіки присвячено ряд наукових праць вітчизняних і зарубіжних вчених.

Так, О. Варченко та ін. (2024) запевняють, що «повоєнне відновлення економіки вимагає перегляду пріоритетів розвитку та пошуку компромісу між економічними, соціальними й екологічними пріоритетами розвитку, які в сукупності мають забезпечити сталий розвиток суспільства».

Автори рекомендують здійснювати повоєнне відновлення України «на засадах зелених фінансів із дотриманням зобов'язань реалізовувати Європейський зелений курс». Серед комплексних заходів відновлення України на цих засадах вчені, зокрема, виділяють «створення передумов для запровадження ринку зелених облігацій, емітентами яких буде держава, місцеві органи влади, інші суб'єкти господарювання» [1].

Унікальність зелених фінансів на думку І. Чугунова, Т. Канєвой, І. Любчака (2023) полягає в тому, що «на відміну від поняття фінансів як економічної складової, вони охоплюють питання фінансової підтримки інноваційної діяльності у сфері зеленого інвестування, що зосереджене на функціонуванні еколого-економічних систем». Вчені переконані, що ефективна і дієва реалізація політики зеленого фінансування в Україні «дозволить забезпечити сталий соціально-економічний розвиток, а також повоєнну відбудову економіки України» [2].

При цьому, О. Зінченко (2022) акцентує увагу на тому, що «подальший розвиток зеленого фінансування неможливий без системного, планомірного та скоординованого інституційного проєктування багаторівневої системи різних

фінансових інструментів, що враховують особливості різних типів інвесторів (від інституційних інвесторів до фізосіб), їх стимули до реалізації «зелених» проєктів, а також потенційні ефекти впровадження» [3].

О. Тверезовська та Л. Гриценко (2022) запевняють, що реалізація екологічних проєктів «матиме значний вплив на прискорення модернізації економіки, підвищення її конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості для успішного екологічного післявоєнного відновлення й майбутнього сталого економічного та інвестиційного розвитку України» [4].

А дослідження А. Карнаушенко (2024) підтвердило що, ринок зелених облігацій «є ефективним інструментом фінансування екологічних проєктів у сфері відновлюваної енергетики, інфраструктури переробки та створення продуктів із тривалим життєвим циклом». Дослідницею доведено, що зелені облігації сприяють досягненню цілей сталого розвитку, хоча виявлені нерівномірності регіонального розподілу емісії зелених облігацій, коли розвинені країни домінують над країнами, що розвиваються. На її думку «потребують вдосконалення механізми розподілу коштів, зокрема для забезпечення більшої доступності для країн, що розвиваються» [5].

В. Чала (2022) запевняє, що «динамічний розвиток зеленого облігаційного сегменту світового фондового ринку став потужним драйвером фундаментальних трансформацій у глобальних координатах моделі сталого розвитку». Саме цей сегмент, на думку дослідниці, «відбиває загальносвітову тенденцію дедалі більшої орієнтації світових інвесторів на реалізацію корпоративних стратегій і бізнес-моделей відповідального фінансування» [6].

А. Малтайс та Б. Ньюквіст (2020) вважають зелені облігації однією з найвидатніших інновацій у сфері сталого фінансування за останнє десятиліття, оскільки ці цінні папери заохочують прозорість і відповідальність, а також забезпечують фінансову підтримку екологічної діяльності [7].

Основними перевагами зелених облігацій є «законодавче забезпечення цільового використання залучених коштів та висока ліквідність на розвинутих фінансових ринках» – запевняють І. Олексів та Б. Дрібнюк (2023). Але щоб забезпечити високий ступень ліквідності українських зелених облігацій, то для цього потрібно «завершити трансформаційні процеси на національних ринках капіталу» і тоді ці цінні папери «відкриють нові перспективи для залучення прямих іноземних інвестицій необхідних для відновлення економіки України у післявоєнний період» [8].

На думку А. Дубко (2022) «Ринок зелених облігацій в Україні може потенційно акумулювати кошти інвесторів різних категорій та рівнів для фінансування проєктів екологічного спрямування. Але для ефективного функціонування ринку зелених облігацій в Україні потребуватимуться зміни нормативного, економічного, інституційного та політичного характеру». Дослідниця підкреслює, що вкрай важливо «покращувати стан ринку капіталів та інвестиційний клімат у країні, підвищувати привабливість корпоративних облігацій як для потенційних інвесторів, так і емітентів, впроваджувати заходи податкового стимулювання» [9].



О. Ковальова (2024) наголошує на широких перспективах розвитку ринку зелених облігацій в межах національного фондового ринку, що має потенціал в «аккумуляції коштів на вирішення системних завдань національної економіки, потреба у розв'язанні яких лише загострилась з початком військових дій у 2022 році». При цьому, дослідниця вважає необхідним в першу чергу здійснити емісію зелених облігацій для фінансування енергетичних проєктів з метою забезпечення енергетичної безпеки, скорочення залежності від імпорتنих енергоносіїв, відбудови та оновлення енергетичних мереж, підвищення їх енергоефективності [10].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Попри величезну кількість наукових праць присвячених визначній ролі ринку зелених облігацій в фінансуванні екологічних проєктів, малодослідженими залишаються практичні підходи щодо організації випуску зелених облігацій в Україні для повоєнного сталого розвитку. Очевидно, що в умовах війни облігації українських емітентів не матимуть достатньої привабливості на фондових ринках, а це впливатиме на їх попит і ціну. Це обумовлює пошук оптимальної стратегії емісії зелених облігацій, що матиме успіх серед міжнародних партнерів та інвесторів.

Формулювання цілей статті. Метою статті є формування пропозицій до стратегії емісії зелених облігацій для фінансування повоєнного сталого розвитку.

Виклад основного матеріалу дослідження. В світовій практиці, перше, що повинен обов'язково мати емітент при організації випуску зелених облігацій – це політику щодо зелених облігацій. Ця політика може мати вигляд окремого документу або бути викладена в загальній стратегії, що визначатиме плани емітента в досягненні цілей сталого розвитку. Зазвичай цей документ затверджує орган управління емітента, що приймає рішення про організацію випуску зелених облігацій. Але приймати це рішення може і наглядова рада, якщо вона існує у емітента. В такому разі, наглядовий орган розробляє цей документ в тісній співпраці з підрозділами, що відповідають за сталий розвиток та оцінку впливу екологічних, соціальних та управлінських факторів (ESG).

Політика емітента зелених облігацій дає детальні роз'яснення щодо намірів і підходів дотримуватись зрозумілих інвесторами загальноприйнятих правил на ринку зелених облігацій. Зазвичай політика емітента містить такі структурні блоки:

1. Обґрунтування власної стратегії. В цьому розділі надається опис екологічних цілей та принципів сталої діяльності, яких емітент планує досягти в частині сталого розвитку. Це можуть бути такі екологічні цілі як пом'якшення впливу або адаптація до кліматичних змін, захист та стале використання водних і морських ресурсів, перехід до кругової (замкненого циклу) економіки, контроль і запобігання забрудненню, захист екосистем та відновлення біорізноманіття [11]. Емітенту рекомендують вказати як обрана екологічна ціль або цілі і його стратегія впливають на міжнародні зобов'язання. І якщо про це емітент сповіщав раніше в інших документах (наприклад, публікації про нефінансову звітність відповідно Директиви ЄС 2014/95/EU, Цілей сталого розвитку ООН, міжнародних

кліматичних зобов'язань по Паризькій угоді тощо), то рекомендується дати посилання на джерела.

2. Міркування щодо організації випуску зелених облігацій. Емітент має надати обґрунтовану позицію щодо:

а) Відбору та оцінювання проєктів, в які спрямує надходження від емісії зелених облігацій. Це має бути впорядкований управлінський процес із залученням як внутрішніх підрозділів, так і зовнішньої екологічної експертизи, що розуміються на принципах придатності та критеріях виключення, методологіях, показниках та параметрах, стандартах або сертифікатах. В ЄС, наприклад, це зумовлено необхідністю забезпечення відповідності кожного проєкту зеленій таксономії, що дозволяє виявляти значний внесок проєкту в екологічні цілі, потенційно можливу значну шкоду іншим екологічним цілям, наявність мінімальних методів захисту довкілля, відповідність технічним критеріям скринінгу [12]. Після того як емітент зелених облігацій визначить орієнтовний перелік проєктів, в які буде спрямовано надходження від емісії зелених облігацій, таксономія економічної діяльності ЄС покаже, чи мають ці проєкти значний прямий безпосередній екологічний вплив чи тільки сприяють іншим екологічним цілям.

б) Організації процесу цільового використання надходжень від емісії зелених облігацій. Управління надходженнями від цих цінних паперів, має відповідати підходам, що сформульовані в Принципах зелених облігацій, виданих Міжнародною асоціацією ринків капіталу. В них, зокрема, зазначається, що емітент повинен забезпечити організований процес спрямування асигнувань в проєкти на суму, що буде еквівалентна чистому доходу, задокументувати ці асигнування з деталізацією розподілу коштів в розрізі категорій або класу активів [13]. А якщо емітент планує виходити на європейський ринок, то підхід ще повинен узгоджуватись з вимогами Стандарту ЄС щодо зелених облігацій в частині звітності та верифікації.

в) Подання звітності. Емітенту рекомендують звітувати не рідше ніж раз на рік. При чому є два типи звітів: звіт про розподіл надходжень і звіт про вплив проєктів на довкілля. Перший, зазвичай, щорічно публікується з моменту розподілу надходжень, залучених від емісії зелених облігацій, до повного погашення цінних паперів. Але інвесторам також цікаво, коли та як часто емітент публікуватиме звітність про екологічний вплив. При чому важливі і якісні, і кількісні показники такого впливу. В ЄС, зокрема, вони можуть бути використані при демонстрації значного внеску для досягнення екологічних цілей і незначної шкоди довкіллю, в розрізі категорій проєктів, що пов'язані з Таксономією ЄС. Емітент може включити в звіт про екологічний вплив будь-які якісні та кількісні показники. Але потрібні будуть посилання на відповідні методики і стандарти. Прозорість емітента підвищить надання незалежної оцінки екологічного впливу проєктів, що фінансуватимуться надходженнями від емісії зелених облігацій.

г) Залучення зовнішнього незалежного контролю. Зовнішню верифікацію рекомендують проводити як на етапі підготовки випуску зелених облігацій, відбору та оцінки проєктів, так і після організації розподілу коштів та підготовки



звітності про вплив. При чому, є обов'язковою лише верифікація фінального річного звіту про розподіл надходжень. Хоча за бажанням емітент може проводити верифікації і кожного іншого річного звіту про розподіл коштів.

3. Підтвердження наявності процедур щодо управління екологічними та соціальними ризиками. Як відмічає Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, це система екологічного і соціального менеджменту емітента зелених облігацій або розробника проєкту, що допомагає на постійній основі здійснювати ідентифікацію, оцінку та мінімізацію екологічних і соціальних ризиків, обумовлених підготовкою та реалізацією проєкту, на який спрямовуються надходження від емісії зелених облігацій [11].

Ця система дозволяє емітенту досягати екологічних цілей і дотримуватись принципів сталої економічної діяльності при реалізації проєктів. Для підтвердження наявності у емітента такої системи рекомендується надати посилення на відповідні процедури. До речі, теж саме стосується і оцінки впливу екологічних, соціальних та управлінських факторів (ESG). Зазначення відповідних лінків в політиці емітента дозволяє підтвердити надійність процесу прийняття рішень щодо організації випуску зелених облігацій.

Таким чином, політика емітента щодо зелених облігацій дозволяє задекларувати не тільки наміри, а і можливості дотримуватись зрозумілих інвесторами загальноприйнятих правил на ринку зелених облігацій.

Декларацією щодо можливостей дотримання ключових ознак зелених облігацій емітент демонструє власні екологічні цілі і принципи сталої економічної діяльності по кожному з випусків зелених облігацій, що підтверджує екологічно стійку спрямованість емітента. І якщо діяльність емітента в рамках проєкту або проєктів узгоджується з державними або місцевими програмами, то це обов'язково потрібно вказувати в політиці щодо зелених облігацій.

Оприлюднюючи політику і періодичну звітність на офіційному веб-сайті емітент може оперативно інформувати інвесторів та інших учасників ринку зелених облігацій щодо екологічно стійкої економічної діяльності. І вже є загальноприйняті шаблони як політики, так і звітності про вплив.

Зокрема, є шаблони, що пропонує ЄС у власному Стандарті по зеленим облігаціям. І поки в Україні не розроблено відповідний стандарт, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку рекомендує емітентам посилатись на європейський стандарт.

Але попри те, що у України не має власного стандарту по зелених облігаціях, вже встановлені правові рамки для учасників ринку. В рамках національного законодавства здійснення емісії зелених облігацій дозволяється особам, що реалізують або фінансують екологічні проєкти. Емітентами першої категорії вважаються: органи місцевого самоврядування, державні або уповноважені державою органи, юридичні особи приватного права.

Фінансувати екологічні проєкти можуть банківські установи або інші фінансові установи, міжнародні фінансові організації. Також для фінансування таких проєктів уряд або інший уповноважений державою орган може утворити спеціалізований фінансовий інститут [14].

Перелік емітентів в Україні цілком відповідає міжнародній практиці. В світі ці групи емітентів активно залучають на ринку зелених облігацій борговий фінансовий ресурс. Хоча успіх виходу на зарубіжні ринки зелених облігацій національних емітентів значною мірою залежатиме від їх кредитоспроможності і попередньої історії випуску облігацій.

Разом з тим, для фінансування масштабних проєктів повоєнного сталого розвитку деокупованих територій України, національні емітенти мають відрізнитись високим потенціалом запозичень і розміром транзакцій (потенційним обсягом випуску облігацій). Вони повинні мати можливості поліпшити кредитну якість і ліквідність облігацій.

У емітентів мають бути структурні підрозділи або персонал, що здійснюватиме моніторинг впровадження екологічних проєктів. І вартість впровадження такої структури для більшості емітентів може стати важким тягарем.

Потенційний інтерес інвесторів певною мірою залежатиме від ступеня ризику, у тому числі, щодо якості оцінки, відбору та нагляду за реалізацією «зелених» проєктів. І наразі у більшості національних емітентів фактично бракує знань не тільки щодо підготовки інвестиційних проєктів, а і щодо оцінки їх екологічного впливу, відсутні навички щодо застосування міжнародних принципів зелених облігацій.

З огляду на це найвищий потенціал серед емітентів має суверен. Хоча для уряду є принаймні два бар'єри, які можуть обмежувати емісію суверенних зелених облігацій для фінансування повоєнного сталого розвитку деокупованих територій:

1. Можливості додаткового розміщення суверенних зелених облігацій обмежені через перманентно зростаючий державний борг. Україні доведеться регулярно погашати достатньо великі обсяги сум та відсотків до раніше здійснених запозичень, тому пріоритетом залишатимуться звичайні фінансові ринки. А це означає, що в короткостроковій перспективі уряд продовжить пропонувати нові випуски єврооблігацій щоб отримати доступ до запозичень з довгими термінами [15].

Втім, подолання цієї перешкоди можливе у разі створення урядом фінансової установи, що спеціалізуватиметься на емісії зелених облігацій. Або випуск цих цінних паперів здійснюватиметься існуючими державними установами. В світовій практиці є достатньо практичних прикладів, коли рішенням уряду уповноважували державні фонди та державні підприємства емітувати зелені облігації з метою виконання міжнародних кліматичних зобов'язань [16].

Звичайно, зараз у публічних українських установ і фондів недостатній інституційний потенціал випускати зелені облігації. І якщо уряд утворить фінансовий інститут для організованого випуску цих цінних паперів, це буде ідеальний варіант. Це, зокрема, передбачено національним законодавством. Тоді, враховуючи світовий досвід і практики організації таких інститутів, Україні вдасться розробити його правильну організаційну структуру, фінансову та операційну модель. Правильно створена модель для організації суверенних емісій



зелених облігацій та бездоганна репутація цієї установи на борговому ринку здатна вплинути на потенційний інтерес інвесторів і забезпечити належний попит. При чому, попит на емітовані зелені облігації цією установою, може бути значно вищим ніж на ті, що будуть випущені іншими існуючими уповноваженими інститутами.

2. Неінвестиційний рейтинг України та негативний кредитний прогноз за оцінками міжнародних рейтингових агентств [15]. Зокрема, Fitch підтвердило рейтинг України на рівні «обмежений дефолт» [17]. І у зв'язку з цим можуть виникнути труднощі, якщо уряд запропонує зелені облігації для консервативної спільноти інвесторів.

Але може бути більший попит на зелені облігації з боку соціально відповідальних інвесторів, якщо порівнювати їх із постійними інвесторами в суверенні українські єврооблігації.

Останнім часом на зарубіжних фондових ринках помітна тенденція збільшення пропозиції зелених облігацій з низьким рівнем кредитної якості, у тому числі випущених країнами з «неінвестиційними» рейтингами. Пояснюється це тим, що на глобальному рівні ринок зелених облігацій поступово досягає належного рівні зрілості, і країни-емітенти з некредитними рейтингами пробують тестувати цей ринок виходячи з намірів виконання міжнародних кліматичних зобов'язань. Хоча і переважна більшість випусків цих цінних паперів супроводжується або координується міжнародними банками розвитку, які підтримують кліматичну проблематику [16].

Міжнародні банки розвитку можуть покращувати кредитну якість облігацій надаючи повні або часткові кредитні гарантії для соціально відповідальних інвесторів. І такі гарантії дозволять подолати перешкоди «неінвестиційного» рейтингу українських зелених облігацій. В Україні вже є досвід, коли ці міжнародні організації погоджувалися гарантувати своєчасну виплату частини боргу або відсотків інвесторам.

Втім, для фінансування повоєнного сталого розвитку важливо встановити обсяг випуску суверенних зелених облігацій. А для цього мають бути прозоро відібрані проекти, які будуть важливі у довгостроковій перспективі. І це можуть бути проекти альтернативної енергетики, розбудови систем тепло- та водопостачання, відновлення і підвищення енергоефективності соціальних, громадських будівель тощо.

Для виходу емітентів зелених облігацій на європейські ринки матиме значення відповідність проєктів одній або декілька екологічним цілям, що узгоджуватиметься з технічним критерієм відбору визначених в політиці ЄС.

В ПРООН, зокрема, відмічають, що «через поточну євроінтеграцію України кліматична рамка регулювання ЄС, зокрема Європейського Зеленого Пакту (European Green Deal), має враховуватись у процесі українського відновлення на рівні з Паризькою угодою та Цілями сталого розвитку ООН».

Європейського Зелений Пакт є «наскрізним та кроссекторальним, оскільки ЄС розглядає розвиток усіх своїх секторів економіки через його призму. Це відображається і на фінансовому секторі в частині визначення напрямків для

спрямування бюджетних коштів ЄС, формування політики європейських фінансових установ та їхніх кліматичних та екологічних вимог до своїх клієнтів і проєктів, що претендують на фінансування» [18].

Хоча всередині країни важливими критеріями відбору також мають стати:

а) узгодженість проєктів з пріоритетами держави, що визначені в стратегічних і програмних документах у відповідних сферах (національних і галузевих стратегічних планах, стратегіях регіонального розвитку, планах відновлення та розвитку регіонів і територіальних громад);

б) відповідність проєктів необхідним екологічним і соціальним стандартам;

в) соціально-економічна спрямованість проєктів (створення нових робочих місць, впровадження нових технологій та інновацій тощо);

г) допустимість провадження планованої діяльності (стосуватиметься проєктів, які можуть мати значний вплив на довкілля та підлягають оцінці впливу на довкілля відповідно до законодавства);

д) готовність проєктів до реалізації.

Також встановлюватимуться і специфічні вимоги при оцінці економічної ефективності проєктів. Тобто окрім переважно «екологічних» критеріїв, що стосуватимуться зменшення кількості викидів парникових газів або підвищення енергоефективності, будуть застосовані і ті, що визначатимуть ефективність вкладених інвестицій. Так, наприклад, при оцінці інвестиційних проєктів у сфері теплопостачання, їх економічна ефективність визначатиметься за критеріями щодо чистої приведеної вартості, внутрішньої норми дохідності, дисконтованого періоду окупності, індексу прибутковості.

Розрахунки цих показників здійснюється за допомогою Методичних рекомендацій затверджених центральними органами виконавчої влади, які реалізують державну політику у сферах, яких стосуються проєкти екологічного спрямування [19]. І для формування пакету проєктів екологічного спрямування, що сприятимуть сталому повоєнному розвитку, необхідне вироблення уніфікованих методологічних підходів, які дозволять установам і підприємствам якісно і швидко готувати відповідну проєктну документацію.

Організація емісії зелених облігацій буде схожа на процедуру розміщення єврооблігацій:

1. Схвалення рішення про емісію облігацій (проспекту емісії). Це публічний документ, в якому визначаються умови здійснення випуску облігацій. Для зелених облігацій характерним є відображення в цьому документі позиції щодо ключових ознак зелених облігацій, екологічних цілей та принципів сталої економічної діяльності, що містяться в політиці емітента зелених облігацій. Зокрема, відображається інформація щодо версифікатора зелених облігацій і отриманого від нього позитивного висновку. На основі цієї інформації інвестори приймають рішення про купівлю зелених облігацій.

2. Вибір лід-менеджера, що залучатиме інвесторів. Зазвичай за це відповідає міжнародний інвестиційний банк. Зокрема, у 2020 році під час розміщення єврооблігацій, Goldman Sachs International та J.P. Morgan залучались як спільні лід- та дилер-менеджери транзакції.



3. Оголошення про старт розміщення зелених облігацій.
4. Проведення road show (презентацій випуску облігацій) для інвесторів. Це можуть бути як виїзні, так і он-лайн презентації. Наприклад, під час COVID-19, коли вводились карантинні обмеження, проводились телекомунікаційні презентації на онлайн-платформах.
5. Відкриття книги заявок для інвесторів. І з цього моменту інвестори можуть подавати заявки на придбання облігацій.
6. Завершення розміщення облігацій. Після цього облігації перераховуються на рахунки інвесторів, а держава-емітент отримує залучені кошти.

Сьогодні багато дискусій з приводу того чим зелені облігації відрізняються від звичайних, і що додаткова верифікація, утримання персоналу потребує додаткових затрат. Втім, при розміщенні зелених облігацій держава-емітент може мати і додаткові переваги. Цей фінансовий інструмент дає основу для укладання угод за механізмом так званих «боргових свопів» або обміну боргів на природу та клімат. І це стає особливо актуально при організації емісії зелених облігацій для повоєнного сталого розвитку територій

Так, в останні роки у відповідь на виклики кліматичних змін з новим ентузіазмом деякі країни почали використовувати механізми Debt-For-Nature Swaps (DFNS) та Debt-For-Climate swaps (DFCS). Суть цих механізмів полягає в укладанні договорів між країнами-боржниками та їх кредиторами щодо спрямування частини боргу на фінансування програм, проєктів або політик у сферах захисту навколишнього середовища або боротьби зі зміною клімату. Домовленостей щодо реструктуризації частини таких боргових зобов'язань вже, досягли в низці країн, серед яких Польща, Єгипет, Індонезія тощо.

Перша DFNS була укладена Болівією ще в 1987 році. Тоді угоду за механізмом боргових свопів було досягнуто з організацією Conservation International з Вашингтону та приватним фондом Frank Weeden Foundation. Ці організації викупили 0,65 млн. дол. США боргу в обмін на виділення урядом Болівії мільйонів гектарів для збереження басейну Амазонки [20].

Але найбільша за обсягом в світі угода за механізмом DFNS була укладена Еквадором у травні 2023 року. І ця угода була укладена через продаж блакитних облігацій, емісію яких зазвичай здійснюють з метою фінансування (рефінансування) діяльності або проєктів, що сприяють захисту океану, сталого використання його водних ресурсів, збереженню прибережних зон та екосистем. Еквадору ця угода дозволить спрямувати кошти на збереження Галапагоських островів, які вважають найціннішими екосистемами світу.

Досвід Еквадору може бути корисним і для України. Там, в результаті політичної кризи суверенні облігації Еквадору різко впали в ціні. Уряд країни був готовий продати борг Credit Suisse на суму близько 1,6 млрд дол. США з майже 60% дисконтом. А після укладання угоди, Credit Suisse конвертував боргові зобов'язання в Galapagos Bond – блакитні облігації на суму 656 млн дол. США з дохідністю 5,645% і строком погашення до 2041 року. На фоні інших суверенних облігацій Еквадору, дохідність яких досі коливається в діапазоні 17%-26%,

Galapagos Bond виглядали більш привабливими для інвесторів. Вони, серед іншого, отримали кредитну гарантію на суму 85 млн дол. США від Inter-American Development Bank (Міжамериканського банку розвитку), а також фактичне страхування політичних ризиків від U.S. International Development Finance Corp – DFC (Міжнародної фінансової корпорації США з розвитку) на суму 656 млн дол. США, що зробило ці облігації менш ризикованими. За оцінками, ця угода дозволить скоротити боргове навантаження Еквадору більш ніж на 1 млрд дол. США. Заощаджені на майбутніх виплатах відсотків та основної суми боргу кошти, близько 12 млн дол. США Еквадор щорічно спрямовуватиме на збереження біорізноманіття Галапагоських островів, ще 5 млн дол. США будуть акумульовані у довголітньому екологічному фонді [21].

Варто відмітити, що Credit Suisse проводила подібні конвертації боргів не тільки для Еквадору, а і Белізу, Барбадосу тощо. Хоча і угода з Еквадором була в рази більшою за інші. При цьому, в інших країнах нові угоди на структурування та організацію боргових свопів виявилися успішним і в інших проєктах, таких як будівництво станції очистки стічних вод, створення систем управління твердими побутовими відходами тощо.

І тепер Credit Suisse доведеться конкурувати на цьому борговому ринку вже з європейськими та американськими банками, які стали виборювати власні позиції в укладанні нових угод, що приносять комісійні, підвищують репутацію та рейтинги. А так, це може стати каталізатором для інших країн з низьким рівнем доходу, що «навантажені боргами, але наділені природними багатствами і вимушені рятувати довкілля» [22].

На думку І. Чугунова, Т. Каневої, І. Любчака (2023), впровадження DFNS та DFCS може суттєво покращити екологічний стан в країні і їх варто розглядати як «можливості вивільнення фіскальних ресурсів на зелене відновлення територій».

Автори запевняють, що Україна, як кандидат у члени в ЄС «може скористатися можливостями фінансування зеленої відбудови, одночасно знижуючи своє боргове навантаження і механізми DFNS та DFCS можуть стати перспективними заходами боргової політики щодо відбудови України» [2]. Але на сьогоднішній день боргові свопи реалізовувались здебільшого випадково, і за виключенням Еквадору та Белізу, характеризувались невеликими за «розміром обміну боргів» угодами. І для України важливо знати порядок і чіткі умови укладання таких угод, можливості відображення в них інтересів постраждалих громад.

Так, нещодавня угода між Кабо-Верде та його головним кредитором Португалією продемонструвала новий підхід у використанні механізмів боргових свопів. Цей новий підхід пов'язав обмін боргів із державними системами, і змістив акценти з проєктного на програмний рівень, дозволив залучати громади, які безпосередньо відчувають наслідки зміни клімату та втрати природи.

Це був 18-місячний пілотний проєкт за підтримки Фонду MAVA IED і консорціуму з 12 партнерів щоб перевірити новий підхід до обміну боргів на клімат і природу. Проєкт охопив чотири країни Західної Африки, які вразливі до зміни клімату, але мають багате біорізноманіття: Кабо-Верде, Гвінея-Бісау,



Мавританія та Сенегал. Після початкової роботи з урядами та неурядовими організаціями дві країни (Кабо-Верде та Сенегал) висловили свою зацікавленість у обміні боргів, і почалася більш детальна робота з розробки відповідного інструменту та підтвердження кліматичних і природних індикаторів, що відповідають національному масштабу. І у січні 2023 року після завершення пілотного проєкту Кабо-Верде оголосило, що вступає в обмін боргів на клімат і природу зі своїм основним кредитором – Португалією. І це викликало конкретну зацікавленість інших країн, зокрема Єгипет, Кенію та Пакистан [22].

Пілотний проєкт передбачав послідовну взаємодію з урядовими міністерствами кожної країни, що відповідають за управління боргом, фінанси, навколишнє середовище тощо. Проведені консультації з центральними органами, що відповідають за управління суверенним боргом, дозволили встановити пріоритети національних витрат. А залучення інших міністерств, відповідальних за клімат і біорізноманіття, навколишнє середовище, сільське господарство, рибальство, енергетику та планування тощо додало довіри, що боргові свопи зможуть вивільнити фінансування для їхніх політичних пріоритетів. Залучення до обговорення всіх міністерств допомогло зміцнити співпрацю та забезпечило міжурядову підтримку підходу.

Також в рамках пілотного проєкту були проведені консультації з місцевими громадами, залучались радники з державного боргу, які надавали деталі щодо можливих механізмів свопу. Презентації експертів з боргових питань допомогли побачити потенціал боргових свопів, як в частині ресурсів, так і послаблення фінансового тиску. Зокрема, детальний аналіз показав масштаб ресурсів, потенційно доступних для угоди, можливість її укладання і потенційних кредиторів. Так, у випадку з Сенегалом аналіз показав, що обмін боргу неможливий, оскільки борговий тягар країни залишається стабільним. А у випадку з Кабо-Верде аналіз боргу визначив Португалію як головного кредитора [22].

Але визначальною рисою підходу стало використання ключових показників ефективності (КРІ). При чому ідея полягала в тому, щоб не прив'язувати обмін до зовнішніх умов країни боржника, а визначати КРІ в рамках національних кліматичних і природних пріоритетів (національних планів дій щодо клімату, із збереження біорізноманіття тощо). Таке узгодження дозволило не тільки зміцнити КРІ, а і залучити інших зацікавлених сторін до дискусій стосовно укладання угоди. Зокрема, були залучені представники громадянського суспільства місцевих громад для збору відгуків щодо КРІ, які були визначені для потенційного обміну боргів. Місцевим зацікавленим сторонам дозволили оцінювати процес ефективності, надавати рекомендації щодо потенційних ключових показників, що ще раз підкреслило важливість цих питань для громад.

Таким чином проєкт не тільки заручився міжурядовою підтримкою, а і визначив КРІ місцевих громад, які можна перевіряти, встановив взаємодію між громадами, кредиторами та іншими зацікавленими сторонами. Хоча залучення кредиторів може бути повільним і складним, особливо враховуючи різноманітний ландшафт традиційних багатосторонніх і двосторонніх донорів, а також

приватних кредиторів і Китай (зараз найбільший двосторонній власник боргу країн, що розвиваються).

Офіційної оцінки пілотного проєкту ще не було. Але попередні результати проєкту показали, що цей підхід може стати ключовим для вирішення «потрійної кризи»:

- а) непосильної заборгованості;
- б) зміни клімату;
- в) втрати біорізноманіття.

Були організовані дебати на міжнародному рівні та презентовані потенційні переваги проєкту серед кредиторів та установ, які їх консультують, включаючи Міжнародний валютний фонд і Китайське товариство фінансів і банківської справи. Серед головних висновків цього проєкту, що повинні винести країни:

1. Міністерства (фінансів, охорони навколишнього середовища тощо) та галузеві урядові органи мають об'єднатися, щоб розробити спільний підхід до потенційного обміну боргів на клімат і природу.

2. Формування ключових показників ефективності (КПІ) для зміни клімату та природи на існуючій національній політиці допоможе інтегрувати заходи в урядові системи.

3. Залучення громад та інших зацікавлених сторін допомагає гарантувати, що кліматичні і природні результати, що визначені КПІ для обміну, відображають місцеві реалії.

4. Існує реальна можливість для країн з низьким рівнем доходу провести обмін боргів на клімат і природу з кредиторами, враховуючи нещодавню підтримку багатосторонніх установ і угоду Кабо-Верде з Португалією [22].

Отже, в Україні боргові свопи також можуть стати перспективним впровадженням, враховуючи зростаючий державний борг.

В симбіозі із зеленими облігаціями боргові свопи дозволяють не тільки фінансувати екологічні проєкти, а і зменшувати боргове навантаження на країну, перенаправляючи фінансові ресурси на відновлення екосистем. Але враховуючи фінансові потреби України на «зелену» відбудову та постійно зростаючу численність екологічних проєктів на деокупованих територіях це можуть бути вже значно більші за обсягом угоди.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Сьогодні Україні потрібна стратегія емісії зелених облігацій для фінансування повоєнного сталого розвитку. І хоча національне законодавство дозволяє різним суб'єктам випускати зелені облігації, найбільший успіх на зовнішніх ринках матимуть зелені облігації, емітовані державою. З метою дотримання міжнародних принципів зелених облігацій, підвищення якості і швидкості підготовки проєктів і моніторингу їх впливу на довкілля найкращий варіант, якщо держава утворить для цього спеціальний фінансовий інститут. В такому випадку кредитоспроможність емітента зелених облігацій та наміри держави щодо втілення екологічно сталих ініціатив не викликать сумнівів у соціально відповідальних інвесторів.

Спеціально утворена фінансова установа матиме бездоганну репутацію на фондовому ринку і зможе безпосередньо співпрацювати з міжнародними



партнерами, зокрема є Європейського Союзу. Тоді політика емітента зелених облігацій буде повністю узгоджена з екологічними цілями та принципами сталості діяльності ЄС, з його політикою і чіткими правилами, прозорими процедурами використання коштів та інформування інвесторів. А в стратегію емісії цих цінних паперів будуть інтегровані не тільки міркування щодо управління екологічними і соціальними ризиками, а і механізми послідовного використання DFNS та DFCS, що зменшать боргове навантаження всередині країни, підтвердять амбіції держави, політику та цілі спрямовувати фінансування в «зелену» відбудову та повоєнний сталий розвиток територій.

В міжнародній практиці застосовуються також і інші інструменти в симбіозі із зеленими облігаціями, наприклад, вуглецеві кредити. Це і актуалізує подальші наукові розвідки.

Список використаної літератури

1. Варченко, О., Варченко, О., Драган, О., Ткаченко, К., Рибак, Н., & Зубченко, В. (2024). «Зелені фінанси» в повоєнному відновленні України: організаційно-фінансові аспекти. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 3(56), 75–85. <https://doi.org/10.55643/fcaptr.3.56.2024.4403> (дата звернення: 11.02.2025)
2. Чугунов, І., Канєва, Т., & Любчак, І. (2023). Фінансові інструменти реалізації Європейського зеленого курсу в Україні. *Економіка та суспільство*, (56). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-56-141> (дата звернення: 11.02.2025)
3. Зінченко, О. А. (2022). Світові тренди «зеленого» інвестування. *Економічний простір*, (177), С. 31-34. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/177-5> (дата звернення: 11.02.2025)
4. Тверезовська, О., & Гриценко, Л. (2022). Роль зеленого проєктного фінансування в економічному розвитку України. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 6(47), 124–138. <https://doi.org/10.55643/fcaptr.6.47.2022.3933> (дата звернення: 11.02.2025)
5. Карнаушенко, А. С. (2024). Розвиток ринку зелених облігацій у контексті глобальної стратегії сталого розвитку та переходу до циркулярної економіки. *Проблеми сучасних трансформацій. Серія: економіка та управління*, (16). <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2024-16-06-01> (дата звернення: 11.02.2025)
6. Чала В. С. (2022). Глобальні тренди розвитку зеленого облігаційного фінансування. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Вип. 41. С. 124-131. DOI: <https://doi.org/10.32782/2413-9971/2022-41-23> (дата звернення: 11.02.2025)
7. Maltais, A., Nykvist, B. (2020). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 1-20. URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>
8. Олексів, І. Б., Дрібнюк, А. М. (2023). Аналіз сучасних інструментів інвестування у відновлювану енергетику України. *Менеджмент і підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку*; 5(2), 315– 325. <https://doi.org/10.23939/smeu2023.02.315> (дата звернення: 11.02.2025)
9. Дубко, А. (2022). Перспективи та перешкоди розвитку ринку зелених облігацій в Україні. *Baltic Journal of Legal and Social Sciences*, (2), 58-64. <https://doi.org/10.30525/2592-8813-2022-2-10> (дата звернення: 11.02.2025)
10. Kovalova, O.. (2024). Developing Green Bond Market in Ukraine: Strategies, Challenges, And Opportunities. *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*. 120-124. <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2024.13.120>

11. Про схвалення Рекомендацій щодо реалізації або фінансуванню проєктів екологічного спрямування шляхом емісії зелених облігацій, Рішення НКЦПФР від 07.07.2021 № 493. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> (дата звернення: 11.02.2025)
12. Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. (2021). URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf> (дата звернення: 11.02.2025)
13. ICMA. Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. (2022). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp> (дата звернення: 11.02.2025)
14. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : Закон України № 738-IX від 19.06.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> (дата звернення: 11.02.2025)
15. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/borgova-politika> (дата звернення: 11.02.2025)
16. Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets. URL: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2018/publications-report-sbngreenbond2018> (дата звернення: 11.02.2025)
17. Fitch підтвердило рейтинг України на рівні «обмежений дефолт»: що на це вплинуло. URL: <https://ua.news.ua/money/fitch-pidtvrdilo-rejting-ukrayini-na-rivni-obmezhenij-defolt-shho-na-tse-vplnilo> (дата звернення: 11.02.2025)
18. UNDP. (2023). Зелене відновлення України: керівні принципи та інструменти для тих, хто ухвалює рішення. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2024-04/undp-ua-green-recovery-ukr.pdf> (дата звернення: 11.02.2025)
19. Про затвердження порядків розроблення, погодження та затвердження інвестиційних програм суб'єктів господарювання у сферах теплопостачання, централізованого водопостачання та водовідведення : Наказ Міністерства регіонального розвитку, будівництва та житлово-комунального господарства України № 630 від 14.12.2012. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/z0097-13#Text> (дата звернення: 11.02.2025)
20. DiXi Group. (2023). Кращі практики «зеленого» фінансування та повоєнного «зеленого» відновлення: можливості для України. URL: <https://dixigroup.org/analytic/krashhi-praktyky-zelenogo-finansuvannya-ta-povoyennogo-zelenogo-vidnovlennya-mozhlyvosti-dlya-ukrayiny/> (дата звернення: 11.02.2025)
21. REUTERS. (2023). Ecuador seals record debt-for-nature swap with Galapagos bond. URL: <https://www.reuters.com/world/americas/ecuador-seals-record-debt-for-nature-swap-with-galapagos-bond-2023-05-09/> (дата звернення: 11.02.2025)
22. Green Finance Platform. (2023). Redesigning Debt Swaps for a More Sustainable Future. URL: <https://www.greenfinanceplatform.org/case-studies/redesigning-debt-swaps-more-sustainable-future> (дата звернення: 11.02.2025)

References

1. Varchenko, O., Varchenko, O., Drahan, O., Tkachenko, K., Rybak, N., & Zubchenko, V. (2024). «Zeleni finansy» v povoiennomu vidnovlenni Ukrainy: orhanizatsiino-finansovi aspekty. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 3(56), 75–85. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.3.56.2024.4403> [In Ukrainian]
2. Chuhunov, I., Kanieva, T., & Liubchak, I. (2023). Finansovi instrumenty realizatsii Yevropeiskoho zelenoho kursu v Ukraini. *Ekonomika ta suspilstvo*, (56). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-56-141> [In Ukrainian]
3. Zinchenko, O. A. (2022). Svitovi trendy «zelenoho» investuvannia. *Ekonomichniy prostir*, (177), S. 31-34. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/177-5> [In Ukrainian]



4. Tverezovska, O., & Hrytsenko, L. (2022). Rol zelenoho proiektneho finansuvannia v ekonomichnomu rozvytku Ukrainy. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 6(47), 124–138. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.6.47.2022.3933> [In Ukrainian]
5. Karnaushenko, A. S. (2024). Rozvytok rynku zelenykh oblihotsii u konteksti hlobalnoi stratehii staloho rozvytku ta perekhodu do tsyrkuliarnoi ekonomiky. *Problemy suchasnykh transformatsii. Seria: ekonomika ta upravlinnia*, (16). <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2024-16-06-01> [In Ukrainian]
6. Chala V. S. (2022). Hlobalni trendy rozvytku zelenoho oblihotsiinoho finansuvannia. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu*. Vyp. 41. S. 124-131. DOI: <https://doi.org/10.32782/2413-9971/2022-41-23> [In Ukrainian]
7. Maltais, A., Nykvist, B. (2020). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 1-20. URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864>
8. Oleksiv, I. B., Dribniuk, A. M. (2023). Analiz suchasnykh instrumentiv investuvannia u vidnovliuvanu enerhetyky Ukrainy. *Menedzhment i pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia ta problemy rozvytku*; 5(2), 315– 325. <https://doi.org/10.23939/smeu2023.02.315> [In Ukrainian]
9. Dubko, A. (2022). Perspektyvy ta pereshkody rozvytku rynku zelenykh oblihotsii v Ukraini. *Baltic Journal of Legal and Social Sciences* , (2), 58-64. <https://doi.org/10.30525/2592-8813-2022-2-10> [In Ukrainian]
10. Kovalova, O.. (2024). Developing Green Bond Market in Ukraine: Strategies, Challenges, And Opportunities. *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*. 120-124. <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2024.13.120> [In Ukrainian]
11. Pro skhvalennia Rekomendatsii shchodo realizatsii abo finansuvanniu proiektiv ekolohichnoho spriamuvannia shliakhom emisii zelenykh oblihotsii, Rishennia NKTsPFR vid 07.07.2021 № 493. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=12423398> [In Ukrainian]
12. Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies. (2021). URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf>
13. ICMA. Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. (2022). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp>
14. Pro vnesennia zmin do deiakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo sproshchennia zaluchennia investysii ta zaprovadzhennia novykh finansovykh instrumentiv : Zakon Ukrainy № 738-IX vid 19.06.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> [In Ukrainian]
15. Ofitsiyni sait Ministerstva finansiv Ukrainy. URL: <https://mof.gov.ua/uk/borgova-politika> [In Ukrainian]
16. Creating Green Bond Markets – Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets. URL: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2018/publications-report-sbngreenbond2018>
17. Fitch pidtverdylo reitynh Ukrainy na rivni «obmezheniy defolt»: shcho na tse vplynulo. URL: <https://ua.news.ua/money/fitch-pidtverdilo-rejting-ukrayini-na-rivni-obmezhenij-defolt-shcho-na-tse-vplynulo> [In Ukrainian]
18. UNDP. (2023). Zelene vidnovlennia Ukrainy: kerivni pryntsypy ta instrumenty dlia tykh, khto ukhvaliuie rishennia. URL: <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2024-04/undp-ua-green-recovery-ukr.pdf> [In Ukrainian]
19. Pro zatverdzhennia poriadkiv rozroblennia, pohodzhennia ta zatverdzhennia investytsiynykh prohram subiektiv hospodariuvannia u sferakh teplopostachannia, tsentralizovanoho vodopostachannia ta vodovidvedennia : Nakaz Ministerstva rehionalnoho rozvytku, budivnytstva ta zhytlovo-komunalnoho hospodarstva Ukrainy № 630 vid 14.12.2012. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/z0097-13#Text> [In Ukrainian]
20. DiXi Group. (2023). Krashchi praktyky «zelenoho» finansuvannia ta povoiennoho «zelenoho» vidnovlennia: mozhlyvosti dlia Ukrainy. URL: <https://dixigroup.org/analytic/krashhi-praktyky->



zelenogo-finansuvannya-ta-povoyennogo-zelenogo-vidnovlennya-mozhlyvosti-dlya-ukrayiny/ [In Ukrainian]

21. REUTERS. (2023). Ecuador seals record debt-for-nature swap with Galapagos bond. URL: <https://www.reuters.com/world/americas/ecuador-seals-record-debt-for-nature-swap-with-galapagos-bond-2023-05-09/>
22. Green Finance Platform. (2023). Redesigning Debt Swaps for a More Sustainable Future. URL: <https://www.greenfinanceplatform.org/case-studies/redesigning-debt-swaps-more-sustainable-future>

<i>Отримано:</i>	<i>11.02.2025</i>	<i>Beérkezett:</i>	<i>2025.02.11</i>	<i>Received:</i>	<i>11.02.2025</i>
<i>Прийнято до друку:</i>	<i>12.04.2025</i>	<i>Elfogadva:</i>	<i>2025.04.12</i>	<i>Accepted:</i>	<i>12.04.2025</i>
<i>Опубліковано:</i>	<i>12.05.2025</i>	<i>Megjelent:</i>	<i>2025.05.12</i>	<i>Published:</i>	<i>12.05.2025</i>