



MONETÁRIS POLITIKA  
A FENNTARTHATÓSÁG  
JEGYÉBEN

**A MAGYAR NEMZETI BANK  
TANULMÁNYKÖTETE A ZÖLD MONETÁRIS  
POLITIKAI ESZKÖZTÁR ELSŐ ÉVÉRŐL**

**2022**  
JÚLIUS

# Monetáris politika a fenntarthatóság jegyében

A Magyar Nemzeti Bank tanulmánykötete  
a zöld monetáris politikai eszköztár első évéről

© Magyar Nemzeti Bank, 2022

Szerkesztette:

Kiss-Mihály Norbert és Kolozsi Pál Péter

A szerkesztők köszönetet mondanak

Virág Barnabás Alelnök úrnak és Banai Ádám Ügyvezető Igazgató úrnak  
a szerkesztés során adott szakmai tanácsaikért.

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
1013 Budapest, Krisztina körút 55.  
[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

Minden jog fenntartva!

Nyomdai előkészítés és kivitelezés:  
Pauker – Prospektus – SPL consortium  
H-8200 Veszprém, Tartu u. 6.

ISBN 978-615-5318-56-6

2022

# MONETÁRIS POLITIKA A FENNTARTHATÓSÁG JEGYÉBEN

A Magyar Nemzeti Bank tanulmánykötete  
a zöld monetáris politikai eszköztár első évéről





# Tartalom

<b>Kiss-Mihály Norbert – Kolozsi Pál Péter:</b> Szerkesztői előszó . . . . .	5
<b>Aradványi Péter – Balázs Flóra – Lóránt Balázs:</b> Nemzetközi fejlemények a zöld jegybanki programok és gyakorlatok terén . . . . .	8
<b>Lóránt Balázs – Szabadkai Dániel:</b> A zöldkötvény standardok, mint a fenntartható finanszírozás alapjai . . . . .	28
<b>Bécsi Attila – Bognár Gergely – Varga Márton:</b> A magyarországi zöldkötvény-ökoszisztéma és a kapcsolódó jegybanki programok . . . . .	65
<b>Borkó Tamás – Herbert Evelyn – Horváth Balázs István:</b> Egy új piaci szegmens létrejötte: A hazai zöld jelzáloglevél-piac jegybanki ösztönzése . . . . .	90
<b>Kiss László – Manasses Gergely – Straubinger András:</b> A fedezetkezelés zöld fordulata . . . . .	103
<b>Komlóssy Laura – Winkler Sándor:</b> A zöld lakáshitel-piac ösztönzése: az NHP Zöld Otthon Program . . . . .	133
<b>Sulyok András:</b> Az állampapír-vásárlási program zöld vonatkozásai és helyzetkép a magyar zöld állampapírokról . . . . .	145



## Szerkesztői előszó

Kiss-Mihály Norbert – Kolozsi Pál Péter

A körülöttünk zajló változások nagyságrendje és sebessége, illetve az évtizedek óta nem látott bizonytalanság alapján ma már kevesek számára kérdéses, hogy korszakhatárhoz érkeztünk. Az eddig követett mintázatokon változtatnunk kell, másképp kell viszonyulnunk egymáshoz és a minket körülvevő világhoz is. A jövőnk tudás-, érték- és kultúraalapú lesz, az új jövőképek által irányított felzárkózásokat pedig már csak a fenntarthatósági gondolat köré lehet szervezni (Matolcsy, 2022).

A már most is zajló gondolati forradalom egyik megnyilvánulása a környezeti fenntarthatóság szempontjainak hangsúlyossá válása, a zöld fordulat. Egyértelművé vált, hogy a természet kárára ma már nem lehet a növekedést erőltetni (Virág, 2019). Mivel az éghajlat változása hatással van az árstabilitásra, a pénzügyi stabilitásra és a fenntartható felzárkózásra, így a kérdést a jegybankoknak is kiemelten kell kezelniük. Ennek jegyében hirdette meg épp egy évvel ezelőtt, 2021 nyarán zöld monetáris politikai eszköztár-stratégiáját a Magyar Nemzeti Bank (MNB), hitet téve ezzel amellelt, hogy céljaink eléréséhez elengedhetetlen a pénzügyi rendszer egészének átalakulása és a jegybanki gondolkodás megújulása, amiben a fenntarthatósági szempontok az árstabilitási cél elsődlegessége mellett a súlyuknak és jelentőségüknek megfelelően figyelembevételre kerülnek mind a monetáris politika, mind a pénzügyi stabilitás tekintetében.

Az MNB nem csak a szavak szintjén köteleződött el a környezeti fenntarthatóság mellett. A tettek mezejére léptünk, mert meggyőződésünk, hogy nem megengedhető a zöld fordulat halogatása: most van itt az idő a jövőnk megalapozására, a zöld és fenntartható gazdasági és pénzügyi átalakulás első határozott lépéseinek megtételére. Saját meggyőződésünk mellett az is erősítette zöld aktivitásunkat, hogy a magyar Országgyűlés 2021. májusi döntése nyomán az árstabilitási cél elsődlegessége mellett az MNB törvényben rögzített céljai közé került a környezeti fenntarthatóság előmozdítása is.

Mindez azt eredményezte, hogy az MNB ma a zöld jegybankolás tekintetében egyértelműen a világ élmezőnyéhez tartozik. A magyar jegybank mind a mikro- és makroprudenciális intézkedések, mind a monetáris politika területén azon kevés központi bank egyike, amely érdemi lépéseket tett a zöld fordulat megvalósítása érdekében. Jól mutatja ezt, hogy az MNB idén tavasszal az elsők között készítette el klímaváltozással kapcsolatos pénzügyi (TCFD) jelentését (MNB, 2022).

A riport célja, hogy a jegybank operatív működésével és pénzügyi eszközeivel kapcsolatos klímakockázatokat a lehető legszélesebb körben feltárja, mérje és transzparens módon publikálja, ezáltal is irányt mutasson a kevésbé aktív jegybankoknak és a pénzügyi szektor szereplőinek.

Jelen tanulmánykötetben azt tekintjük át, hogy a zöld eszköztár-stratégia elfogadása óta milyen gyakorlati lépéseket tett az MNB monetáris politikájának zöld elemekkel való kiegészítése terén. Bemutatásra kerül, hogy milyen előrelépések történtek a nemzetközi jegybanki térben a zöld programok és gyakorlatok terén, illetve, hogy milyen fejlődésen mentek át az utóbbi hónapokban a zöld pénzügyi rendszer alapjait jelentő keretrendszerek és sztenderdek. Ezt követően részletesen elemezzük a hazai állampapír-, vállalati kötvény-, és jelzáloglevélpiacon zöld szegmensét érintő jegybanki intézkedések hatását és a piacok fejlődését, az MNB zöld lakáspiacot élénkítő lépéseit, különös tekintettel a Zöld Otthon Programra, valamint a fedezetkezelési rendszer zöld elemekkel való kiegészítését. A jegybanki szakértők által készített, hiánypótló publikációk a hazai tudományos térben mindeddig példa nélküli mélységben járják körül az érintett témákat, megteremtve a lehetőségét a zöld pénzügyek és monetáris politika témájában való elmélyedésnek, illetve a kutatások és elemzések esetleges folytatásának is.

A zöld megújulás tekintetében az MNB eddig is a legaktívabb jegybankok közé tartozott, jelen tanulmánykötet pedig azt bizonyítja, hogy lendületünk a jelenlegi, kihívásokkal teli környezetben is fennmaradt, sőt, fokozódott is. Különösen nagy eredménynek tekinthető, hogy az MNB az utóbbi egy évben bebizonyította: lehetséges úgy érvényesíteni a környezeti fenntarthatóság szempontjait, hogy az nem érinti a monetáris politika irányultságát.

Az utóbbi egy évet szigorodó monetáris politikai közeg jellemezte, az MNB pedig így is képes volt biztosítani, hogy az árstabilitási cél elsődlegessége mellett a monetáris politikai eszköztár a lehető legjobban támogassa a fenntartható fejlődés és felzárkózás irányába való átállást. 2022 nyarára a globális szinten is fokozódó inflációs nyomás miatt bizonyos zöld programjaink – épp az árstabilitási cél elsődlegességét szem előtt tartva – felfüggesztésre kerültek, de zöld elköteleződésünk nem mérséklődött. Zöld aktivitásunk azon elemei, amelyek esetében nem merül fel az egyéb mandátumainkkal, különösen a jegybank elsődleges céljával való érdekütközés, továbbra is aktívak és támogatják fenntarthatósági céljaink elérését, amire jó példát szolgáltat a zöld fedezetkezelés változatlanlansága. Amint pedig a makrogazdasági közeg lehetővé teszi, az MNB további zöld programjai újra magasabb sebességbe kapcsolhatnak.



A zöld fordulat tartós elköteleződést követel meg, a stratégiai hozzáállás, illetve a megtett intézkedések pedig azt mutatják, hogy az MNB kész hosszú távon a környezeti fenntarthatóság ügye mellé állni. A jelen kötetben bemutatott programok és lépések egy hosszú út kezdetének tekinthetők, a munka tehát tovább folytatódik, a céljaink változatlanok.

Minden érdeklődőnek tisztelettel ajánljuk figyelmébe a tanulmányokat és jó olvasást kívánunk!

*Kiss-Mihály Norbert*

*Kolozsi Pál Péter*

*Budapest, 2022. július 6.*

## **Felhasznált irodalom**

Magyar Nemzeti Bank. (2022). *Az MNB klímaváltozással kapcsolatos pénzügyi jelentése*. 2022 március

Matolcsy, Gy. (2022). *Új fenntartható közgazdaság (tézisek)*. Magyar Nemzeti Bank. Új közgazdaságtan a fenntarthatóságért

Virág, B. (szerk.) (2019). *A jövő fenntartható közgazdaságtana*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 494. o. ISBN: 978-615-5318-28-3. 2019.

# Nemzetközi fejlemények a zöld jegybanki programok és gyakorlatok terén

Aradványi Péter – Balázs Flóra – Lóránt Balázs

*Az utóbbi években egy egyértelmű trend figyelhető meg a jegybankok körében a fenntarthatóságot és a klímaváltozást illetően. Míg korábban nem foglalkoztak a központi bankok ilyen kérdésekkel, addig napjainkra már széleskörű konszenzus alakult ki arról, hogy a klímaváltozás és a zöld gazdasági átmenet hatásait a jegybankoknak is figyelembe kell venniük működésük során. A nemzetközi együttműködések egyre erősödtek, miközben a világ vezető jegybankjai is különböző lépéseket tettek a fenntarthatósági szempontok érvényesítésére. Tanulmányunkban ezt a tendenciát és a világ vezető jegybankjainak zöld lépéseit mutatjuk be.*

## 1. Bevezetés

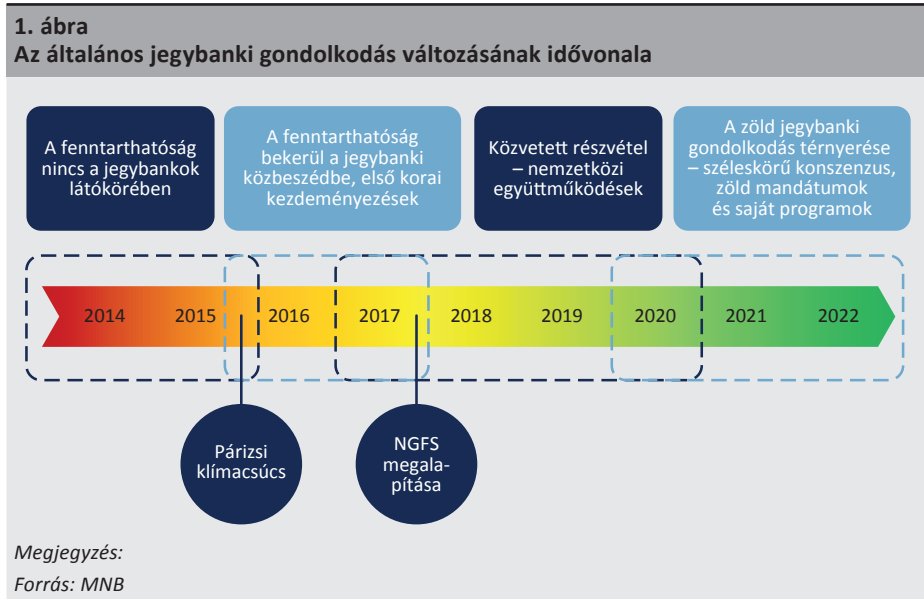
**A jegybankok korábban a hagyományos céljaik mellett jellemzően nem fordítottak külön figyelmet a klímaváltozásra és a fenntarthatóságra.** A 2010-es évek közepéig/végéig jellemzően a korábbi, hagyományos nézőpontnak mondható szemlélet uralkodott világszerte, ami szerint a klímaváltozás és a fenntarthatóság nem a jegybankok hatáskörébe tartozik, kizárólag a fiskális politika feladata a probléma megoldása. Így a kormányoknak kell foglalkozniuk ezen kérdésekkel. Az akadémiai irodalomban több helyen felmerült már korábban, hogy a jegybankoknak érdemes, illetve szükséges lenne foglalkozniuk a problémákkal, azonban sokan érveltek amellett is, hogy a jegybankoknak kizárólag az árstabilitásra, illetve adott esetben a makrogazdasági céljakra kell tekintettel lenniük. Így jellemzően korábban a jegybankok céljai és eszközei között, valamint a jegybanki stratégiákban nem jelentek meg zöld szempontok. A jegybankok évtizedekig változatlanul a korábbi gyakorlatnak megfelelően működtek, viszonylag szűk fókusszal és általános, konvencionális eszközökkel, majd a 2008-2009-es globális pénzügyi válság hatására nem konvencionális eszközökkel kiegészülve.

**A klímaváltozás okozta hatások és az egyre átfogóbb mérések és elemzések a jegybankok figyelmét is felkeltették.** A 2010-es években már saját bőrünkön érezhettük a klímaváltozás hatásait. Világszerte dőltek sorra a hőmérsékleti rekordok, korábban nem látott hóhullámok kísérték a nyarakat és egyre több természeti csapásról lehetett hallani. Ebben az időszakban már nagyon sok átfogó tanulmány készült a témában<sup>1</sup>, a tudományos álláspontot pedig a közvélemény is

---

<sup>1</sup> lásd például IPCC jelentések: <https://www.ipcc.ch/reports/>

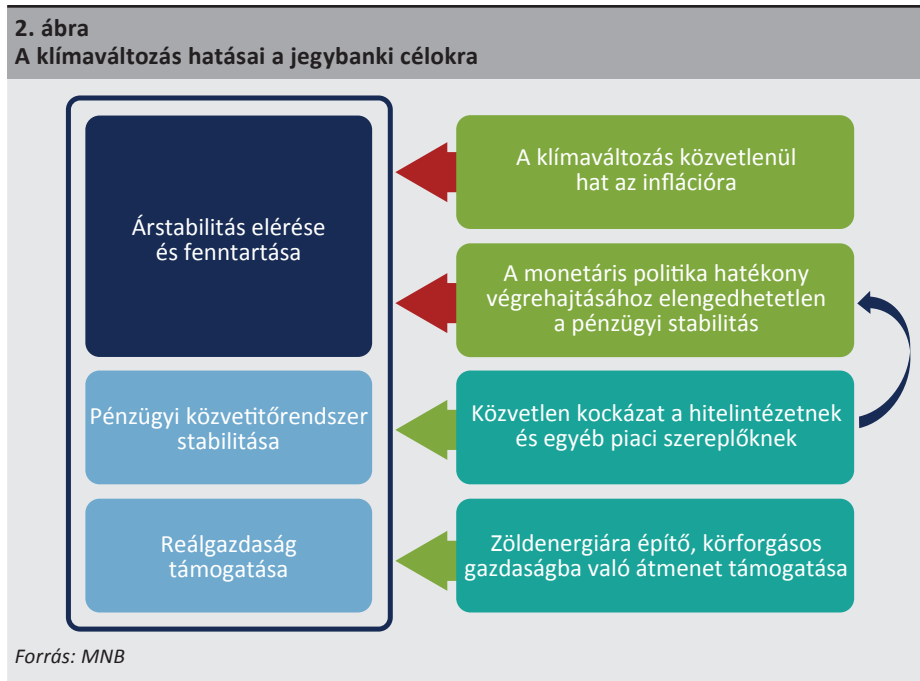
egyre inkább magáévá tette. A jegybankok is egyre élénkebben kezdtek foglalkozni ezekkel a kérdésekkel és bár természetesen továbbra is vannak viták a jegybanki szerepvállalás indokoltságát illetően, a 2020-as évek elejére eljutottunk oda, hogy az uralkodó nézet már az, hogy a jegybankoknak igenis foglalkozniuk kell a klímaváltozással és a fenntartható, körforgásos gazdaságba történő átmenettel.



**A klímaváltozás mindegyik hagyományos jegybanki célt érinti, ami jegybanki cselekvést indokol.** Egyrészt a klímaváltozás közvetlenül hat a jegybankok elsődleges céljára, az árstabilitás elérésére és fenntartására. A klímaváltozás okozta természeti csapások, mint például az aszályok, hóhullámok, tűzvészek és áradások elpusztíthatják a termények egy részét, tönkre tehetnek termelési eszközöket vagy akár ingatlanokat, amely hatások az érintett termékek árának volatilitását eredményezhetik. Továbbá az egészségügyi hatásokon keresztül – például rosszabb levegő minőség, kevesebb tiszta ivóvíz<sup>2</sup> – a klímaváltozás a munkakínálatra is hatással lehet, ami ugyancsak befolyásolhatja az inflációs folyamatokat. A pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása, mint a jegybankok egy másik fontos célja szintén veszélybe kerülhet: az eddig említett fizikai kockázatok realizálódása például a nemteljesítő hitelállomány emelkedésén, a fedezetek értékvesztésén és a kockázattvállalási hajlandóság megváltozásán keresztül negatívan hathat a jegybankok ezen másodlagos céljára. A pénzügyi stabilitás elengedhetetlen feltétele a monetáris politika hatékony végrehajtásának, így közvetve az elsődleges, árstabilitási célt is érinti. Végül számos jegybank másodlagos céljai között megjelenik a reálgazdaság támogatása is valamilyen formában, így

<sup>2</sup> <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/climate-change-and-health>

a fenntartható gazdasági modellre történő átállás támogatása érdekében szintén indokolt a jegybanki cselekvés.



**A fenntartható gazdaságba történő átmenet finanszírozási igénye szintén a jegybanki cselekvést helyességét támasztja alá.** A klímaváltozás megfékezéséhez rengeteg, infrastrukturális és egyéb beruházásra, befektetésre lesz szükség. Pontos számot a sok bizonytalansági faktor miatt nem lehet mondani, azonban durva becslések már készültek az elmúlt években. A Világbank adatai alapján a 2015 és 2030 közötti időszakban, globálisan mintegy 90 ezer milliárd dollár értékű infrastrukturális beruházásra lenne szükség a klímacélok eléréséhez<sup>3</sup>, míg az OECD becslése szerint évente körülbelül 6900 milliárd dollár értékű infrastrukturális beruházás szükséges a Párizsi Egyezményben megfogalmazott klímacélok eléréséhez<sup>4</sup>. Mindezt természetesen valakinek finanszíroznia kell, a források biztosításában pedig egyre nagyobb szerep fog hárulni a pénzügyi közvetítőrendszerre és ezzel a jegybankokra is.

**A jegybankok közötti tudás, információ és legjobb gyakorlatok megosztására több, határokon átívelő együttműködés indult el.** A központi bankok zöldülésében, a zöld gondolkodás elterjedésében fontos szerepe van a Network for Greening the Financial System (NGFS) nevű szervezetnek. A 2017-ben 8 jegybank és felügyelet

<sup>3</sup> <https://www.un.org/en/climatechange/raising-ambition/climate-finance>

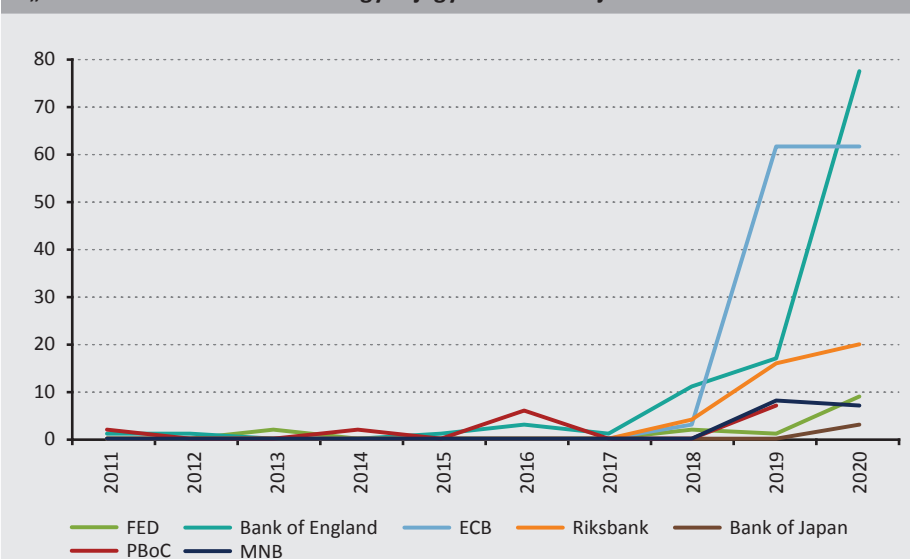
<sup>4</sup> <https://www.oecd.org/finance/Sustainable-Infrastructure-Policy-Initiative.pdf>

által alapított NGFS jegybankok és pénzüpi felügyeletok csoportja, amelynek tagjai önkéntes alapon vállalják, hogy megosztják egymás között a legjobb gyakorlatokat és hozzájárulnak a klímakockázatok kezelésének fejlesztéséhez, valamint a fenntartható gazdaságba történő átmenet támogatásához<sup>5</sup>. A szervezetnek 2022. április 13-án 114 tagja és 18 megfigyelője volt, a tagok számának gyors növekedése jól mutatja a jegybanki gondolkodás fordulatát. A Magyar Nemzeti Bank 2019 januárjában első közép-európai résztvevőként csatlakozott a csoporthoz<sup>6</sup>.

**A fenntarthatósági és klímaszempontok integrálásának trendje a jegybankok kommunikációjában is jól megfigyelhető.** A vezető jegybankok vezetői, szakértői egyre többször nyilatkoztak zöld kérdésekről és egyre élénkebbé vált a diskurzus tanulmányok vagy akár konferenciák formájában. A kommunikáció változását és a trendet szemlélteti, hogy a későbbiekben bemutatott jegybankok és az MNB angol nyelvű éves jelentéseiben dinamikusan növekvő gyakorisággal szerepel a fenntarthatósági értelemben vett „climate” szó (3. ábra).

3. ábra

A „climate” szó előfordulása az egyes jegybankok éves jelentéseiben\*



Megjegyzés: a fenntarthatósági értelemben vett „climate” szó előfordulása az ábrázolt jegybankok éves, angol nyelvű jelentéseiben. Az éves jelentések egyes jegybankok esetében kalendáriumi évre, más jegybankok esetében pénzügyi évre vonatkoznak. A jelentések szóhasználata, terjedelme nagyban eltérhet, a jegybankokat nem érdemes összehasonlítani. Az ábra a korábbi évekhez képest történt általános elmozdulást kívánja bemutatni.

Forrás: Az egyes jegybankok éves jelentései

<sup>5</sup> <https://www.ngfs.net/en>

<sup>6</sup> <https://www.mnb.hu/a-jegybank/informaciok-a-jegybankrol/nemzetkozi-kapcsolatok/network-for-greening-the-financial-system-ngfs>

**A zöld szempontok számos területen megjelenhetnek a jegybankok működésében.** A fenntarthatósági szempontok integrálása sok helyen a szabályozói, felügyeleti oldalon indult el. Több jegybank már a monetáris politikájában is figyelembe veszi és eszközeibe implementálja valamilyen módon a fenntarthatóságot. Ezen kívül több jegybank kezdett el riportálni a klímakockázatokról is. A kiinduló helyzetek, a nézőpontok és a megvalósítások viszonylag eltérőek, de a jegybanki szerepvállalás indokoltsága kapcsán már széleskörű a konszenzus. Mindezt jól szemléltetik a következő fejezetben bemutatott nemzetközi szinten meghatározó jegybankok lépései.

## 2. Globális szinten meghatározó jegybankok zöld lépései

### 2.1. Bank of England

#### 2.1.1. Az angol jegybank klímastratégiája

**Az angol jegybank klímastratégiájának célkitűzése, hogy intézkedései és működése révén, vezető szerepet töltsön be annak biztosításában, hogy a makrogazdaság, a pénzügyi rendszer és maga a Bank of England ellenállóak legyenek az éghajlatváltozás kockázataival szemben, és támogassák a nettó zéró kibocsátásra történő átállást.** Klímastratégiája részeként a jegybank törekszik a pénzügyi rendszer éghajlatváltozással szembeni ellenállóságának biztosítására, a gazdaság nettó zéró kibocsátásra történő átállásának támogatására, szorgalmazza a vállalati fenntarthatósági jelentések rendszeres közzétételét, és saját környezettudatos működése révén igyekszik jó példát mutatni.

#### **Klímatudatos szemlélet beépítése a pénzügyi felügyeleti tevékenységbe.**

A Prudenciális Felügyeleti Hatóság (PRA) először 2019-ben fogalmazott meg környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos elvárásokat az általa felügyelt intézményekkel szemben. 2022-től kezdődően a PRA beépíti a fenntarthatósági irányelveket a felügyeleti szemléletébe és aktívan ellenőrzi azok érvényesülését a napi gyakorlatban.

**Vállalati fenntarthatósági jelentések közzétételének szorgalmazása.** A példamutatás és a transzparencia jegyében, az angol jegybank 2019 óta publikálja saját fenntarthatósági jelentését.

#### **Éghajlatváltozással kapcsolatos összehangolt nemzetközi diskurzus elősegítése.**

A jegybank folyamatos kooperációra törekszik a nemzetközi közösséggel és a legújabb irányelvekkel összhangban alakítja klímastratégiáját.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Climate change | Bank of England



### 2.1.2. A jegybank fenntartható működése

**Az angol jegybank elkötelezett saját környezettudatos, fenntartható működése mellett.** 2016-ban a jegybank célul tűzte ki, hogy 2020-ig 20 százalékkal csökkenti karbonlábnyomát. A bank túlteljesítette az általa kitűzött célt és 33 százalékkal csökkentette karbonlábnyomát. A jegybank 2019-ben újabb célt tűzött ki, a Párizsi Megállapodással összhangban, amelynek értelmében 2016-2030 között 63 százalékkal csökkenti közvetlen (Scope 1, Scope 2) és üzleti utakból származó közvetett (Scope 3) üvegházhatású gázkibocsátását<sup>8</sup>. 2021 júniusában a jegybank kötelezettséget vállalt arra, hogy saját tevékenységéből származó szén-dioxid kibocsátását legkésőbb 2050-ig „nettó nullára” csökkenti. Környezeti teljesítményének javítása érdekében a jegybank kidolgozta a „Zöldebb Bank” programot, amelyet egy több mint 150 főből álló személyzeti hálózat támogat. A program keretein belül a jegybank csökkenti a bankjegygyártás karbonlábnyomát, villamosenergia- és gázszükségletét megújuló energiaforrásból biztosítja, energiahatékonyabbá tette épületeit, környezetkímélőbb üzleti gyakorlatot folytat (pl.: online meetingek) és újrahasznosítható poharak és ételhordozók használatára ösztönzi munkavállalóit.<sup>9</sup>

### 2.1.3. A vállalati kötvénycsökkentési program zöldítése

**Az angol jegybank 2025-ig 25 százalékkal, 2050-ig pedig 100 százalékkal kívánja csökkenteni a tulajdonában lévő vállalati kötvényportfólió súlyozott átlagos karbon intenzitását.**<sup>10</sup> 2021 márciusában a brit pénzügyminiszter kibővítette az angol jegybank mandátumát<sup>11</sup>, amely így már magában foglalja a kormányzat fenntarthatósági céljainak támogatására vonatkozó kötelezettséget. Új mandátumával összhangban a jegybank bejelentette, hogy a 2021. novemberi újrabefektetés alkalmával módosításokat hajt végre 20 milliárd fontos vállalati kötvénycsökkentési programjában. A bank a kötvényprogram zöldítése révén kívánja ösztönözi a vállalatokat, hogy határozott lépéseket tegyenek a nettó zero kibocsátásra történő zökkenőmentes átállás érdekében. Az eredeti tervszerint, a „zöldített” kötvénycsökkentési programban való részvételhez a vállalatoknak fenntarthatósági kritériumoknak kellett volna megfelelniük. A szénbányászati tevékenységet folytató vállalatokat teljes mértékben kizárták volna a programból, míg a működésük során termikus szén használóknak szigorú – szén-dioxid kibocsátással és megújuló energiafelhasználással kapcsolatos – előírásoknak és elvárásoknak kellett volna megfelelniük. Az idő előrehaladtával a jegybank – saját pontrendszere szerint – a leginkább környezettudatos módon működő vállalatok körvényeit részesítette volna előnyben és egyre magasabb elvárásokat határozott volna meg a programban való bennmaradás feltételeként. Az angol jegybank 2022. februári kamatdöntő ülése alkalmával bejelentette, hogy megkezdte a mérlegében lévő vállalati kötvényállomány csökkentését, így a kötvénycsökkentési program zöldítésének jövője egyelőre bizonytalanává vált.

<sup>8</sup> Bank of England Annual Report and Accounts 1 March 2020-28 February 2021

<sup>9</sup> Corporate responsibility | Bank of England

<sup>10</sup> Greening our Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS) | Bank of England

<sup>11</sup> Remit for the Monetary Policy Committee – March 2021 (bankofengland.co.uk)

## 2.2. Bank of Japan

**A japán jegybank is aktív szerepet vállal a klímaváltozás elleni küzdelemben.** 2021. júniusi kamatdöntő ülésén a Bank of Japan új, forrásnyújtó eszköz bevezetéséről döntött a klímaváltozás kedvezőtlen hatásainak enyhítése érdekében. Az új eszközzel a jegybank a magánszektor klímavédelmi törekvéseit szándékozik támogatni azáltal, hogy pénzügyi intézményeknek nyújt kedvező kamatozású forrást, amelyet ezen intézmények olyan befektetések vagy hitelek finanszírozására használhatnak fel, amelyek klímaváltozás elleni tevékenységet finanszíroznak.

**A japán jegybank 2021. júliusában nyilvánosságra hozta az új forrásnyújtó eszköz részleteit<sup>12</sup>, melyek az alábbiak:**

- Az új eszközt olyan **pénzügyi intézmények vehetik igénybe**, amelyek alá tudják támasztani klímaváltozás elleni törekvéseiket.
- Az új eszköz keretében kapott forrás **felhasználható zöld** kötvényekre és hitelekre; **fenntarthatósági kötvényekre és hitelekre**, amelyek bizonyos klímaügyi célt tűznek ki; továbbá a zöld átmenet finanszírozására.
- A jegybank a forrást **fedezet ellenében** nyújtja.
- A forrás után felszámított **kamat 0 százalék**.
- A program keretében nyújtott forrás **lejáratá egy év**.
- A pénzügyi intézmények jegybanknál elhelyezett betétei a hitelprogram keretében kihelyezett források kétszeresének megfelelő összegig **mentesülnek a negatív kamat alól**, az elhelyezett források után a jegybank 0,2 százalékos kamatot fizet.<sup>13</sup>

**A Bank of Japan az új eszköz bevezetése mellett részletes klímavédelmi stratégiát is publikált<sup>14</sup>, amely a monetáris politikán kívül más területeket is érint.**

- **A monetáris politikát illetően a Bank of Japan igyekszik megtartani a piaci semlegesség elvét.** A jegybank jelezte, hogy nem kíván mikroszinten beavatkozni a forrásallokációba. Ezért döntöttek az új eszköz fenti feltételekkel történő bevezetése mellett.
- **A klímaváltozás a pénzügyi rendszer működésére is jelentős hatással van, így a jegybank arról is döntött, hogy a pénzügyi intézményekkel részletes párbeszédet folytat a klímaváltozáshoz kapcsolódó pénzügyi kockázatokról.** A jegybank aktívan támogatni fogja a pénzügyi intézményeket a kockázatok feltérképezésében és kezelésében, valamint ösztönözni fogja a pénzügyi intézményeket arra, hogy végezzenek szcenárióanalízist a kockázatok feltérképezésére. Ennek támogatása

---

<sup>12</sup> k210618a.pdf (boj.or.jp)

<sup>13</sup> [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2021/rel210922a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2021/rel210922a.pdf)

<sup>14</sup> The Bank of Japan's Strategy on Climate Change (boj.or.jp)

érdekében a Bank of Japan az NGFS (Network for Greening the Financial System) és más intézmények munkáját figyelembe véve a pénzügyi felügyeleti szervvel (Financial Services Agency) együttműködésben dolgozik a megfelelő szcenárióanalízis kidolgozásán. A jegybank helyszíni vizsgálatokkal és távoli monitoringgal is támogatni fogja ezeket az intézményeket.

- **A Bank of Japan további kutatásokat fog végezni a klímaváltozással kapcsolatban.** A jegybank adatokat fog gyűjteni a klímaváltozással kapcsolatban és finomítani fogja elemzési eszközeit, hogy ezáltal könnyebben és pontosabban tudja azonosítani a klímaváltozással kapcsolatos kockázatokat.
- **Nemzetközi együttműködés keretében, több jegybankkal együttműködésben a Bank of Japan ösztönözni fogja a zöld eszközökbe való befektetést, ami hozzájárul ezen piacok fejlődéséhez.**
- **A tartalékkezelés tekintetében a jegybank, követve a zöld kötvények térnyerését a globális piacon, külföldi valutában denominált, kormányzatok által kibocsátott zöld kötvényeket is fog vásárolni.**

**A Bank of Japan programjának paraméterei változhatnak a jövőben.** A jegybanki forrás jelenlegi 0 százalékos kamata, illetve a pénzügyi intézmények keresletétől függően a program mérete is rugalmasan alakulhat a jövőben Haruhiko Kuroda, a japán jegybank elnöke szerint. Jelenleg nincs konkrét keretösszeg meghatározva, a kereslethez igazítja azt a jegybank. Az eszköz elindítása óta a jegybank 2 ezer milliárd jen (a GDP 0,4 százaléka) értékben biztosított forrást<sup>15</sup>.

### 2.3. Európai Központi Bank

**Az Európai Központi Bank 2020. januárjában jelentette be, hogy stratégiai keretrendszer-felülvizsgálatot indít.** A felülvizsgálat keretében a monetáris stratégia, az árstabilitás definíciója és egyéb kérdések mellett a jegybank klímaváltozás elleni küzdelemben betöltött szerepét is újragondolta. A stratégiai felülvizsgálat eredményeit az EKB a koronavírus válság miatt az eredetileg tervezett 2020. vége helyett 2021. júliusában zárta le és hozta nyilvánosságra.

**Az EKB már a felülvizsgálat előtt is hangsúlyozta a klímaváltozás fontosságát, 2021. januárjában ennek megfelelően egy klímaváltozással foglalkozó központot hozott létre.** A központ feladata az EKB klímaváltozással foglalkozó, különböző területeken folytatott tevékenységeinek összehangolása, alakítása és irányítása. A cél a klímaváltozással kapcsolatos megfontolások beépítése az EKB mindennapi munkájába. A jegybank emellett bejelentette, hogy saját portfóliójának egy részét a BIS zöld-kötvény alapjába fekteti a jövőben. A jegybankok számára létrehozott, euróban denominált alap megújuló energiákat előállító, energiahatékonyságot növelő és egyéb környezetbarát projektekbe fektet be. Az intézkedés kiegészíti az

---

<sup>15</sup> Loan Disbursement under the Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses (boj.or.jp)

EKB jelenleg is folyó zöldkötvény-vásárlási programját. Az EKB portfóliójának már 3,5 százalékát<sup>16</sup> (20,8 milliárd euro) a másodpiacon vásárolt zöldkötvények teszik ki, és a jegybank kiemelt célja, hogy ez az arány növekedjen a következő években.

**A jegybank a felülvizsgálat kezdetétől fogva hangsúlyozta, hogy az EKB már eddig is foglalkozott a klímaváltozás kérdésével** A felülvizsgálat során azonban alaposan megvizsgálták, hogy szükséges-e az EKB-nak nagyobb szerepet vállalnia a klímaváltozás elleni küzdelemben és ha igen, akkor ezt milyen eszközökkel tudja megvalósítani. A felülvizsgálat előtt az EKB saját portfóliójának már részét képezték zöld befektetések, ennek aránya is növelhető a jövőben, illetve a monetáris politikai portfólió kialakításánál is figyelembe vehetnek zöld szempontokat, különösen a vállalati kötvények esetében.

**Az EKB a stratégiai keretrendszer-felülvizsgálat eredményeire támaszkodva felismerte, hogy a klímaváltozás jelentős hatással van az árstabilitásra és ennek mentén ambiciózus klímaügyi akciótervet fogadott el**<sup>17</sup>. Ennek keretében az EKB továbbra is fontolóra veszi, hogy milyen klímaügyi megfontolások építhetők be a monetáris politikai keretrendszerbe, emellett a makromodellezésben is bővíti az elemzési kapacitásokat a klímaváltozás hatásainak figyelembevételével. Az EKB figyelembe veszi a klímaügyi megfontolásokat a kockázatértékelés, fedezeti keretrendszer és a vállalati kötvényvásárlások során is. Az elemzések terén új mutatókat fejleszt majd kísérleti jelleggel, amelyekkel nyomon követhető a pénzügyi intézmények ökológiai lábnyoma, zöld eszközei és fizikai kockázatoknak való kitettsége. A felülvizsgálatot követően a privát szektor által kibocsátott értékpapírok esetében az eszközvásárláshoz és fedezetként való elfogadáshoz szükséges, hogy a vállalatok bizonyos fenntarthatósági kritériumoknak megfeleljenek, aminek eredményeként a többi eszköztől eltérő bánásmódban részesülnek. A kockázatértékelés terén az EKB 2022-től klíma stresszteszteket fog folytatni annak érdekében, hogy felmérje az eurorendszer klímaügyi kockázatoknak való kitettségét. Az EKB figyelembe fogja venni a klímaváltozásból fakadó kockázatokat a fedezetértékelés során is. Végezetül, vállalati kötvényvásárlásai során a vásárlásokat a klímavédelmi kritériumok figyelembevételével fogja újra allokálni. A jegybank az új akciótervet az EU klímavédelmi lépéseivel párhuzamosan implementálja.

**Az EKB már korábban is vásárolt zöld értékpapírokat.** A jegybank portfóliójának eddig is részét képezték zöld befektetések, melynek aránya növelhető a jövőben, illetve a monetáris politikai portfólió kialakításánál is figyelembe vehetnek zöld szempontokat, különösen a vállalati kötvények esetében. Az EKB elnöke, Christine Lagarde szerint a klímaváltozás a monetáris politika szempontjából sem elhanyagolható, mivel az az inflációra, kibocsátásra, monetáris transzmisszióra és hosszú lejáratú kamatokra is hatással van<sup>18</sup>. Egyik parlamenti meghallgatásán

---

<sup>16</sup> ECB to invest in Bank for International Settlements' green bond fund (europa.eu)

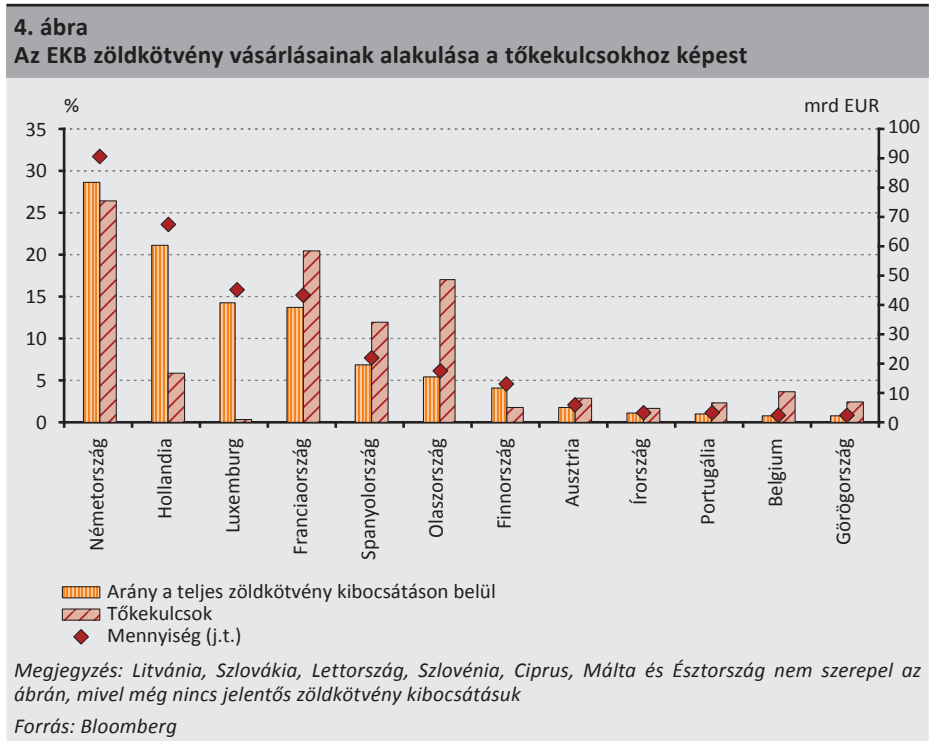
<sup>17</sup> ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy (europa.eu)

<sup>18</sup> Climate change and central banking (europa.eu)

megemlítette az EKB 2020. szeptember 22-i döntését, mely szerint a jegybank 2021. január elsejétől fedezetként befogad olyan kötvényeket is, amelyek kamatszelve nye fenntarthatósági teljesítményhez kötött.

**Az euroövezeti zöld kötvénykibocsátások dinamikusan emelkedtek az elmúlt években.**

Az EKB által megvásárolható zöld kötvények univerzuma 2015 óta folyamatosan növekszik, 2018-ra négyszeresére emelkedett<sup>19</sup>. Az euroövezeti zöldkötvénypiacot erős koncentrálttság jellemzi a kibocsátó ország tekintetében, Németország és Hollandia adja a teljes zöld kötvénykibocsátások több, mint felét (4. ábra).



A kibocsátások koncentrálttsága miatt, az EKB a tőkekulcsok által meghatározott aránytól eltérően hajtja végre a vásárlásokat.

**Az EKB több döntéshozója is azon a véleményen van, hogy a vállalati kötvényvásárlásoknál a jegybank a jövőben figyelmen kívül hagyhatja a piaci semlegesség elvét.** Mindezt annak érdekében tennék, hogy ellensúlyozzák a klímakockázatok alulárzottságát a pénzügyi piacokon. Christine Lagarde szerint a jegybanknak közbe kell avatkoznia, mert a pénzpiacok önmaguktól nem mérik fel megfelelően a klímaváltozáshoz kapcsolódó kockázatokat<sup>20</sup>. Az EKB elnöke

<sup>19</sup> Purchases of green bonds under the Eurosystem’s asset purchase programme (europa.eu)

<sup>20</sup> Climate change and central banking (europa.eu)

elmondta, hogy az ügyben döntés még nem született, de a jegybankoknak fel kell tenniük maguknak a kérdést, hogy nem vállalnak-e túlzott kockázatot azzal, ha bíznak a piacokban, hogy azok jól árazzák be a klímaügyi kockázatokat.

**Luis de Guindos, az EKB alelnöke szerint a klímaváltozás kérdése pénzügyi stabilitási szempontból sem elhanyagolható.** Az EKB alelnöke már 2021 tavaszán arról beszélt, hogy a jegybank már most is szorosan figyelemmel követi a klímaváltozás hatásait pénzügyi stabilitási szempontból<sup>21</sup>. Egy olyan módszerrel is dolgoznak, amely lehetővé teszi a klímaváltozáshoz kapcsolódó kockázatok stressztesztjét. Arról is beszélt, hogy a környezeti fenntarthatóság egy új lehetőség a beruházások becslésére Európába. Ennek kapcsán kitért arra is, hogy egy esetleges „zöld QE”, vagyis egy zöld eszközvásárlási program terve sincs kizárva.<sup>22</sup>

#### 2.4. Federal Reserve

**A Fed egyelőre direkt eszközök bevezetése nélkül, inkább elméleti síkon foglalkozik a klímakockázatokkal.** Az Amerikai Egyesült Államok központi bankja, a Federal Reserve (Fed) elég konzervatívnak mondható a jegybanki zöldülés szempontjából. A globálisan meghatározó jegybankok közül késői reagálónak számítanak, később kezdtek el foglalkozni a klímaváltozás problémájával és szerepvállalásuk továbbra is főként elemzésekre, vizsgálatokra korlátozódik. Megfigyelhető azonban esetükben is egy elmozdulás a gondolkodásban. 2020 decemberében a Fed is csatlakozott a már említett Network for Greening the Financial Systemhez, hozzájárulva a jegybankok közötti egyeztetésekhez, tudásmegosztáshoz<sup>23</sup>.

**A Fed pénzügyi stabilitási és felügyeleti szempontból vizsgálja a klímakockázatokat.** A Fed a monetáris politikájában nem tesz zöld lépéseket, a klímakockázatokat felügyeleti, prudenciális kérdéskörnek tartja. Így ezen területek azok az amerikai jegybankban, amelyek megkezdték a klímaváltozás kockázatainak, lehetséges negatív hatásainak vizsgálatát, elemzések elkészítését. Ezen kutatások támogatására adatokba, modellezési eszközökbe investálnak. Mindezzel összhangban a Federal Reserve két fontos bizottságot is felállított 2021-ben.

**A Supervision Climate Committee mikroprudenciális szinten vizsgálja a klímakockázatokat.** A 2021-ben létrehozott Supervision Climate Committee (Felügyeleti Klíma Bizottság, SCC) célja, hogy identifikálja és értékelje a klímaváltozásból eredő pénzügyi

<sup>21</sup> Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test (europa.eu)

<sup>22</sup> Az EKB 2022. július 4-én újabb lépésekről döntött annak érdekében, hogy a klímaügyi megfontolásokat beépítsék a jegybank monetáris politikai keretrendszerébe. A döntés értelmében az EKB „dekarbonizálja” vállalati kötvényportfólióját, azaz a lejáró vállalati kötvények újrabefektetésénél olyan kötvények kerülnek majd túlsúlyba, amelyek kibocsátója a klímaváltozás szempontjából jobb teljesítményt tud felmutatni (pl. alacsonyabb szén-dioxid kibocsátás, ambiciózusabb károsanyag kibocsátási célok, illetve különböző zöld standardoknak való jobb megfelelés). Az EKB a fedezeti rendszerét is átalakítja a klímaügyi szempontok figyelembevételével, emellett a kockázatkezelési rendszerébe is igyekszik a klímakockázatokat még inkább beépíteni. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704~4f48a72462.en.html>

<sup>23</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20201215a.htm>



kockázatokat és hogy egy olyan programot fejlesszen, amely biztosítja a felügyelt intézmények biztonságát és ellenállóképességét ezen kockázatoknak. A mikrop-  
rudenciális tényezőket a Supervision and Regulation Report keretében értekezik.

**A Financial Stability Climate Committee makropudenciális szinten vizsgálja a klíma-  
kockázatokat.** A szintén 2021-ben létrehozott Financial Stability Climate Committee  
(Pénzügyi Stabilitási Klíma Bizottság, FSCC) célja a klímaváltozás makropénzügyekkel  
kapcsolatos kockázatainak azonosítása és értékelése. Az FSCC tehát a pénzügyi sta-  
bilitási vonzatokkal, illetve a pénzügyi rendszerben levő komplex kapcsolatok feltér-  
képezésével foglalkozik. A makropudenciális tényezőket a Financial Stability Report  
keretében vizsgálják és a szélesebb körű, például a háztartásokat érintő negatív hatá-  
sokat is tanulmányozzák. Az FSCC szorosan együttműködik más területekkel, így töb-  
bek között az SCC-vel, a nemzetközi koordinációs, a kutatási és adat területekkel is.<sup>24</sup>

## 2.5. People's Bank of China

**Kína és a kínai központi bank komoly erőfeszítéseket tesz a pénzügyek zöldítésére.**  
A People's Bank of China (PBoC), Kína jegybankja élharcosa a zöld ügyeknek. A 2017-  
ben alapított, korábban többször említett NGFS csoportnak nemcsak tagja, hanem  
a szervezet 8 alapítójának egyike is volt.<sup>25</sup> Több konkrét intézkedést hoztak már a zöld  
pénzügyek támogatására, illetve szorosan együttműködnek más, kínai szervezetekkel  
is ezen cél érdekében.

**A PBoC egy 5 pillérrre alapuló zöld pénzügyi stratégiát hozott létre.** A kínai jegybank  
a zöld pénzügyi stratégiáját 2021 elején mutatta be, amellyel a jegybank a kormány  
14. Ötéves Tervének zöld pénzügyi reform és fejlesztési céljainak megvalósulását  
segíti elő és támogatja a Kína károsanyag kibocsátásának 2030-ra tervezett tetőzését,  
valamint a 2060-ra tervezett „net zero” állapot elérését. A zöld pénzügyi stratégia  
5 pillére a következők:

- 1) Zöld taxonómiák és standardok
- 2) Közzétételi követelmények és pénzügyi felügyelet
- 3) Ösztönző és korlátozó mechanizmusok
- 4) Zöld pénzügyi termékek és piaci rendszerek innovációja
- 5) Nemzetközi kooperáció<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210323a.htm>

<sup>25</sup> <https://www.banque-france.fr/en/communique-de-presse/joint-statement-founding-members-central-banks-and-supervisors-network-greening-financial-system-one>

<sup>26</sup> <https://greencentralbanking.com/2021/02/11/pboc-outlines-green-finance-strategy/>

**A PBoC értékeli a pénzügyi intézmények teljesítményét a zöld kötvényeik tekintetében.** 2021. július 1-i hatállyal a kínai jegybank elkezdte értékelni a 24 nagybankjának, beleértve a legnagyobb állami tulajdonú bankok zöld kötvény tartását. Az értékelésekben a zöld kötvények összes eszközön belüli arányát, valamint a tartott zöld kötvények teljes értékének éves változását vizsgálják. A PBoC már 2018 óta értékeli a nagyobb pénzügyi intézmények zöld pénzügyi teljesítményét, azonban korábban mindez csak a zöld hitelekre terjedt ki. Felméri továbbá a késedelmes zöld kötvények és a nem teljesítő zöld hitelek arányát is a zöld eszközökön belül. Az értékeléseket negyedéves gyakorisággal végzik el, 80 százalékban kvantitatív és 20 százalékban kvalitatív indikátorok alapján.<sup>27</sup>

**2016-ban iránymutatások kerültek kiadásra a zöld pénzügyi rendszer létrehozására.** A PBoC és 6 másik kormányzati ügynökség együttműködésében már 2016-ban kiadásra került a Guidelines for Establishing the Green Financial System, vagyis olyan iránymutatások, melyek célja a zöld pénzügyi rendszer megalkotása, támogatása, magántőke becsatornázása a zöld gazdaságba és jelzés küldése a piacok számára. A Guidelines for Establishing the Green Financial System több intézkedést is magába foglalt a zöld befektetések támogatására, ilyen volt például a kamattámogatás a zöld hitelek számára vagy a nemzeti szintű zöld fejlesztési alap. Továbbá szintén célként határozták meg a zöld biztosítások támogatását.<sup>28</sup>

**A PBoC vezetésével hozták létre a kínai zöld kötvény standardot.** A nemzetközi standardokról szóló tanulmányban bemutatásra kerül a Green Bond Endorsed Project Catalogue, amely a kínai zöld kötvények által finanszírozható projekteket, tevékenységeket határozza meg. Ezen jegyzék kidolgozása a kínai jegybank vezetésével valósult meg egyéb releváns szervezetek közreműködése mellett.

**A kínai jegybank iránymutatást adott ki a pénzügyi szervezetek számára a környezeti közzétételek vonatkozásában.** 2020-ban a kínai jegybank közzétette az Environmental Disclosure Guideline for Financial Institutions nevű iránymutatását, amely értelmében a pénzügyi intézményeknek a megfelelés vagy megmagyarázás (comply or explain) megközelítést kell követniük. Vagyis vagy megfelelnek, vagy amennyiben nem felelnek meg az iránymutatásoknak, úgy meg kell indokolniuk, magyarázniuk, hogy miért nem felelnek meg az iránymutatásnak. A környezeti jelentések támogatására a pilot időszakot követően 2022-től kötelezővé tették a közzétételeket.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> <https://greencentralbanking.com/2021/06/15/pboc-grade-financial-institutions-green-bonds/>

<sup>28</sup> <https://www.un-page.org/people%E2%80%99s-bank-china-issued-%E2%80%9Cguidelines-establishing-green-financial-system%E2%80%9D#:~:text=The%20Guidelines%20stress%20that%20the,restricting%20investment%20in%20polluting%20sectors.>

<sup>29</sup> [https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/learning-resources/action//China%20-%20Environmental%20Disclosure%20in%20the%20Banking%20Sector%20of%20China\\_Practices%20and%20Experience.pdf](https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/learning-resources/action//China%20-%20Environmental%20Disclosure%20in%20the%20Banking%20Sector%20of%20China_Practices%20and%20Experience.pdf)

**A PBoC létrehozott egy zöld refinanszírozási hitel eszközt is.** Az ún. carbon emission reduction facility (CERF) egy strukturális monetáris politikai eszköz, amely célja tőke mobilizálása a széndioxid kibocsátás csökkentésére, valamint a zöld célok, többek között például a tiszta energia és környezetvédelem támogatása. Az eszközzel a kínai jegybank alacsony költségű forrást biztosít a pénzügyi intézmények számára, amelyek karbon csökkentési hiteleket nyújtanak a megegyező lejáratú loan prime rate (LPR – benchmark kamatrátá) közelében. A megfelelő hitelek esetében a PBoC a hitelösszeg 60 százalékáig biztosít forrást 1,75 százalékos rátával. A célokkal való összhang érdekében a PBoC rendszeres információ közzétételét várja el a pénzügyi intézményektől a hitelek felhasználását és a károsanyag kibocsátás csökkentést illetően. Ezeknek az információknak harmadik fél által tanúsítottak kell lenniük. Fontos kiemelni, hogy az eszköz csak az újonnan folyósított hitelekre vonatkozik. 2022 márciusáig a PBoC támogatásával 230,8 milliárd jüan hitelt folyósítottak a pénzügyi intézmények, melynek hatására a CO2 ekvivalensben mért károsanyag kibocsátás 47,86 millió tonnával csökkent. <sup>30</sup>

**A PBoC a szén tiszta felhasználását is támogatja.** A kínai jegybank egy speciális hitelszakkal a szén tiszta és hatékony felhasználását is támogatja. Az erre a célra szánt hitelezés 2022 márciusáig elérte a 13,4 milliárd jüanos értéket.

**A jegybanki programok hatására a zöld pénzügyek dinamikusabban fejlődnek.** 2021 év végén a renminbiben és külföldi devizában denominált, fennálló zöld hitelállomány elérte a 15,9 ezer milliárd jüant, 33%-os év/év növekedést produkálva. 2021-ben a hazai zöld kötvény kibocsátás meghaladta a 600 milliárd jüant, 180%-os év/év növekedéssel. A zöld kötvény állomány így elérte az 1,1 ezer milliárd jüant, valamint a statisztikák szerint a hagyományos kötvényekkel összehasonlítva a 2021-ben kibocsátott zöld kötvények 77 százalékánál alacsonyabb volt a kibocsátási költség. Így ezen esetekben érvényesült a greenium. <sup>31</sup>

## 2.6. Riksbank

**A Riksbank jegybanki körökben az elsők között alkalmazott fenntarthatósági szempontokat működésében.** Svédország jellemzően élen jár a fenntarthatóság tekintetében, így nem meglepő, hogy központi bankja, a Riksbank is komolyan fókuszál a zöld átmenetre. A Riksbank, amely 2018 vége óta szintén tagja az NGFS-nek<sup>32</sup>, számos zöld jegybanki lépést tett már.

**A Riksbank 2020-ban publikálta fenntarthatósági stratégiáját.** A 2020 decemberében megjelent, fenntarthatóságot célzó stratégia 6 elvre épül, melyek röviden a következők:

<sup>30</sup> <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4385345/index.html>

<sup>31</sup> <http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4508973/index.html>

<sup>32</sup> <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2018/riksbank-new-member-of-international-network-for-climate-and-financial-systems/>

1) A Riksbank munkájának kiindulási pontja az ENSZ Agenda 2030, amely 17 fenntartható fejlődési célt határoz meg.

2) A Riksbanknak elemeznie kell a klímaváltozást és a fenntarthatóság területén történő fejleményeket, hogy megértse milyen módon érintett a teljes gazdaság és ennek megfelelően tudja végrehajtani feladatait.

3) A Riksbank törekszik a nemzetközi együttműködésre a fenntarthatóság elősegítése és a klímaváltozással kapcsolatos kockázatok csökkentése érdekében.

4) A klímapolitika vezetése a parlament és a kormány feladata, a Riksbanknak ehhez kell hozzájárulnia elérhető eszközeivel mandátumán belül. Azonban a leghatásosabb eszközök más területek hatáskörébe esnek.

5) A Riksbanknak kötelessége műveleteit hatékonyan, a közpénzek prudens felhasználásával folytatni. A felmerülő kockázatokat kezelnie kell, ennek egy része a fenntarthatósághoz köthető.

6) A jegybank fenntarthatósági szempontokat fog alkalmazni a devizatartalék kezelésében. A Riksbank pénzügyi kockázati és befektetési politikája írja le, hogy mindez hogyan lesz implementálva.<sup>33</sup>

**A Riksbank 2021-ben publikálta Klíma Beszámolóját.** 2021 decemberében a svéd jegybank által bemutatott Climate Report egyik legfontosabb üzenete, hogy a klímaváltozás a társadalom minden részét érinti és a felelősség elsősorban a politikusoké. A klímaváltozás továbbá hatással lehet a Riksbank mandátumának teljesítésére is. A stratégiával összhangban kiemelik, hogy tekintettel kel lenniük a klímaváltozásra és segíteniük kell a fenntartható gazdaságba történő átmenetet.<sup>34</sup>

**A svéd jegybank portfólió kezelésében is alkalmaz fenntarthatósági szempontokat.** A Riksbanknak 2019 óta fenntarthatósági szempontokat (az eszközök ÜHG vonzatait) is figyelembe kell vennie devizatartalék kezelése során, nemcsak a kockázatokat és a hozamokat. A devizatartalék mellett a monetáris politikai eszközök használata során felépült svéd koronában denominált eszközök portfóliója esetében szintén érvényesítenek zöld szempontokat. 2021 januárjától norma alapú kizárást (norm-based negative screening) alkalmaznak, ami azt jelenti, hogy kizárólag olyan vállalatok kötvényeit vásárolják, amelyek megfelelnek a nemzetközi fenntarthatósági normáknak és standardoknak.<sup>35</sup> 2021-től pedig a nemzetközi szervezetek ajánlásaival

---




<sup>33</sup> <https://www.riksbank.se/globalassets/media/riksbanken/hallbarhetsstrategi/engelska/sustainability-strategy-for-the-riksbank.pdf>

<sup>34</sup> <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/the-riksbanks-work-on-sustainability/climate-report/2021/the-riksbanks-climate-report-december-2021/>

<sup>35</sup> <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/arsredovisning/engelska/annual-report-2021.pdf>

összhangban a Riksbank elkezdte mérni és riportálni vállalati kötvény portfóliójának karbon lábnyomát.<sup>36</sup>

**5. ábra**  
**Jegybanki lépések összefoglaló táblázata**

	Jegybank						
Jegybanki intézkedés	Bank of England 	Bank of Japan 	Európai Központi Bank 	Federal Reserve 	Magyar Nemzeti Bank 	People's Bank of China 	Riksbank 
Fenntarthatósági/klíma stratégia, illetve program							
Zöld hitel ösztönző eszköz							
Zöld eszközvásárlás, zöld portfólió kezelés							
Mikro- és makroprudenciális intézkedések							
TCFD riport, illetve egyéb környezeti jelentés							

### 3. Összegzés

**A jegybankok működésében egy egyértelmű zöldülési trend figyelhető meg.** Korábban a jegybankok nem foglalkoztak kimondottan fenntarthatósági kérdésekkel, azonban a 2010-es évek második felétől, illetve végétől a klímaváltozás okozta hatások és az egyre átfogóbb mérések és elemzések a jegybankok figyelmét is felkeltették. Egyre több jegybank kezdte felismerni, hogy a klímaváltozás kihat mandátumára, finanszírozói szerepére és működésére. Ennek megfelelően egyre többen kezdtek foglalkozni zöld témákkal és ezek kommunikálásával, valamint több fontos együttműködés is elindult. Egyes jegybankok nagyon korán bekapcsolódtak ebbe a folyamatba, mások távolságtartóbban, később reagáltak, de mára már széleskörű konszenzus alakult ki a fenntarthatósági szempontok figyelembevételének jelentőségét és indokoltságát illetően.

<sup>36</sup> <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/the-riksbanks-work-on-sustainability/asset-management-and-sustainability/>

**A fenntarthatósági és klíma szempontok integrálása a jegybanki működésbe változtatás formájában és többféle eszközzel történhet.** A vezető jegybankok közül sokan zöld stratégiát alkottak, bizonyos jegybankok pedig külön alszervezeteket, aleggységeket is létrehoztak szervezetükön belül, hogy jobban támogathassák a fenntarthatósági szempontok érvényesítését. Egyes jegybankok monetáris politikai eszközöket, például refinanszírozási hiteleket dolgoztak ki és vezettek be. Jellemzőek továbbá a különböző felügyeleti intézkedések is, illetve a portfólió- és tartalékezelés zöldítése is.

**A jövőre nézve folytatódhat a zöld szempontok térnyerése.** A vezető jegybankok zöld stratégiái és kommunikációi alapján a jövőben is folytatódhat az említett zöld trend. A bemutatott programok tovább folytatódhatnak, fejlődhetnek és kiegészülhetnek, valamint további lépések is várhatóak. Egyre szélesebb körű együttműködés jöhet létre a jegybankok között, illetve globális szinten a jegybankok, a kormányok, vállalatok és a háztartások között. A klímaváltozás közös probléma, megoldása is csak együtt sikerülhet.

## Felhasznált irodalom

- Atici, H. (2021). *PBoC to grade financial institutions on green bonds*. 2021. június 15. <https://greencentralbanking.com/2021/06/15/pboc-grade-financial-institutions-green-bonds/>
- Bank of England. (2021). *Annual Report and Accounts 1 March 2020–28 February 2021*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2021/boe-2021.pdf?la=en&hash=965204F6565CB8CAD29A86E595CB7F02E8A54E07#page=79>
- Bank of England. (2021). *Remit for the Monetary Policy Committee*. 2021. március 3. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2021/march/2021-mpc-remit-letter.pdf?la=en&hash=C3A91905E1A58A3A98071B2DD41E65FAFD1CF03E>
- Bank of England. (2022). *Climate change*. <https://www.bankofengland.co.uk/climate-change>
- Bank of England. (2022). *Corporate responsibility*. <https://www.bankofengland.co.uk/about/corporate-responsibility>
- Bank of England. (2022). *Greening our Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS)*. <https://www.bankofengland.co.uk/markets/greening-the-corporate-bond-purchase-scheme>
- Bank of Japan. (2021). *Loan Disbursement under the Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses*. 2021. december 23. [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2021/rel211223a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2021/rel211223a.pdf)
- Bank of Japan. (2021). *The Bank of Japan's Strategy on Climate Change*. 2021. július 27. [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2021/data/ko210727a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2021/data/ko210727a.pdf)



- Bank of Japan. (2021). *Statement on Monetary Policy*. 2021. június 18. [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2021/k210618a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2021/k210618a.pdf)
- Bank of Japan. (2021). *Establishment of "Principal Terms and Conditions of the Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses"*. 2021. szeptember 22. [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2021/rel210922a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2021/rel210922a.pdf)
- Beijing Institute of Finance and Sustainability. (2021). *Environmental Disclosure in the Banking Sector of China: Practices and Experience*. [https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/learning-resources/action//China%20-%20Environmental%20Disclosure%20in%20the%20Banking%20Sector%20of%20China\\_Practices%20and%20Experience.pdf](https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/learning-resources/action//China%20-%20Environmental%20Disclosure%20in%20the%20Banking%20Sector%20of%20China_Practices%20and%20Experience.pdf)
- Brainard, L. (2021). *Financial Stability Implications of Climate Change*. 2021. március 23. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210323a.htm>
- Caswell, G. (2021). *People's Bank of China outlines green finance strategy*. <https://green-centralbanking.com/2021/02/11/pboc-outlines-green-finance-strategy/>
- de Guindos, L. (2021). *Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test*. 2021. március 18. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html>
- De Santis, R. A., Hettler, K., Roos, M. & Tamburrini, F. (2022). *Purchases of green bonds under the Eurosystem's asset purchase programme*. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807\\_01.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2018/html/ecb.ebbox201807_01.en.html)
- European Central Bank. (2021). *ECB to invest in Bank for International Settlements' green bond fund*. 2021. január 25. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125~715adb4e2b.en.html>
- European Central Bank. (2021). *ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy*. 2021. július 8. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1~f104919225.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html)
- European Central Bank. (2022). *ECB takes further steps to incorporate climate change into its monetary policy operations*. 2022. július 4. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704~4f48a72462.en.html>
- Federal Reserve (2020). *Federal Reserve Board announces it has formally joined the Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System, or NGFS, as a member*. 2020. december 15. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20201215a.htm>
- Intergovernmental Panel on Climate Change. (2022). *Reports*. <https://www.ipcc.ch/reports/>

- Lagarde, C. (2021). *Climate change and central banking*. 2021. január 25. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125~f87e826ca5.en.html>
- Magyar Nemzeti Bank. (2022). *Network for Greening the Financial System (NGFS)*. <https://www.mnb.hu/a-jegybank/informaciok-a-jegybankrol/nemzetkozi-kapcsolatok/network-for-greening-the-financial-system-ngfs>
- Network for Greening the Financial System. (2017). *Joint statement by the Founding Members of the Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System – One Planet Summit*. 2017. december 12. <https://www.banque-france.fr/en/communique-de-presse/joint-statement-founding-members-central-banks-and-supervisors-network-greening-financial-system-one>
- Network for Greening the Financial System. (2022). *Origin and Purpose*. <https://www.ngfs.net/en>
- OECD. (2022). *Sustainable Infrastructure Policy Initiative*. <https://www.oecd.org/finance/Sustainable-Infrastructure-Policy-Initiative.pdf>
- People's Bank of China. (2021). *The People's Bank of China Launches the Carbon Emission Reduction Facility*. 2021. november 9. <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4385345/index.html>
- People's Bank of China. (2022). *Green Finance Supports Achieving Carbon Emissions Peak and Carbon Neutrality*. 2022. március 4. <http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4508973/index.html>
- Riksbank. (2018). *Riksbank new member of international network for climate and financial systems*. 2018. december 13. <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2018/riksbank-new-member-of-international-network-for-climate-and-financial-systems/>
- Riksbank. (2020). *Sustainability strategy for the Riksbank*. 2020. december 16. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/riksbanken/hallbarhetsstrategi/engelska/sustainability-strategy-for-the-riksbank.pdf>
- Riksbank. (2020). *Asset management and sustainability*. 2020. december 17. <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/the-riksbanks-work-on-sustainability/asset-management-and-sustainability/>
- Riksbank (2021). *The Riksbank's Climate Report, December 2021*. <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/the-riksbanks-work-on-sustainability/climate-report/2021/the-riksbanks-climate-report-december-2021/>
- Riksbank (2022). *Annual Report for Sveriges Riksbank 2021*. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/arsredovisning/engelska/annual-report-2021.pdf>

United Nations. (2022). *Financing Climate Action*. <https://www.un.org/en/climatechange/raising-ambition/climate-finance>

United Nations. (2022). *The people's bank of china issued the "Guidelines for establishing the green financial system"*. <https://www.un-page.org/people%E2%80%99s-bank-china-issued-%E2%80%9Cguidelines-establishing-green-financial-system%E2%80%9D#:~:text=The%20Guidelines%20stress%20that%20the,restricting%20investment%20in%20polluting%20sectors>.

World Health Organization. (2021). *Climate change and health*. 2021. október 30. <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/climate-change-and-health>

## A zöldkötvény standardok, mint a fenntartható finanszírozás alapjai

Lóránt Balázs – Szabadkai Dániel

*A klímaváltozás napjaink egyik legfontosabb kérdése, amelyre tekintettel a pénzügyekben is környezettudatosságra és felelősségvállalásra van szükség, mind az egyén, mind a közösség szintjén. A pénzügyek terén az egyik legkézenfekvőbb lépés, ha a rendelkezésre álló forrásokat környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységek finanszírozására fordítjuk. Ennek megvalósításához azonban szükség van olyan szabályok kialakítására, amelyek átlátható és igazolható módon biztosítják, hogy a mögöttes pénzügyi termékek struktúrája igazodik a fenntarthatósági célokhoz. Ezen szabályok körébe tartoznak a tanulmány fókuszában lévő zöldkötvény standardok. A jelenleg elérhető, illetve a megalkotás alatt álló standardok megközelítése igen eltérő, egyes standardok elsősorban a piaci szereplők felelős magatartására és önszabályozására építenek, míg más standardok kötelező szabályokat alkalmaznak és azok betartása vonatkozásában intézményesített ellenőrzésre töreksenek. A zöldkötvény-piac még mindig nagyon fiatal és folyamatos fejlődésben van, amelynek keretében szigorítási és egységesítési trend figyelhető meg a szabályozás tekintetében. A zöldkötvény standardok jelenleg is zajló evolúciója álláspontunk szerint mindenképpen előmozdítja a fenntartható finanszírozásra való átállást, és biztos alapul szolgál majd a fenntartható finanszírozás kialakulóban lévő keretrendszeréhez.*

### 1. Az első zöldkötvény kibocsátások és a zöldkötvény standardok kialakulása

**A zöldkötvény piac elindulása 2007-re datálható.** Ekkor bocsátotta ki az Európai Beruházási Bank (EIB) *klímatudatos* kötvényét („Climate Awareness Bond”)<sup>1</sup>. Ez volt az első olyan kötvény, amelynek a kibocsátásából befolyt bevételeket kizárólag megújuló energiával és energiahatékonysággal kapcsolatos projektekre lehetett fordítani. Ezt követte 2008-ban a Világbank első zöldkötvénye a „World Bank Green Bond”, amelynek bevételeiből kizárólag a klímaváltozás elleni küzdelemmel kapcsolatos projektek kerültek finanszírozásra<sup>2</sup>. A szakirodalom ezen kibocsátásokra úgy hivatkozik, mint a zöldkötvény-piac úttörői.

<sup>1</sup> Climate Awareness Bonds <https://www.eib.org/en/investor-relations/cab/index.htm>

<sup>2</sup> 10 Years of Green Bonds: Creating the Blueprint for Sustainability Across Capital Markets <https://www.worldbank.org/en/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets>

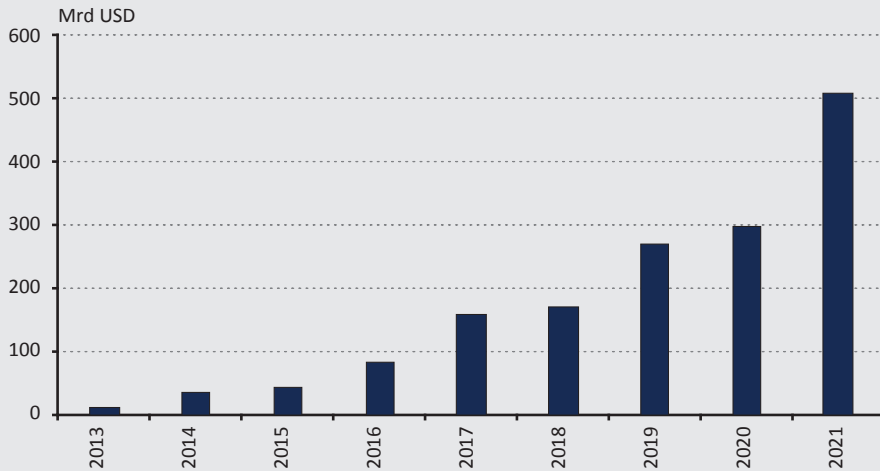
**A kibocsátások valódi áttörést jelentettek, ugyanis már a kibocsátások előtt megjelent a piaci igény a klímavédelmi szempontokat figyelembe vevő befektetési lehetőségek iránt.** A Világbanknál 2007 végén svéd nyugdíjalapok képviselői telefonon érdeklődtek afelől, hogy miként tudnának klímavédelmi szempontokat előtérbe helyező befektetési lehetőségeket találni. A telefonhívás okán kezdődött meg az a folyamat, amely többek között a környezetvédelemmel kapcsolatos projektek felkutatását és a szakértő szervezetekkel való kapcsolatfelvételt is magában foglalta és amely végül elvezetett a kötvény kibocsátásához. A telefonhívás és a kibocsátás közötti összefüggést szemlélteti, hogy a Világbank első zöldkötvényét svéd koronában denominálták.

**Az első zöldkötvények úttörő volta – a piac létrehozásán túl – leginkább a kibocsátások minősége tekintetében hangsúlyos.** Az EIB *klímatudatos* kötvényének kibocsátásából befolyt bevételeket minden projekt vonatkozásában elkülönítve kezelték és a bevételek felhasználásáról az EIB minden évben közzétette riportját. A Világbank első kibocsátását a klímavédelem területén jelentős szakértelemmel bíró Centre for International Climate and Environmental Research (CICERO) látta el külső minősítéssel, ezzel bizonyosságot szolgáltatva a kibocsátás környezetvédelmi célkitűzéseinek megfelelősége és kivitelezhetősége vonatkozásában. Később ezek a sémák képezték a zöldkötvény standardok szabályainak magját, így a piac jelenlegi helyzetében már nehezen elképzelhető egy zöldkötvény kibocsátás külső minősítői vélemény vagy éves riportálási kötelezettség vállalása nélkül.

**Az első kibocsátások után a piac dinamikus fejlődésnek indult.** Először a szupranacionális intézmények és a szuverén kibocsátók domináltak, de a 2010-es évek elején megjelentek a piacon a pénzügyi intézmények, a vállalati szféra szereplői és az önkormányzatok is. Habár a piac fejlődött, egységes szabályozás hiányában a befektetői bizalom nem volt kellően erős és a befektetőknek magas átvilágítási költségekkel kellett számolniuk, amennyiben egyáltalán megjelentek a piacon.

**Szükségessé vált egy kifejezetten zöldkötvény kibocsátásokra vonatkozó szabályrendszer megalkotása.** A Climate Bonds Initiative (CBI) már 2011 novemberében kiadta a Climate Bonds Standard (CBS) első verzióját, mint a zöldkötvény kibocsátásra vonatkozó, első önkéntesen alkalmazandó szabályrendszert, de ez nem vált elterjedté a piacon, így az első tanúsítványuk kiadására egészen 2014 októberéig várni kellett. Az áttörést az International Capital Market Association (ICMA) égisze alatt, a piaci szereplők által megalkotott Green Bond Principles (GBP) hozta el, ami a zöldkötvény kibocsátás alapelveit foglalta össze és amelynek alkalmazása szintén önkéntes alapon történt. A Green Bond Principles létrehozását követően a befektetői bizalom erősödni kezdett a szabályrendszerek valamelyikét önkéntesen alkalmazó kibocsátók vonatkozásában és ezáltal a kibocsátások száma és volumene is jelentős növekedésnek indult. Míg 2013-ban a teljes zöldkötvény kibocsátás 11 milliárd USA dollár volt, 2015-ben a kibocsátások volumene elérte a 42 milliárd USA dollárt.

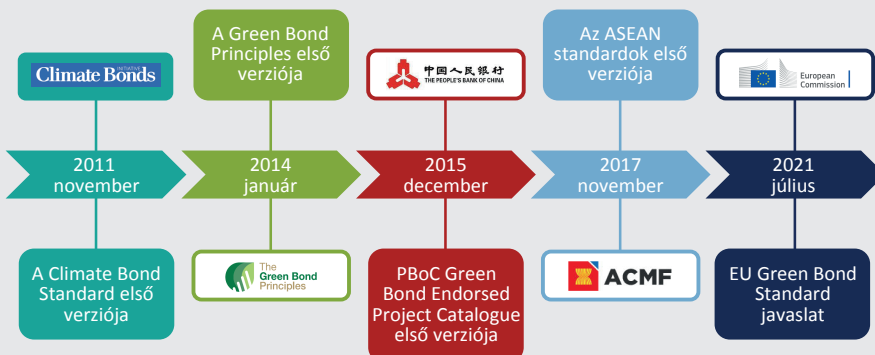
**1. ábra**  
Globális zöldkötvény kibocsátások értéke



Forrás: CBI

**A standardok specializáció és szigorítás tekintetében nem tartották a lépést a kibocsátások mennyiségi ugrásával.** Erre tekintettel több országban és régióban is saját meghatározások és standardok kialakításába kezdtek az ország-, és régióspecifikus jellemzőket figyelembe véve. Így kezdődött meg 2015-ben Kínában a zöldkötvényekkel kapcsolatos szabályozás kialakítása, elsősorban a támogatható eszközök meghatározása tekintetében, illetve így indult meg 2017-ben Délkelet-Ázsiában az ASEAN standard kialakítása is, amelyet pedig a régió gazdasági együttműködésének zöld pénzügyekre való kiterjesztése érdekében hoztak létre.

**2. ábra**  
Idővonal



Forrás: MNB



**Kérdéssé vált, hogy az önkéntesen alkalmazandó standardok képesek-e biztosítani a zöld átmenetet.** A növekedés mértékére tekintettel az utóbbi időben egyre inkább erősödtek azok a hangok, amelyek szerint az önkéntességen alapuló szabályok a piac mérete okán már nem képesek biztosítani az egyes kibocsátások kellő átláthatóságát és összehasonlíthatóságát, ezáltal a piac magában hordozza annak kockázatát, hogy egyes kötvények csak névlegesen lesznek zöldek.<sup>3</sup> A piac jelenlegi helyzetével kapcsolatos aggályokat jól szemlélteti, hogy több mint 14 évvel az első zöldkötvény kibocsátása után sem alakult ki a zöldkötvény egységes definíciója. Az Európai Bizottság többek között ezen problémákra tekintettel dolgozta ki az Európai Zöldkötvény Standard (EU GBS) tervezetét, amelynek véglegesítése jelenleg is zajlik az EU rendes jogalkotási eljárása keretében. Habár a végleges verzió a jelen tanulmány írásakor még nem áll rendelkezésünkre<sup>4</sup>, álláspontunk szerint az EU GBS egységesítés és átláthatóság terén nagy előrelépést fog jelenti az európai zöldkötvény-piacon, emellett pedig jelentős hatással lehet a globális zöldkötvény-piacra is.

**Tanulmányunkban a legfontosabb, legelterjedtebb standardokat és kapcsolódó fejleményeket tekintjük át.** A fentiekre tekintettel jelen tanulmányban fontosnak tartjuk bemutatni az ICMA – Green Bond Principles-t és a CBI – Climate Bonds Standard-ot, mint a mai piacon legelterjedtebb standardokat, valamint az Európai Zöldkötvény Standard szabályait, mint a zöldkötvény-piac következő lehetséges mérföldkövét, ezt követően pedig az ASEAN Standardot és a kínai törekvéseket, mint nemzeti és régiós zöldkötvény standardokat.

### 1. keretes írás

#### A standardokat létrehozó szervezetekről röviden

**International Capital Market Association (ICMA)** – Az ICMA-t, vagyis a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetséget 1969 februárjában alapították az Eurobond piac főbb résztvevői Zürichben, Association of International Bond Dealers néven. A szervezet eleinte a nemzetközi értékpapír-piaci kereskedés, illetve az azzal kapcsolatos elszámolás vonatkozásában dolgozott ki szabályokat és ajánlásokat, később pedig tőzsde jellegű tevékenységet folytatott. 2005-ben egyesült a International Primary Market Association-nal, amely egyesülést követően változtatta meg az elnevezését International Capital Market Association-ra.

<sup>3</sup> Az Európai Központi Bank például „az európai zöldkötvényekről szóló rendeletre irányuló javaslatról” szóló véleményében (2021. november 5.) az alábbiak szerint jellemzi a zöldkötvény-piacot: „A zöldkötvény-piac jelenleg számos hiányossággal küzd. Különösen, a zöldkötvény-címkékre vonatkozó meglévő ágazati szabványok a zöld projektek alapjául szolgáló olyan fogalom meghatározásokon alapulnak, amelyek nem eléggé egységesek, szigorúak vagy átfogóak. A megbízható, összehasonlítható és ellenőrzött fenntarthatósági információk ilyen hiánya aláássa a zöldkötvény-piac hitelességét és esetlegesen a zöldebb gazdaságra való átállás előmozdítására való képességét, és ezáltal mérsékli a keresletet a zöldrefestéssel kapcsolatos aggályok, valamint a kibocsátók és a befektetők hírnével kapcsolatos esetleges kockázata miatt.”

<sup>4</sup> A tanulmány a 2022. május 31. napjáig rendelkezésre álló információkat tartalmazza.

A Világbank 2013 novemberében a piaci szereplők bevonásával szimpóziumot tartott a zöldkötvényekre vonatkozó tudásmegosztás érdekében. A szimpózium eredményeként 2014 januárjában befektetési bankok<sup>5</sup> konzorciuma létrehozta a Green Bond Principles első verzióját. Szükségesnek tartották egy független szervezet kijelölését, amely titkárságként eljárva gondoskodik az adminisztratív teendőkről, tartja a kapcsolatot a kibocsátókkal és a befektetőkkel, illetve szükség esetén frissíti az alapelveket. Így került a képbe 2014 áprilisában az ICMA, amely azóta rendkívül elmélyítette zöld fókuszát, emellett továbbra is folyamatosan ellátja a Green Bond Principles-szel kapcsolatos teendőit.

**Climate Bonds Initiative (CBI)** – A Climate Bonds Initiative (CBI) egy nonprofit szervezet, melyet 2009-ben hoztak létre Koppenhágában az ENSZ éghajlat-változási keretegyezmény konferenciáján (COP 15). Az alapítás idején a szervezetnek még csak egyetlen önkéntes munkavállalója volt, a későbbi elnök, Sean Kidney. Egy évvel az alapítás után, 2010 decemberében a CBI bejelentette, hogy Climate Bonds Standard elnevezéssel létrehozta a zöldkötvények kibocsátására vonatkozó, önkéntes alapon alkalmazandó szabályokat tartalmazó kiadványát. A Climate Bonds Standard első verziója végül 2011 novemberében jelent meg, azonban a standard piaci alkalmazása csak 2014-ben kezdődött. 2014-et követően dinamikusan növekedni kezdett a tanúsítvánnyal ellátott klímakötvények (Certified Climate Bond) kibocsátása, amelynek kumulált összege 2018-ra meghaladta a 50 milliárd USD, 2021-ben pedig a 210 milliárd USD-t.<sup>6</sup>

A Climate Bonds Initiative a Climate Bonds Standard megalkotása óta folyamatosan aktualizálta, frissítette a meghatározásokat és bővítette az elfogadható eszközökre vonatkozó ágazati kritériumokat, ezzel egyre szigorítva és specializálva a standard szabályait. A jelenleg hatályos 3.0 verzió a Climate Bonds Initiative nyilatkozata alapján megfelel az Európai Zöldkötvény Standard 2019-ben kiadott első tervezetében foglalt szabályoknak is.

**Európai Unió** – Az Európai Unió prioritásként kezeli a környezet és az éghajlat megóvását, amelyre tekintettel célul tűzte ki, hogy 2030-ra az 1990-es szinthez képest legalább 55 százalékkal csökkentse az üvegházhatású gáz kibocsátást az Unió területén, 2050-re pedig nettó nullára kívánja csökkenteni a kibocsátás mértékét.

<sup>5</sup> A társulás tagjai az alábbi befektetési bankok voltak: Bank of America Merrill Lynch, Citi, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, JPMorgan Chase, BNP Paribas, Daiwa, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Mizuho Securities, Morgan Stanley, Rabobank, SEB.

<sup>6</sup> Certified Green Issuance Reaches \$200bn – Expansion of Climate Bonds Standard in 2022 – Basic Chemicals, Cement, Steel in pipeline <https://www.climatebonds.net/2022/01/certified-green-issuance-reaches-200bn-expansion-climate-bonds-standard-2022>

**ASEAN** – Az ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) a Délkelet-ázsiai Nemzetek Szövetsége. Az ASEAN tíz délkelet-ázsiai állam kormányközi együttműködésén alapuló regionális szervezet, szövetség. Célja a térség országainak politikai, gazdasági, katonai, oktatási és kulturális együttműködésének elősegítése. 1967. augusztus 8-án hozta létre 5 délkelet-ázsiai ország (Indonézia, Malajzia, Fülöp-szigetek, Szingapúr és Thaiföld), amikor külügyminiszterei Bangkokban aláírták a szövetség létrehozását és együttműködésük céljait deklaráló dokumentumot.<sup>7</sup> A szervezet a 80-as és 90-es években további 5 taggal bővült – Brunei (1984), Vietnám (1995), Laosz (1997), Mianmar (1997) és Kambodzsa (1999) – elérve a 10 tagországot.<sup>8</sup> A később bemutatott taxonómiát és standardokat az ASEAN országok tőkepiaci szabályozóinak együttműködése, a 2004-ben létrehozott ASEAN Capital Markets Forum (ACMF) alkotta meg, melynek célja egy mély, likvid és integrált regionális tőkepiac fejlesztése.

**People's Bank of China (PBOC)** – A Kínai Népköztársaság központi bankja, amelyet 1948. december 1-én hoztak létre. Kína a tervek szerint 2030 előtt eléri a széndioxid kibocsátás maximumát, majd 2060 előtt eléri a karbonsemlegességet.<sup>9</sup> A PBOC ennek előmozdítása érdekében fejleszteni kívánja a zöld pénzügyi szabványrendszerét, megerősíti a pénzügyi intézményekre vonatkozó környezeti információ közzététellel kapcsolatos szabályozását, fejleszti a zöld pénzügyi ösztönzők rendszerét, bővíti a zöld pénzügyi termékek piacát, valamint elmélyíti a kapcsolódó nemzetközi együttműködést.<sup>10</sup>

## 2. ICMA – Green Bond Principles

### 2.1. Green Bond Principles (2021)<sup>11</sup>

#### 2.1.1. Az alapelvekről általában

**A Green Bond Principles a zöldkötvény kibocsátás alapelveit meghatározva egyfajta keretet biztosít a kibocsátások során, amelyet a kibocsátók töltenek meg tartalommal.** A Green Bond Principles 2014. évi első kiadása óta több bővítéssel is átesett, az utolsó kiadás 2021-ben jelent meg. Az alapelvek szorgalmazzák a minél nagyobb átláthatóságot, illetve a szükséges információk minél szélesebb körű közzétételét. Az említett keret négy pillérből áll, amelyek benchmarkként szolgálnak a befolyt bevételek felhasználása, illetve az ezzel kapcsolatos tájékoztatás elkészítése tekintetében. A pillérek felül a 2021-ben kiadott verzióba bekerült két ajánlás

<sup>7</sup> The Founding of ASEAN <https://asean.org/about-asean/the-founding-of-asean/>

<sup>8</sup> ASEAN Member States <https://asean.org/about-asean/member-states/>

<sup>9</sup> Asztalra csapott a kínai elnök: sürgősen el kell érni a klímavédelmi célokat <https://www.portfolio.hu/uzlet/20220126/asztalra-csapott-a-kinai-elnok-surgosen-el-kell-erni-a-klimavedelmi-celokat-523183>

<sup>10</sup> Chen Yulu: Green Finance's "Three Functions" and "Five Pillars" for Realizing "30-60 Goals" <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688175/4205055/index.html>

<sup>11</sup> ICMA (2021). ICMA Green Bond Principles 2021 <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

is, amelyek a kibocsátáshoz szükséges keretrendszer elkészítésére, illetve a külső minősítő igénybevételére vonatkoznak.

**Az ICMA mély információs bázist épített ki a zöldkötvény kibocsátásokra vonatkozóan, elsősorban a legjobb piaci gyakorlatok meghonosítása céljából.**

A szervezet ajánlásai nem szűkíthetők le a Green Bond Principles-re, emellett ugyanis több iránymutatás is készült a kibocsátók és a külső minősítők számára, annak érdekében, hogy az egyes kibocsátások minél inkább egységesek, összehasonlíthatóak és átláthatóak legyenek.

#### *2.1.2. A zöldkötvény definíció*

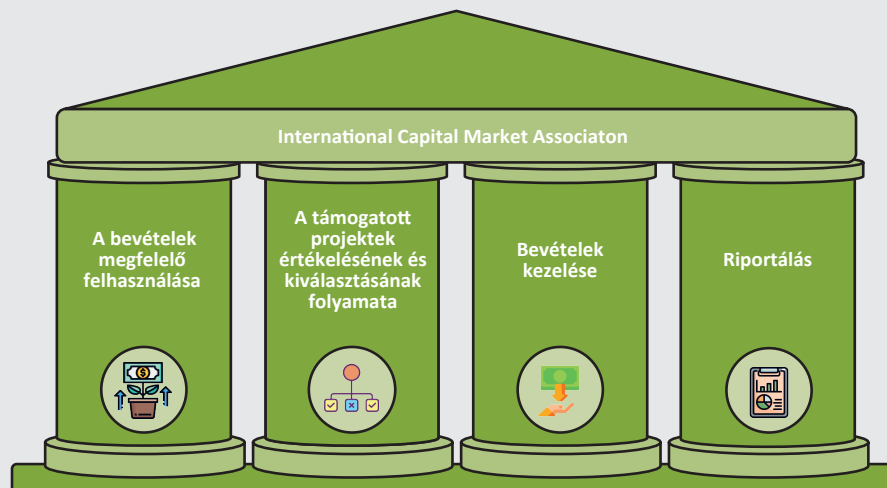
**A zöldkötvény-piac egységesítése és a fogalmak tisztázása érdekében a Green Bond Principles meghatározza a zöldkötvény definícióját.** A fogalom meghatározás szerint zöldkötvénynek tekinthetők azok a kötvény instrumentumok, amelyek teljes bevételét kizárólag új vagy meglévő támogatható projektek részben vagy egészben történő finanszírozására vagy refinanszírozására fordítják és amelyeket a Green Bond Principles négy pillérével összhangban hoztak forgalomba.

**A megfogalmazás széles körben lehetőséget biztosít a definíciónak való megfeleltethetőségre.** Ha a Green Bond Principles által meghatározott négy fő alapvetet pilléreknél tekintjük, akkor a zöldkötvény definíció az alapkö. A lényege magában a fogalom meghatározásban rejlik, amely lehetővé teszi a piac további kiépülését. Mivel a Green Bond Principles elsősorban ajánlasként értelmezhető, így a kötvénykibocsátások rendkívül széles spektruma tekinthető zöldnek a definíció alapján.

#### *2.1.3. A Green Bond Principles pillérei*

**A Green Bond Principles alapján tehát négy kritériumnak való megfelelés esetén beszélhetünk zöldkötvényről.** A négy kritérium a következő területeket fedi le: (1) a bevételek megfelelő felhasználása, (2) a támogatott projektek értékelésének és kiválasztásának folyamata, (3) a bevételek kezelése, és (4) a riportálás.

3. ábra  
A Green Bond Principles pillérei



Forrás: ICMA, MNB

**1. A bevételek megfelelő felhasználása.** Ennek lényege, hogy a kötvény kibocsátásából befolyt összeget, azaz a bevételt, kizárólag olyan támogathatónak ítélt projektek finanszírozására lehet fordítani, amelyek környezeti előnyei világosan kiderülnek a kötvény dokumentációjából. A Green Bond Principles nem rendelkezik saját taxonómiával a támogatható projektek tekintetében, de felsorolja a támogatható eszközök típusait, amellyel meglehetősen széles mozgásteret hagy a kibocsátók számára a támogatott projektek meghatározása tekintetében. A támogatható eszközök típusai az alábbiak: megújuló energia, energiahatékonyság, környezetszennyezés megelőzése és ellenőrzése, környezeti szempontból fenntartható gazdálkodás, szárazföldi és vízi biodiverzitás, fenntartható szállítmányozás és utazás, fenntartható víz- és szennyvízgazdálkodás, az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodás, körforgásos gazdaságra való átállás és zöld épületek.

**Fontos megjegyezni, hogy a támogatható projektek felsorolása nem tükröz semmilyen sorrendiséget, illetve nem tekinthető taxatívnak sem.** A Green Bond Principles kiemeli, hogy nem kíván állást foglalni abban a kérdésben, hogy mely technológiák, illetve szabványok tekinthetőek a legelőnyösebbnek környezeti szempontból, ugyanakkor felhívják a figyelmet arra, hogy több nemzeti és nemzetközi taxonómia is létezik, amelyek meghatározzák, hogy mely projektek és eszközök tekinthetőek zöldnek, illetve befektetői szempontból elfogadhatónak. A fenti nyilatkozatból látszik, hogy habár a Green Bond Principles nem kívánja meghatározni

a támogatható eszközök körét, ugyanakkor igyekszik ösztönözni a kibocsátókat a legjobb piaci gyakorlatok elsajátítására.

**2. A támogatott projektek értékelésének és kiválasztásának folyamata.** Ez a pillér hivatott biztosítani azt, hogy az egyes projektek átesnek egy értékelési és kiválasztási folyamaton, amely folyamat megfelelően dokumentált és nyilvános ahhoz, hogy a befektetők kellő mennyiségű információt szerezhessenek róla. A kibocsátóknak tájékoztatniuk kell a befektetőket az egyes projektek környezeti célkitűzéseiről, illetve az értékelési és kiválasztási folyamat adminisztratív elemeiről, amelyekből megtudható, hogy a kibocsátó hogyan illeszti az egyes támogatott projekteket a környezeti célkitűzéseikhez, illetve hogyan kezeli a projekt kapcsán felmerülő környezeti és társadalmi kockázatokat. A Green Bond Principles továbbá ösztönzi a kibocsátókat arra, hogy az értékelési és kiválasztási folyamatra vonatkozó információkat a kibocsátó átfogó stratégiájához illeszkedően tegyék közzé, továbbá arra is, hogy tegyék közzé az egyes projektek hivatalos vagy piaci alapú taxonómiáknak való megfelelését.

**3. Bevételek kezelése.** Ennek a kritériumnak megfelelően a kibocsátónak a kötvény kibocsátásából befolyt bevételeket vagy azzal egyenértékű összeget egy külön alszámlán kell kezelnie vagy más eszközöktől egyértelműen el kell határolnia. Sok esetben a bevételek nem egy összegben, illetve nem haladéktalanul kerülnek felhasználásra, így a kibocsátónak transzparens módon kell eljárnia a fel nem használt bevételek tekintetében. A kibocsátó kezelheti a bevételeket kötvényenként, vagy portfólióként is. A Green Bond Principles a fentiek mellett ösztönzi a kibocsátókat arra, hogy a bevételek kezelése során járjanak el minél transzparensebben és adott esetben akár külső fél – például könyvvizsgáló – szolgáltatásait is vegyék igénybe annak érdekében, hogy a lehető legátláthatóbb képet adhassák a bevételek kezeléséről.

**4. Riportálás.** A kibocsátott kötvény lejáratáig a kibocsátóknak minden évben közzé kell tenniük egy riportot a befolyt bevételek allokálásáról. A riport részletessége kapcsán a Green Bond Principles preferálja a minél részletesebb, projektekre lebontott, kvalitatív és kvantitatív mutatókkal körülírt környezeti hatásokra is kiterjedő közzétételt, ugyanakkor a projektek nagy számára tekintettel elfogadhatónak tartja azt is, ha a kibocsátó a portfólió vonatkozásában általánosságban teszi közzé az allokációval kapcsolatos információkat. A környezeti hatások vonatkozásában feltüntetett minőségi és mennyiségi teljesítménymutatók tekintetében a Green Bond Principles javasolja az alapul szolgáló feltevések, becslések és számítások közzétételét is.

**Az ICMA 2021 júniusában közzétette a hatásjelentésekre vonatkozó harmonizált keretrendszerét<sup>12</sup>.** Ebben körülírja, hogy az egyes elfogadható projekt típusok tekintetében mely főbb alapelvekre kell figyelemmel lenni, illetve mely főbb mutatókat szükséges meghatározni annak érdekében, hogy a hatásjelentés a lehető legátláthatóbb legyen. Az egységesítésre törekvés jegyében a Green Bond Principles kifejezetten javasolja a kibocsátóknak, hogy a hatásjelentést a harmonizált keretrendszerben foglaltak figyelembevételével, az ott közzétett minta szerint készítsék el.

#### 2.1.4. Főbb ajánlások

**A Green Bond Principles főbb ajánlasként javasolja a kibocsátók számára, hogy hozzanak létre zöldkötvény keretrendszert.** A zöldkötvény keretrendszer létrehozásának célja, hogy a kibocsátók ebben a dokumentumban határozzák meg, hogy az általuk kibocsátott kötvény (vagy a kötvényprogram, amelynek keretében az adott kibocsátásra sor kerül) miként felel meg a Green Bond Principles négy pillérének. A Green Bond Principles ajánlása szerint célszerű a keretrendszert olyan formában és helyen közzétenni, hogy az a befektetők számára könnyen befogadható és bármikor elérhető legyen.

**A másik főbb ajánlás egy külső minősítő megbízására tesz javaslatot, amely kvázi harmadik személyként biztosítja azt, hogy a kibocsátás megfelel a Green Bond Principles négy pillérének.** Az ICMA által a külső minősítők részére létrehozott iránymutatás<sup>13</sup> részletesen körülírja a külső minősítés megadásával kapcsolatos legjobb piaci gyakorlatokat. A Green Bond Principles ösztönzi a kibocsátókat arra, hogy a külső minősítő által kiadott minősítést tegyék közzé a honlapjukon, illetve ösztönzi a külső minősítőket arra, hogy minél több információt tegyenek közzé magukról, szaktudásuk terjedelméről, illetve a minősítés során vizsgált területekről. Fontos megjegyezni, hogy az Green Bond Principles, illetve az ICMA által közzétett iránymutatás sem tartalmaz kötelező feltételeket a külső minősítő személye<sup>14</sup>, illetve a külső minősítés tartalmi elemei vonatkozásában.

---

<sup>12</sup> Handbook – Harmonised Framework for Impact Reporting <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Handbook-Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-June-2021-100621.pdf>

<sup>13</sup> Guidelines for External Reviewers <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Guidelines-for-GreenSocialSustainability-and-Sustainability-Linked-Bonds-External-Reviews-February-2021-170221.pdf>

<sup>14</sup> Megjegyzendő, hogy az ICMA közzétette azon minősítők listáját, akik önként vállalták, hogy az általuk kiadott külső minősítés összhangban lesz a külső minősítők számára létrehozott iránymutatásban foglaltakkal.



## 2.2. Az ICMA által kiadott további standardok

**Az ICMA a Green Bond Principles mellett további alapelveket is meghatározott.** Ezek mind olyan kötvénykibocsátások vonatkozásában állapítanak meg szabályokat, amelyeknek bevételeit valamely környezeti vagy társadalmi probléma megoldására kívánják felhasználni.

**A Szociális kötvény alapelvek, vagyis a Social Bond Principles (SBP) bevételeinek felhasználása meghatározott célcsoportok szociális problémáinak megoldására fordítható.** Szabályrendszere – négy kritériumát és két ajánlását tekintve – megegyezik a Green Bond Principles-szel. A meghatározott célcsoportok lehetnek többek között a szegények, a menekültek, a munkanélküliek, illetve más hátrányos helyzetben lévő csoportok. A szociális problémák lehetnek többek között a megfelelő és fenntartható élelmiszerellátás, a megfizethető lakhatás és infrastruktúrák biztosítása vagy épp a munkanélküliség csökkentése.

**A fenntarthatósággal összefüggő kötvények alapelvei, vagyis a Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP) olyan kötvénykibocsátásokhoz kapcsolódóan határozzák meg az irányvonalat, amelyeknek pénzügyi jellemzői attól függenek, hogy a kibocsátó eléri-e a kötvény dokumentációjában előre meghatározott környezeti, társadalmi vagy vállalatiirányítási (ESG) célkitűzést.** A leggyakrabban a kibocsátó magasabb kamatfizetési kötelezettséget vállal abban az esetben, ha nem teljesíti az előre meghatározott környezeti célkitűzéseket. A célkitűzések teljesülését előre meghatározott teljesítménymutatókban, azaz KPI-okban (Key Performance Indicator) mérik. A fenntarthatósággal összefüggő kötvények alapelvei alapján szükséges a teljesítményértékeléshez kapcsolódó KPI-ok és a fenntarthatósági teljesítménycélok meghatározása, a kötvény pénzügyi jellemzőinek leírása, legalább évenkénti riportálás az elért eredmények kapcsán, illetve szükséges külső minősítő bevonása is.

**Utolsóként érdemes megemlíteni a fenntarthatósági kötvényekre vonatkozó iránymutatásokat, vagyis a Sustainability Bond Guidelines-t (SBG), amely olyan kötvényekre vonatkozik, amelyek egyszerre valósítanak meg fenntarthatósági és szociális célokat is.** Ezen kötvények vonatkozásában az ICMA visszautal a zöldkötvények és a szociális kötvények vonatkozásában meghatározott alapelvekre, illetve az elhatárolás nehézsége okán iránymutatást ad a fenntartható kötvények definiálása vonatkozásában.

## 2.3. Összegzés

**A Green Bond Principles piaci szereplők által, piaci szereplők részére került kialakításra, egy olyan időszakban, amikor a zöldkötvény piacnak nagy szüksége volt a zöldkötvény kibocsátás szabályainak meghatározására.** Mivel a szabályok csak alapvető szinten kerültek meghatározásra, így ezek megtartása nem eredményezi a kibocsátások zöld szempontok szerint megfelelőségének

megkérdőjelezhetetlenségét. Az alapelvek betartásán túl a Green Bond Principles a kibocsátóra bízta azt, hogy figyelembe veszi-e az ICMA által kiadott útmutatókban meghatározott legjobb piaci gyakorlatokat, illetve ezáltal azt is, hogy mennyire kíván szigorú szabályokat meghatározni saját magával szemben. Figyelembe véve a kibocsátóknak adott mozgástér nagyságát, illetve az önrendelkezés megtartásának magas fokú lehetőségét, nem meglepő, hogy jelenleg a Green Bond Principles a legelterjedtebb piaci standard a világon.

**A Green Bond Principles szabályai alapján a befektetőkön múlik az egyes kötvények zöld minőségének megítélése.** Fontos, hogy a befektetői bizalomra, ezáltal az adott kibocsátás iránti keresletre pozitív hatással van, ha a kibocsátó transzparensten jár el és elkötelezett a környezetvédelmi célok megvalósítása mellett, ugyanakkor figyelembe kell venni azt is, hogy a befektetők részéről a zöld minőség hiteles ellenőrzése, illetve a zöld minőség csökkenése vagy a zöld jelleg elvesztése esetén bármilyen szankció alkalmazása csak nehezen kivitelezhető.

### 3. CBI – Climate Bonds Standard

#### 3.1. A Climate Bonds Standard (Version 3.0), azaz a klímakötvények normái<sup>15</sup>

##### 3.1.1. A standardról általában

**A Climate Bonds Standard harmadik verziója 2019 decemberében került publikálásra.** A standard három legfontosabb jellemzőjeként a Climate Bonds Initiative kiemeli, hogy teljes megfelelést biztosít a Green Bond Principles és Green Loan Principles<sup>16</sup> szabályai tekintetében, meghonosítja a legjobb gyakorlatokat a belső ellenőrzés, nyomon követés, riportálás és hitelesítés tekintetében, illetve olyan eszközök finanszírozását biztosítja, amelyek összhangban vannak a Párizsi Éghajlatvédelmi Egyezményel.<sup>17</sup>

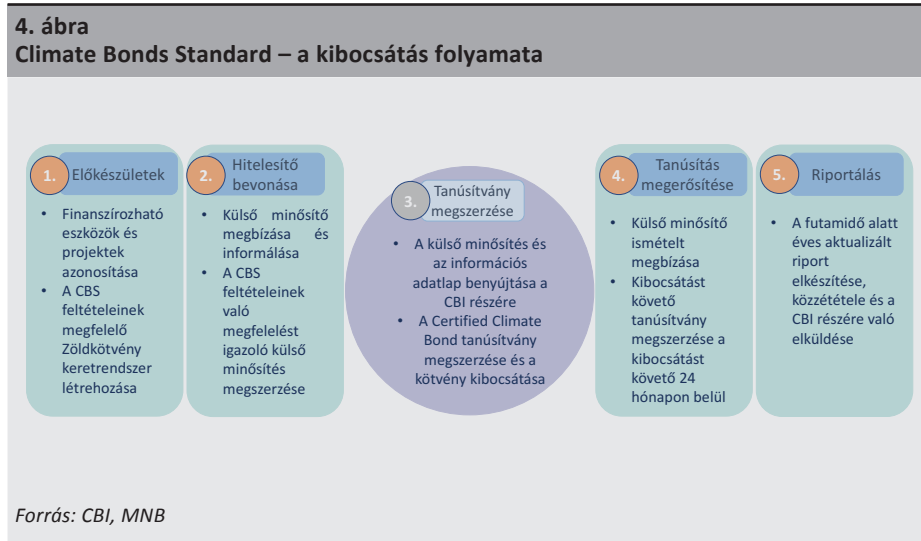
**A Climate Bonds Standard egyik legfontosabb jellemzője, hogy a Climate Bonds Initiative kvázi hatóságként ellenőrzi a Standardban megállapított kötelező szabályok betartását.** A Climate Bonds Standard meghatározza mind a kötvény kibocsátását megelőző, mind a kibocsátást követő eljárás szabályait, amelynek betartását a Climate Bonds Initiative ellenőrzi, mégpedig akként, hogy a folyamat végén saját maga dönt a Climate Bonds Standardnak való megfelelést bizonyító

<sup>15</sup> Climate Bonds Standard Version 3.0 <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v3-20191210.pdf>

<sup>16</sup> A Green Loan Principles a Loan Market Association által létrehozott ajánlás, amely a zöldhitelekkel kapcsolatos alapelveket foglalja magában. A Green Loan Principles és a Green Bond Principles pillérei azonosak, ekként elmondható, hogy a „zöld” jelző használatát nagyjából azonos feltételekhez kötik.

<sup>17</sup> A Párizsi Éghajlatvédelmi Egyezmény az Egyesült Nemzetek Éghajlatváltozási Keretegyezménye keretében létrejött megállapodás, amelynek céljai az alábbiak: a) a globális átlaghőmérséklet emelkedésének jóval 2 °C alatt tartása az iparosodás előtti szinthez képest; b) Az éghajlatváltozás kedvezőtlen hatásaihoz való alkalmazkodási képesség növelése; c) A pénzáramlások következtetésére tétele, hogy az alacsony üvegházhatású gázkibocsátással járó és az éghajlatváltozáshoz alkalmazkodó fejlődési lehetőségek felé haladjanak.

tanúsítvány (Certification) kiadásáról. Habár a Climate Bonds Standard a Green Bond Principles-höz hasonlóan a kibocsátó önkéntes alávetésén alapuló piaci standard, ugyanakkor mégis szigorúbbnak tekinthető, ugyanis kötelező szabályokat állapít meg és az ezeknek való megfelelést maga a Standard-ot létrehozó szervezet felügyeli.



**A fenti összefoglalás mellett két további fontos tényezőt szükséges kiemelni.** Az egyik, hogy a Climate Bonds Standard kötelezővé teszi a Climate Bonds Initiative által nyilvántartásba vett külső minősítő bevonását, mind a kibocsátást megelőző, mind az azt követő eljárás során. A másik, hogy a Climate Bonds Initiative létrehozta a Klímakötvények Taxonómiáját (Climate Bonds Taxonomy<sup>18</sup>), illetve az ágazati támogathatósági kritériumokat (Sector Eligibility Criteria) amelyek részletesen, szektorokra lebontva meghatározzák az elfogadható eszközök és projektek kategóriáit, minden esetben tudományos alapokon nyugvó kvantitatív és kvalitatív követelményekhez kötve a megfelelést. Ezek a megoldások erősítik a kibocsátás átláthatóságát, hozzájárulnak az eljárás hitelességéhez és ezáltal növelik a befektetői bizalmat.

### 3.1.2. A zöldkötvény, illetve a klímakötvény definíciói

**A zöldkötvény definíciója visszautal a Green Bond Principles zöldkötvény definíciójára.** Eszerint azok a kötvények tekinthetők zöldnek, amelyeknek teljes bevételét kizárólag új vagy meglévő támogatható projektek részben vagy egészben történő finanszírozására vagy refinanszírozására fordítják és amelyeket a Green Bond Principles négy pillérével összhangban hoztak forgalomba.

<sup>18</sup> Climate Bonds Taxonomy [https://www.climatebonds.net/files/files/Taxonomy/CBI\\_Taxonomy\\_Tables-08A%20%281%29.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Taxonomy/CBI_Taxonomy_Tables-08A%20%281%29.pdf)

**A zöldkötvény definíció azonban csak egyfajta kiindulási alapnak tekinthető, ugyanis a standard középpontjában a tanúsítvánnyal ellátott klímakötvény (Certified Climate Bond) fogalma áll.** A tanúsítvánnyal ellátott klímakötvény egy olyan zöldkötvény, amelyet a Klímakötvény Standard Tanácsa (Climate Bonds Standard Board) a Climate Bonds Standardnak való megfelelés okán tanúsítvánnyal lát el.

*3.1.3. A kibocsátást megelőző tanúsítvány megszerzésének feltételei és folyamata*

**A kibocsátónak nulladik lépésként azonosítania kell azokat az eszközöket és projekteket, amelyek finanszírozása céljából szeretne klímakötvényt kibocsátani, majd ezt követően létre kell hoznia a zöldkötvény keretrendszerét.** A zöldkötvény keretrendszerben egyrészt ki kell nyilvánítani a Climate Bonds Standard-nak való megfelelési szándékot, másrészt meg kell határozni, hogy a kibocsátás miként felel meg a Climate Bonds Standard követelményeinek. A követelmények azonosak a Green Bond Principles pilléreivel, ugyanakkor ajánlások helyett ezúttal kötelező szabályokról beszélünk.

**1. A bevételek megfelelő felhasználásának követelménye.** A kibocsátónak meg kell határozni a támogatható eszközök és projektek körét, illetve ezekről olyan dokumentációt kell készítenie, amelyet folyamatosan képes frissíteni és naprakészen tartani a kötvény futamideje alatt. A kibocsátott kötvény névértéke nem lehet nagyobb az elfogadható eszközökre és projektekre allokálni tervezett kitettségnél. Egy projekt főszabály szerint csak egy kötvénnyel finanszírozható. A szabály alól kivételt képez, amennyiben a projekt egyes – egymástól megfelelően elhatárolható – részeit különböző kötvényekből finanszírozzák.

**A támogatható eszközök és projektek pontos meghatározhatósága érdekében a Climate Bonds Initiative létrehozta a korábban már említett taxonómiát, illetve az ágazati támogathatósági kritériumokat.** A taxonómia egyfajta kezdeti szűrőként funkcionál, amelynek célja, hogy az egyes fenntarthatósággal kapcsolatos ágazatok tekintetében meghatározza azt a küszöbértéket vagy arányszámot, amelynek nemteljesítése esetén az egyes eszközök vagy projektek nem minősülhetnek támogathatónak. Az ágazati támogathatósági kritériumok pedig második szűrőként szolgálnak, mégpedig akként, hogy az egyes fenntarthatósággal kapcsolatos ágazatok kapcsán konkrét elfogadhatósági kritériumokat állapítanak meg. Az egyes konkrét kritériumok mérőszámokra, illetve teljesítménymutatókra vonatkoznak, míg más

kritériumok az eszközök eredendő jellemzőire utalnak.<sup>19</sup> Összegezve tehát, egy eszköz vagy egy projekt akkor minősíthető támogathatónak, ha megfelel a taxonómiának és az ágazati támogathatósági kritériumoknak.

## **2. Az eszközök és projektek értékelésének és kiválasztásának folyamata.**

Az értékelési és kiválasztási folyamatot a kötvény futamideje alatt a kibocsátó köteles végig fenntartani és dokumentálni. A folyamat leírásának tartalmaznia kell a kötvénykibocsátással elérni kívánt klímacélokat részletező nyilatkozatokat, a kibocsátó fenntarthatósággal kapcsolatos stratégiájának bemutatását, illetve szemléltetnie kell a kötvénykibocsátás és a stratégia összhangját. A kibocsátónak emellett részleteznie kell a kötvénykibocsátás indokait, valamint az eszközök és a projektek megfelelőségének megállapítására irányuló folyamatot és a folyamat során tett főbb megállapításokat.

**3. A bevételek kezelésével kapcsolatos követelmények.** A bevételek kezelésével kapcsolatos folyamatokat a kibocsátó köteles dokumentálni és a dokumentációt a külső minősítő részére bemutatni. Ezen dokumentációnak ki kell terjednie a bevételek nyomon követésével kapcsolat szabályokra, amely nyomon követés történhet külön alszámlán való kezelés útján vagy más megfelelő módon. Emellett a kibocsátónak meg kell határoznia a fel nem használt bevételek kezelésének módját, illetve az egyes eszközökre és projektekre szánt bevételek elkülönítésére vonatkozó folyamatot, amelynek célja, hogy az egyes projektekre fordított összegek kellőképpen számszerűsíthetőek legyenek.

**4. A kibocsátás előtti riportálás szabályai.** Erre tekintettel a kibocsátónak még a kibocsátás előtt, vagy legkésőbb a kibocsátással egyidőben közzé kell tennie a zöldkötvény keretrendszerét, amelyben a fentieknek megfelelően körülírja az önmaga részére a bevételek felhasználására, az eszközök és projektek kiválasztására, illetve a bevételek kezelésére vonatkozóan megállapított szabályait.

**A zöldkötvény keretrendszer elkészítését követően a következő lépésként tájékoztatni kell a Climate Bonds Initiative titkárságát a kibocsátásról.** A tájékoztatás első körben az információs adatlap kitöltése útján valósul meg, amely a kibocsátásra vonatkozó alapvető információkat tartalmazza, benyújtásának alapvető célja pedig az, hogy a Climate Bonds Initiative értesüljön a kibocsátási szándékról.

---

<sup>19</sup> Példa: Az épületek kapcsán a taxonómia meghatározza, hogy akkor minősül támogatható eszköznek egy lakóingatlanl kapcsolatos beruházás, ha az ingatlan energiahatékonysági szempontból a régió legjobb 15%-ába tartozik. A taxonómiában meghatározott definíció okán látható, hogy az egyes földrajzi régiók vonatkozásában is részletezni kell a feltételeket. Az ágazati támogathatósági kritériumok között a Magyarország tekintetében közzétett kritériumok alapján azok a lakóingatlanok tekinthetőek támogatható eszköznek, amelyeknek energetikai tanúsítványa 2016. január 1. napja után kelt, és amelyek primer energiaigénye a kötvény futamidejének közepére megállapított küszöbérték alatt van. A küszöbérték ráta 2020-ban 118 kwh/m<sup>2</sup>a értékről indul és 2050-re 0 kwh/m<sup>2</sup>a értékre csökken. Ez alapján tehát 2020-ban kibocsátott 10 éves futamidejű kötvény bevételeiből finanszírozott lakóingatlanl kapcsolatos projektek akkor tekinthetőek elfogadhatónak, ha az ingatlanok primer energiaigénye kevesebb mint a 2025. évi érték, azaz kb. 98 kwh/m<sup>2</sup>a.

**A kibocsátónak ezt követően meg kell bíznia egy – a Climate Bonds Initiative által nyilvántartásba vett – külső minősítőt.** A külső minősítő vállalja, hogy a megvizsgálja a keretrendszer Climate Bonds Standard-nak való megfelelését, illetve a támogathatónak minősített eszközök és projektek ágazati támogathatósági követelményeknek való megfelelését. A külső minősítő a vizsgálata során tett megállapításait a Climate Bonds Initiative által közzétett külső minősítők számára készített útmutatónak<sup>20</sup> megfelelő külső minősítésbe (Verifiers Report) foglalja.

**A külső minősítés megszerzése után a kibocsátó igényelheti a tanúsítványt a Climate Bonds Standard Tanácsától.** Ehhez be kell nyújtania részükre az információs adatlapot, a zöldkötvény keretrendszert, a külső minősítést és a tanúsítási szerződést (Certification Agreement). Amennyiben a Climate Bonds Standard Tanácsa megfelelőnek találja a dokumentumokat, úgy egy nyilatkozatban deklarálja, hogy a kibocsátó jogosult a Certified Climate Bond tanúsítvány használatára az adott kibocsátás tekintetében.

**A kibocsátást megelőzően kiadott tanúsítvány legfeljebb a kibocsátást követő két évig használható.** A kibocsátás utáni két évben ugyanis a kibocsátónak igényelnie kell a kibocsátást követő tanúsítványt is, amelynek megszerzéséhez teljesítenie kell a kibocsátást követő időszakra megállapított feltételeket. Megjegyzendő, hogy amennyiben a kibocsátó eláll a kibocsátástól vagy időközben a Climate Bonds Standard Tanácsa tudomást szerez arról, hogy a kibocsátás mégsem felel meg a kibocsátást megelőző feltételeknek, úgy a kibocsátó ezekben az esetekben sem használhatja tovább a tanúsítványt.

*3.1.4. A kibocsátást követő tanúsítvány megszerzésének feltételei és folyamata, illetve a tanúsítvány fenntartásának feltételei*

**A kibocsátást követő tanúsítvány megszerzése, egy (ön)ellenőrzési folyamatként értelmezhető.** A kibocsátás előtti tanúsítvány megszerzéséhez vezető eljárás tulajdonképpen tekinthetjük úgy, hogy a kibocsátó ígéretet tesz arra, hogy az általa kibocsátott kötvényből befolyt összegeket környezeti célok megvalósítására fogja fordítani, a külső minősítő pedig tanúsítja, hogy az ígéretek megvalósíthatóak. A kibocsátást követően azonban a Climate Bonds Initiative szeretne meggyőződni arról, hogy a kibocsátó tényleg beváltotta-e az ígéreteit. A kibocsátónak ekkor frissítenie kell a keretrendszerét és újból fel kell kérnie a külső minősítőt, annak igazolására, hogy a befolyt összeg valóban az ígéreteknek megfelelően került felhasználásra. A kibocsátást követő tanúsítvány megszerzésének feltételei az alábbiak.

**1. A bevételek felhasználása körében a kibocsátónak igazolnia kell, hogy a bevételek valóban a támogatható eszközök és projektek vonatkozásában**

---

<sup>20</sup> Guidance for Verifiers – Version 2.0 [https://www.climatebonds.net/files/files/2021-06-17\\_cbs-guidance-for-verifiers-v2\\_%28AUP-removed%29.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/2021-06-17_cbs-guidance-for-verifiers-v2_%28AUP-removed%29.pdf)

**kerültek felhasználásra.** A kibocsátónak a kibocsátástól számított két éven belül allokálnia kell a befolyt összegeket, amennyiben ez nem történik meg, úgy az allokációs riportban köteles körülírni a befolyt összegek felhasználásának tervezett rendjét. A kibocsátónak lehetősége van arra, hogy a kibocsátás után új támogatható eszközöket és projekteket határozzon meg a korábban már megjelölt ágazatokban. Amennyiben olyan ágazatokba tartozó eszközöket és projekteket kíván támogatni, amelyeket az adott kibocsátás addig nem érintett, úgy ezen eszközök és projektek vonatkozásában külső minősítő igénybevétele szükséges az ágazati támogathatósági kritériumoknak való megfelelés igazolása céljából.

**2. Az eszközök és projektek értékelésének és kiválasztásának folyamatával kapcsolatos elvárások változatlanok a kibocsátás előtti követelményekhez képest.** A kibocsátónak továbbra is fenn kell tartania a folyamatot, illetve köteles azt megfelelően dokumentálni, tehát ezen feltétek vonatkozásában egyéb többletkövetelményt nem állapít meg a Climate Bonds Standard.

**3. A bevételek kezelése kapcsán az eszközökre és projektekre fordított bevételek dokumentálásán túl a Climate Bonds Standard szabályozza a fel nem használt bevételek kezelését is.** A szabályok alapján a kibocsátó a fel nem használt forrásokat olyan ideiglenes befektetési eszközökben tarthatja, amelyek készpénznek vagy azzal egyenértékű eszköznek minősülnek, vagy amely ideiglenes befektetési eszközök nem finanszíroznak a kötvény céljaival ellentétes, üvegházhatású gáz kibocsátásával járó projekteket. Emellett rülirozó jelleggel bíró adósságokat is törleszthetnek a fel nem használt összegből, amennyiben a törlesztés után az összeg újból lehívható lesz.

**4. A kötvény futamideje alatt a kibocsátó köteles minden évben aktualizált riportot (Update Report) készíteni, amelyet meg kell küldenie a Climate Bonds Standard Tanácsának, illetve főszabály szerint a nyilvánosság számára is hozzáférhetővé kell tennie.** Az aktualizált riport három részből áll, illetve állhat. Az első rész az allokációs jelentés (Allocation Report), amelynek tartalmaznia kell a Climate Bonds Standard-nak való megfelelésre utaló nyilatkozatot, a környezeti célkitűzéseket megfogalmazó nyilatkozatot, illetve a támogatható eszközök és projektek listáját azzal, hogy az egyes eszközök és projektek tekintetében fel kell tüntetni a ráfordított összegeket, kifejezve a teljes befolyt összeghez viszonyított vagy becsült százalékos arányt is, illetve az egyes eszközök és projektek földrajzi elhelyezkedését. A második rész a támogathatósági riport (Eligibility Report), amelyben a kibocsátónak nyilatkoznia kell arról, hogy a támogathatónak ítélt eszközök és projektek továbbra is megfelelnek a Climate Bonds Standard-ban meghatározott taxonómiának és ágazati támogathatósági kritériumoknak, kitérve az ágazati támogathatósági kritériumokban meghatározott környezeti jellemzőknek és teljesítménymutatóknak való megfelelésre. A harmadik rész a hatásjelentés (Impact Report) amely nem kötelező elem, ugyanakkor a Climate Bonds Standard javasolja a hatásjelentés elkészítését az aktualizált jelentés keretén belül. A hatásjelentésnek – amennyiben a kibocsátó készíti ilyet – tartalmaznia kell



a támogathatónak ítélt eszközök és projektek várható eredményeit, hatásait<sup>21</sup>, illetve az ezek megállapításához szükséges minőségi és mennyiségi teljesítménymutatókat és az alkalmazott számítási módszereket.

**A fenti követelményeknek való megfelelésről és ezáltal a kibocsátást követő tanúsítvány kiadásáról a Climate Bonds Initiative dönt.** A kibocsátást követő tanúsítvány megszerzéséhez a kibocsátónak a frissített adatokkal ki kell töltenie az információs adatlapot, illetve amennyiben szükséges, úgy frissítenie kell a zöldkötvény keretrendszerét is. Ezt követően a – kibocsátás előtti szakaszban megbízott – külső minősítőnek meg kell vizsgálnia azt, hogy a kibocsátó teljesítette-e a kibocsátást követő tanúsítvány megszerzéséhez szükséges feltételeket és a megállapításait ismételten a külső minősítésben kell összefoglalnia. A keletkezett dokumentumokat be kell nyújtani a Climate Bonds Standard Tanácsa részére, amely a dokumentumok megvizsgálása után határoz a kibocsátást követő tanúsítvány kiadásáról. Amennyiben a külső minősítő vagy a Climate Bonds Standard Tanácsa arra a megállapításra jut, hogy a kibocsátás nem felel meg a Climate Bonds Standard szabályainak, úgy a kibocsátás vonatkozásában a tanúsítvány nem használható a továbbiakban.

**Fontos, hogy a Climate Bonds Initiative eljárása nem zárul le a kibocsátást követő tanúsítvány kiadásával.** A tanúsítvány fenntartásához ugyanis a kibocsátónak minden évben el kell készítenie a fenti feltételeknek megfelelő, aktualizált riportot, amelyet el kell küldenie a Climate Bonds Standard Tanácsának. Emellett a Climate Bonds Standard Tanácsa a tanúsítvány használata alatt bármikor kérhet információkat a kibocsátótól a kötvényre vonatkozóan. Amennyiben felmerül, hogy a kötvény nem felel meg a Climate Bonds Standard szabályainak, úgy a Climate Bonds Standard Tanácsa a tanúsítvány fenntartásának feltételeként bármikor felhívhatja a kibocsátót arra, hogy az adott kötvény vonatkozásában készíttessen külső minősítést egy új külső minősítővel.

**A Certified Climate Bond tanúsítvány elveszíthető, amennyiben a kibocsátás nem felel meg a követelményeknek.** Amennyiben a Climate Bonds Standard Tanácsa bármilyen okból visszavonja a tanúsítványt, úgy a kibocsátó a továbbiakban nem használhatja azt. Emellett a kibocsátónak tájékoztatnia kell a kötvény tulajdonosait a tanúsítvány elvesztéséről, illetve mindent meg kell tennie annak érdekében, hogy a kötvény a továbbiakban sehol ne kerüljön a Climate Bonds Standard-nak megfelelő instrumentumként feltüntetésre.

---

<sup>21</sup> Elért eredmény lehet, például a projekt során legyártott elektromos autók száma. Az projekt hatása pedig például az elkerült üvegházhatású gázkibocsátás mennyiségében mérhető.

### 3.2. Összegzés

**A Climate Bonds Standard tekinthető a legszigorúbbnak a jelenleg használt piaci standardok közül.** A Climate Bonds Standard szigorúsága nem csak abban áll, hogy kötelezően teljesítendő feltételeket határoz meg a tanúsítvány megszerzéséhez, hanem abban is, hogy kidolgozta a tanúsítvány megszerzéséhez és megtartásához vezető eljárás szabályait is, amelyek magukban foglalják a tanúsítvány elvesztésének eshetőségét is. A részletes szabályok jelentősen növelik az átláthatóságot, a forrás-eszköz kapcsolat nyomonkövethetőségét, amelyeken keresztül biztosítják a magas zöld minőséget, a Climate Bonds Initiative által ellátott hatósági jellegű tevékenység pedig magas szintű védelmet nyújt a befektetők számára a zöld jelleggel való visszaélés kockázatával szemben.

**A szabályok szigorúsága miatt a Climate Bonds Standard kevésbé elterjedt a piacon, mint a Green Bond Principles.** A Climate Bonds Standard szabályainak való megfelelés lényegesen több adminisztrációval és költséggel jár, mint a Green Bond Principles-nek való megfelelés. Éppen ezért a kibocsátók többsége az egyszerűbb és olcsóbb utat választja, a piac pedig jelen állapotában nem kényszeríti a kibocsátókat arra, hogy ezen a trenden változtassanak.

## 4. Az Európai Zöldkötvény Standard

### 4.1. Az Európai Zöldkötvény Standard megalkotásának folyamata

**Az Európai Bizottság 2019. december 11. napján adta ki az Európai Zöld Megállapodást<sup>22</sup> (European Green Deal).** A megállapodás egy cselekvési tervet határoz meg annak érdekében, hogy az éghajlati és környezetvédelmi kihívásokból inkluzív lehetőségeket kovácsoljon valamennyi szakpolitika területén, ezen keresztül pedig fenntarthatóvá tegye az uniós gazdaságot. Az Európai Unió felismerte felelősségét az éghajlat- és környezetvédelem kihívásainak kezelése terén, illetve ezeket a jelen generáció legfontosabb feladataként azonosította. Az Európai Zöld Megállapodás célja, hogy 2050-re az üvegházhatású gázok kibocsátása nettó nullára csökkenjen, a gazdaság növekedése az erőforrás-felhasználástól függetlenedjen és ennek az átalakulásnak se egyének, se térségek ne legyenek a vesztesei.

**Az Európai Zöld Megállapodás az egyes szakpolitikák között azonosította a zöld beruházások és a zöld finanszírozás biztosításának szükségességét.** Ehhez egyrészt szükségesnek ítélte egy fenntartható gazdasági tevékenységeket osztályozó taxonómia elfogadását és az éghajlattal és a környezettel kapcsolatos adatok nyilvánossága érdekében a nem pénzügyi információk közzétételéről szóló irányelv felülvizsgálatát, másrészt a lakossági befektetési termékek címkézését

---

<sup>22</sup> Az Európai Zöld Megállapodás <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019D-C0640&from=EN>

és egy uniós zöldkötvény standard kidolgozását, harmadrészt pedig az éghajlati és környezeti kockázatok integrálását a pénzügyi rendszerbe. Az Európai Zöld Megállapodás alapján az uniós zöldkötvény standard kidolgozása elsődlegesen a környezeti szempontból fenntartható befektetések azonosításának és a hitelesség biztosításának megkönnyítése érdekében szükséges. Az Európai Bizottság az Európai Zöld Megállapodáshoz kapcsolódó, 2020. január 14. napján kiadott beruházási tervben<sup>23</sup> jelentette be hivatalosan az uniós zöldkötvény standard kidolgozását.

**Az Európai Bizottság 2021. július 6-án közzétette az Európai Zöldkötvényekről szóló javaslatot (Javaslat).** A Javaslat alapján a szabályok kötelezőek, de önkéntesen alkalmazandók, tehát csak az Európai Zöldkötvény elnevezést használni kívánó kibocsátókra és kibocsátásokra vonatkoznak. A Javaslat meglehetősen szigorú szabályokat állapít meg, ugyanis létrejöttének célja, hogy növelje a fenntartható befektetések piacának hitelességét. A Javaslatához fűzött indoklás szerint az Európai Bizottság az alábbi problémákat azonosította a zöldkötvény piacon: *„A zöldkötvényekre vonatkozó saját piaci keretszabályozások elterjedtsége miatt, valamint annak ellenére, hogy e keretszabályozások némelyike általában szabványként elfogadott, a befektetők számára költséges és nehéz lehet meghatározni a kötvényalapú befektetések pozitív környezeti hatását, és összehasonlítani a piacon lévő különböző zöldkötvényeket. A kibocsátók számára a környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységek közös fogalom meghatározásának hiánya bizonytalanságot teremt azzal kapcsolatban, hogy mely gazdasági tevékenységek tekinthetők törvényesen zöldnek. Ilyen körülmények között a kibocsátók a zöldre festéssel kapcsolatos esetleges vádak miatt reputációs kockázatokkal szembesülhetnek, különösen az átmeneti ágazatokban. Emellett a külső felülvizsgálat területén alkalmazott gyakorlatok széttagoltsága többletköltségeket okozhat számukra. Ezek az akadályok befolyásolhatják a jelentős éghajlati és környezeti hatással bíró projektek jövedelmezőségét, ezáltal csökkentve az ilyen beruházási lehetőségek kínálatát, és akadályozva az Unió környezetvédelmi céljainak elérését.”*<sup>24</sup>

**Az Európai Zöldkötvényekről szóló rendelet a tanulmány írásakor még nem lépett hatályba.** A rendelet megalkotására rendes jogalkotási eljárás keretében kerül sor, amely során az Európai Bizottság egy javaslat kiadásával kezdeményezi a jogalkotást és ezt követően az Európai Parlament és az Európai Unió Tanácsa dönt a javaslat elfogadásáról. A rendes jogalkotási eljárás során több olvasatra is lehetőség van, mind az Európai Parlamentben, mind az Európai Unió Tanácsában. A jelen tanulmány megírásakor a Javaslat első olvasata zajlik az Európai Parlamentben, ahol illetékes bizottságként a Gazdasági és Monetáris Bizottság került kijelölésre. A Gazdasági és Monetáris Bizottság 2022. május 16. napján elfogadta a Javaslatához fűzött

<sup>23</sup> Az európai zöld megállapodáshoz kapcsolódó beruházási terv <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN>

<sup>24</sup> Az európai zöldkötvényekről szóló rendeletre irányuló javaslat <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0391&from=EN#footnote6>

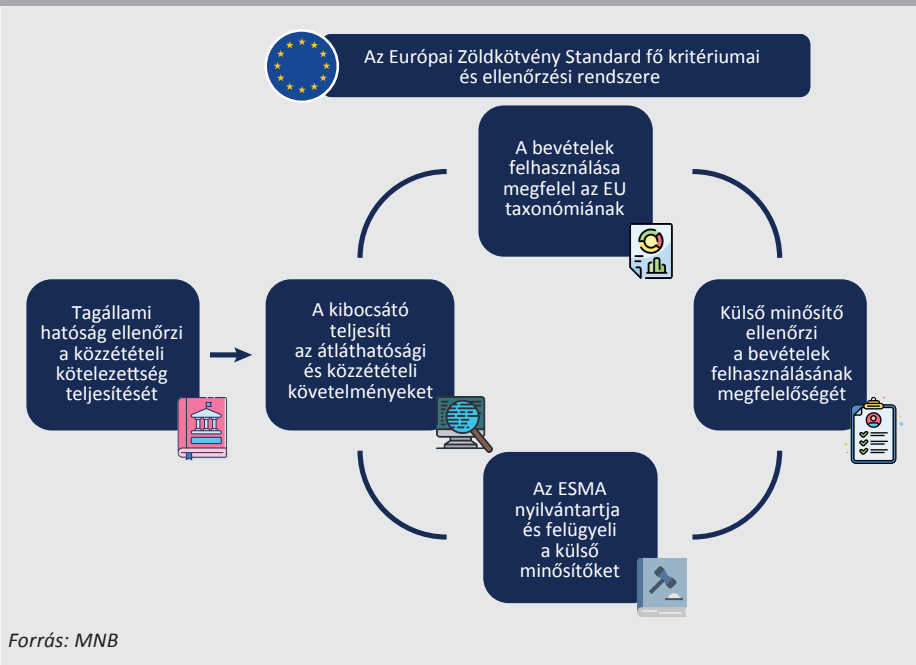
módosításokat tartalmazó jelentését (Jelentés), illetve a jogalkotó intézmények egységes álláspontjának kialakítása céljából határozott az intézményközi egyeztetés megindításáról.

#### 4.2. Az Európai Bizottság Javaslata az Európai Zöldkötvény vonatkozásában

**A Javaslát négy kötelező kritérium teljesítéséhez köti az Európai Zöldkötvény elnevezés használatát.** A követelmények a kötvények kibocsátásából befolyt bevételek EU Taxonómiai rendelettel<sup>25</sup> összhangban történő felhasználását, a kibocsátással kapcsolatos átláthatósági követelményeknek való megfelelést, valamint egy külső felülvizsgáló megbízását és a külső felülvizsgáló ESMA (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) általi nyilvántartásba vételét írják elő.<sup>26</sup>

##### 5. ábra

**Az Európai Zöldkötvény Standard fő kritériumai és ellenőrzési rendszere a Javaslát alapján**



<sup>25</sup> Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2020/852 rendelete a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020R0852&from=HU>

<sup>26</sup> European green bonds: A standard for Europe, open to the world [https://www.europarl.europa.eu/Reg-Data/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS\\_BRI\(2022\)698870\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/Reg-Data/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI(2022)698870_EN.pdf)

**1. A bevételek felhasználásának taxonómiai megfelelése.** Az EU Taxonómiai rendelet annak meghatározását szolgálja, hogy egy gazdasági tevékenység környezeti szempontból fenntarthatónak tekinthető-e. A rendelet hat környezeti célkitűzést határoz meg, amelyek az alábbiak: az éghajlatváltozás mérséklése; az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodás; a vízi és tengeri erőforrások fenntartható használata és védelme; a körforgásos gazdaságra való átállás; a szennyezés megelőzése és csökkentése; a biológiai sokféleség és az ökoszisztémák védelme és helyreállítása. Azok tekinthetők környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységeknek, amelyek lényegesen hozzájárulnak valamely környezeti célkitűzés eléréséhez anélkül, hogy jelentősen sértenék valamely másik környezeti célkitűzés megvalósítását, továbbá összhangban vannak a minimális emberi jogi és szociális biztosítékokkal. Az Európai Bizottság a rendelet alapján létrehozott fenntartható finanszírozással foglalkozó platform, mint állandó szakértői csoport segítségével dolgozza ki az egyes gazdasági tevékenységek kapcsán alkalmazandó technikai vizsgálati kritériumokat tartalmazó felhatalmazáson alapuló jogi aktusokat.<sup>27</sup>

**A taxonómiai megfelelés előírása biztosítja, hogy az európai zöldkötvényekből származó bevételekből kizárólag a környezetre tartósan pozitív hatást gyakorló gazdasági tevékenységek kerüljenek finanszírozásra.** A bevételek tehát kizárólag olyan álló eszközök, tőkekiadások, működési költségek vagy ezeket finanszírozó pénzügyi eszközök finanszírozására használhatók fel, amelyek megfelelnek vagy előre meghatározott időn belül meg fogják felelni a taxonómiai követelményeknek. Ez utóbbi esetben a kibocsátónak létre kell hoznia a taxonómiához való igazodásra vonatkozó tervet, amelyben meg kell határoznia azokat a tevékenységeket és kiadásokat, amelyek ahhoz szükségesek, hogy az adott gazdasági tevékenység a meghatározott időszakon belül megfeleljen taxonómiának. A meghatározott időszak a kötvénykibocsátástól számított 5 vagy kivételes esetben 10 év lehet. Megjegyzendő, hogy a technológiák fejlődésére tekintettel idővel vélhetően indokoltá válik a szabályozás felülvizsgálata. Erre tekintettel a Javaslat rögzíti, hogy a kötvénykibocsátásból befolyt bevételek felhasználására a kibocsátáskor alkalmazandó technikai vizsgálati kritériumok alkalmazandók azzal, hogy technikai

<sup>27</sup> A technikai vizsgálati kritériumok meghatározzák azokat a mutatókat, amelyek mentén egy gazdasági tevékenység hozzájárul egy környezeti célkitűzés eléréséhez, illetve amelyek mentén ezen gazdasági tevékenység nem sérti a többi környezeti célkitűzést (ezeket nevezzük DNSH kritériumoknak). Példaként vegyük az új épület építésére irányuló gazdasági tevékenységet. Ez a gazdasági tevékenység akkor minősül az éghajlatváltozás mérsékléséhez lényegesen hozzájárulónak, ha a létrehozott ingatlan energiahatékonyságát meghatározó primerenergia-igény legalább 10 %-kal kisebb, mint a közel nulla energiaigényű épületekre vonatkozó küszöbérték (Magyarország esetében a küszöbérték jelenleg 100 kWh/m<sup>2</sup>a). Emellett azonban arra is ügyelni kell, hogy a gazdasági tevékenység ne sértse a többi környezeti célkitűzést, így például a víz és a tengeri erőforrások fenntartható használata és védelme érdekében az új épületben a fürdőszobai csapok és a konyhai csapok vízhozama nem lehet nagyobb, mint 6 liter/perc; a zuhanyzók vízhozama nem lehet nagyobb, mint 8 liter/perc; a WC-k teljes öblítési vízmennyisége nem lehet nagyobb, mint 6 liter, átlagos öblítési vízmennyisége pedig nem lehet nagyobb, mint 3,5 liter. Emellett a további környezeti célkitűzések sérelmét is vizsgálni kell, így például figyelemmel kell lenni az építőelemek megfelelőségére, vagy a nem veszélyes építési hulladékok újrafelhasználhatóságára is. A példából látható, hogy taxonómiai megfelelés meglehetősen részletes és szigorú szabályokon alapszik.

vizsgálati kritériumok vonatkozásában eszközölt módosításokat a hatálybalépést követő 5 év elteltével minden esetben alkalmazni kell.

**2. Az átláthatóság és a befektetők megfelelő informálása érdekében a Javaslat szabványosított közzétételi követelményeket állapít meg<sup>28</sup>.** A Javaslat alapján a kibocsátani kívánt kötvény vonatkozásában a kibocsátónak ki kell töltenie az egységesített adatlapot, amelyben be kell mutatnia a bevételek felhasználásával kapcsolatos tervet. Az információs adatlapot egy – a Javaslatnak megfelelő – külső felülvizsgálónak kell jóváhagynia, majd ezt követően a kibocsátónak mind az információs adatlapot, mind az arra tekintettel készült kibocsátást megelőző külső felülvizsgálati dokumentumot közzé kell tennie a honlapján. A kibocsátást követően a kibocsátónak minden évben közzé kell tennie egy allokációs jelentést, a kötvényből származó bevételek felhasználása vonatkozásában. A teljes bevétel felhasználása után elkészített allokációs jelentést egy – a Javaslatnak megfelelő – külső felülvizsgálónak kell jóváhagynia<sup>29</sup>. A kibocsátó köteles az allokációs jelentéseket, illetve az utolsó allokációs jelentés vonatkozásában készült kibocsátást követő külső felülvizsgálati dokumentumot közzétenni a honlapján. A kibocsátó köteles a teljes bevétel felhasználása után, de még a kötvény lejáratá előtt hatásjelentést készíteni, amelyben a kibocsátó körülírja a kötvény környezetre gyakorolt hatását, a környezeti hatások értékeléséhez szükséges mérőszámok, módszertanok és feltételezések részletes leírása mellett.

**3. A kibocsátó köteles megbízni egy külső felülvizsgálót a kibocsátás vonatkozásában közzétett információk valóságának, megbízhatóságának és hitelességének igazolása céljából.** A külső felülvizsgáló feladata, hogy elbírálja a kibocsátás taxonómiai megfelelőségét mind a kibocsátás előtt, mind pedig azt követően. A külső felülvizsgálati dokumentációnak tartalmaznia kell a kibocsátásra vonatkozó lényeges információkat, kitérve a külső felülvizsgálat során alkalmazott módszertanokra és fő feltételezésekre. A külső felülvizsgálónak lehetősége van pozitív, illetve negatív vélemény megfogalmazására a kibocsátás kapcsán. Negatív vélemény esetén az adott kibocsátás vonatkozásában nem használható az „európai zöldkötvény” elnevezés. A Javaslat alapján tehát a kibocsátások értékelésére vonatkozó legfontosabb döntés a külső felülvizsgáló kezében van, amelyre tekintettel további garanciák szükségesek annak érdekében, hogy a külső felülvizsgáló eljárása megfelelő legyen. Megjegyzendő, hogy a Javaslat alapján sem a közzétételt ellenőrző illetékes tagállami hatóság, sem a külső felülvizsgálókat felügyelő ESMA nem jogosult szankciók alkalmazására

<sup>28</sup> A Javaslat mellékletei között megtalálható az adatlap, az allokációs jelentés, a hatásjelentés és a külső felülvizsgálatok alaki követelményeit meghatározó mintadokumentumok, amelynek használata kötelező.

<sup>29</sup> Amennyiben a kibocsátó olyan pénzügyi vállalkozás, amely több európai zöldkötvényből származó bevételekből pénzügyi eszközökből álló portfóliót finanszíroz, úgy minden allokációs jelentést kibocsátást követő külső felülvizsgálatnak kell alávetni.

abban az esetben, hogy a külső felülvizsgáló a taxonómiai megfelelés hiánya ellenére pozitív véleményt fogalmaz meg.<sup>30</sup>

**A kibocsátók közzétételi kötelezettségének betartását az illetékes tagállami hatóságok<sup>31</sup> felügyelik.** Az illetékes hatóságok vizsgálatokat folytathatnak le, illetve dokumentumok és információk közlését írhatják elő a kibocsátók számára. A kibocsátókra vonatkozó kötelezettségek megsértése esetén legfeljebb 10 munkanapra felfüggeszhetik az európai zöldkötvények kibocsátását, legfeljebb 10 munkanapra betilthatják az erre vonatkozó hirdetéseket, továbbá nyilvánosságra hozhatják a jogsértés tényét. A fentiek mellett a Javaslat felhatalmazza a tagállamokat arra, hogy további szankcionálási jogkört ruházzanak az illetékes hatóságra, amelyek által biztosítható a kibocsátók kötelezettségeinek teljesítése. E körben a Javaslat alapján az illetékes hatóságok jogi személyek esetében 500 000 EUR, természetes személyek esetében 50 000 EUR összegű közigazgatási pénzbírság kiszabásáról is dönthetnek, de a tagállamok a Javaslat felhatalmazása alapján ennél súlyosabb közigazgatási pénzbírság kiszabását is előírhatják. A tagállamok kötelesek biztosítani az illetékes hatóság határozatával szembeni bírósági jogorvoslat lehetőségét. Az illetékes hatóság évente köteles tájékoztatni az ESMA-t az alkalmazott közigazgatási intézkedésekről és szankciókról.

#### **4. A Javaslat általános hatáskörrel ruházza fel az ESMA-t a külső felülvizsgálók nyilvántartásba vétele és folyamatos felügyelete vonatkozásában<sup>32</sup>.**

A nyilvántartásba vétel kérelemre történik, amely kérelemmel együtt a nyilvántartásba vételt kérő szervezetnek minden olyan információt rendelkezésre kell bocsátania, amely igazolja, hogy a szervezetnél megfelelő vállalatirányítási szabályok kerültek kialakításra, a felsővezetése jó hírnévvel, megfelelő szakértelemmel és tapasztalattal rendelkezik, illetve az ellenőrzésben közvetlenül részt vevő alkalmazottak száma, szaktudása és tapasztalata is megfelelő. A külső felülvizsgáló a nyilvántartásba vételt követően is köteles a fentieknek való megfelelést fenntartani. Amennyiben az ESMA megállapítja, hogy valamely szervezet nem felel meg a követelményeknek, úgy dönthet a nyilvántartásba vételi kérelem elutasítása, illetve a nyilvántartásba vételt követően annak visszavonása mellett. Az ESMA felügyeleti hatóságként információt kérhet, általános és helyszíni vizsgálatot folytathat le és amennyiben ezek során jogsértést állapít meg, úgy felügyeleti intézkedést eszközölhet. Ennek keretében visszavonhatja a külső felülvizsgáló nyilvántartásba vételét, ideiglenesen

<sup>30</sup> Green Bonds: An assessment of the proposed EU Green Bonds Standard and its potential to prevent greenwashing [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/703359/IPOL\\_STU\(2022\)703359\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/703359/IPOL_STU(2022)703359_EN.pdf)

<sup>31</sup> Magyarországon az illetékes hatóság az (EU) 2017/1129 rendelet (Prospektus rendelet) 31. cikkével összhangban a Magyar Nemzeti Bank.

<sup>32</sup> A Javaslat az tagállami hatóságok és az ESMA bevonásával háromlépcsős ellenőrzési rendszert épít fel. Az első lépcsőn egy külső felülvizsgáló elbírálja, hogy a kibocsátás megfelel-e az Európai Zöldkötvény Standard feltételeinek, a második lépcsőn a tagállami hatóság ellenőrzi, hogy a kibocsátó az előírásoknak megfelelően közzétette-e a kibocsátással kapcsolatos dokumentációt, a harmadik lépcsőn pedig az ESMA ellenőrzi a külső felülvizsgálók megfelelő működését.



megtilthatja tevékenységének folytatását, pénzbírságot vagy kényszerítő bírságot szabhat ki és a jogsértés tényéről hirdetményt adhat ki. Az ESMA az egyes felügyeleti intézkedéseket együttesen is alkalmazhatja. A pénzbírságot vagy kényszerítő bírságot kiszabó határozattal szemben a külső felülvizsgáló jogorvoslatért fordulhat az Európai Unió Bíróságához.

#### **4.3. Az Európai Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottságának módosítási javaslatjai**

**Az Európai Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottsága 2022. május 16. napján elfogadta a módosítási javaslatait tartalmazó Jelentést<sup>33</sup>.** A Jelentés célja egyrészt a zöldkötvény-piac további egységesítése, amelynek érdekében egyes szabályok nem csak az európai zöldkötvényekre lesznek alkalmazandók, hanem minden olyan kötvényre, amelyet környezeti szempontból fenntarthatóként hoztak forgalomba az Unióban<sup>34</sup>, illetve minden környezeti fenntarthatósággal összefüggő kötvényre<sup>35</sup> is. A Jelentés célja másrészt az európai zöldkötvényre vonatkozó szabályok további szigorítása, amely eszközként szolgál a zöld jelleggel való visszaélés visszaszorítására.

**A Jelentésben meghatározott módosítások az egységesség és az átláthatóság előmozdítását szolgálják.** A Jelentés közzétételi szabályokat állapít meg az Unióban környezeti szempontból fenntarthatóként forgalomba hozott kötvények és a fenntarthatósággal összefüggő kötvények vonatkozásában, illetve kiterjeszti rájuk az Európai Zöldkötvények tekintetében alkalmazandó külső felülvizsgáló megbízásával és ellenőrzésével kapcsolatos szabályokat. A közzétételi szabályok alapján az Unióban környezeti szempontból fenntarthatóként forgalomba hozott kötvények és a fenntarthatósággal összefüggő kötvények kibocsátóinak közzé kell tenni, hogy milyen átvilágítási folyamatokat és szabályokat alkalmaznak annak érdekében, hogy a működési körükben felmerülő, a fenntarthatósági tényezőkre hátrányos hatást gyakorló tényezőket kiszűrjék. További kötelezettség, hogy az Unióban környezeti szempontból fenntarthatóként forgalomba hozott kötvény kibocsátójának még a kibocsátás előtt közzé kell tennie – többek között – a kötvény környezeti célkitűzéseit, a kötvénykibocsátásból származó bevételek felhasználásának mikéntjét, illetve azt, hogy ez milyen arányban feleltethető meg az EU Taxonómiai rendelet szabályainak, a kibocsátást követően pedig a kibocsátó köteles évente riportálni a környezeti célkitűzések megvalósításáról. A kibocsátás előtt közzétett

<sup>33</sup> Jelentés az európai zöldkötvényekről szóló európai parlamenti és tanácsi rendeletről irányuló javaslatról [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0156\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0156_EN.pdf)

<sup>34</sup> Az Európai Unióban környezeti szempontból fenntarthatóként forgalomba hozott kötvények fogalma magában foglal minden olyan kötvényt, amelynek kibocsátója vállalta, hogy a kibocsátásból befolyt bevételeket környezeti célkitűzéseket megvalósító tevékenységekre fordítja, így tehát többek között a Green Bond Principles vagy a Climate Bonds Standard alapján kibocsátott kötvényeket is.

<sup>35</sup> A Jelentés a fenntarthatósággal összefüggő kötvények fogalmának meghatározásakor az ICMA által bevezetett fogalomból indul ki, azzal a különbséggel, hogy az ICMA a környezeti, társadalmi és vállalati irányítási célok elérése irányuló kötvényeket definiálja fenntarthatósággal összefüggő kötvényként, a Jelentés alapján a rendelet hatálya pedig kizárólag a környezeti célkitűzések elérését célzó fenntarthatósággal összefüggő kötvényre terjedhet ki.

információk, illetve az éves riportban meghatározott információk hitelességét az Európai Zöldkötvényre irányadó szabályok szerint nyilvántartásba vett külső felülvizsgálónak kell tanúsítania.

**Szigorításra kerültek az Európai Zöldkötvényre vonatkozó szabályok is.** A klímacélok mellett való elköteleződés igazolása céljából az Európai Zöldkötvény kibocsátójának átállási tervet kell készítenie, amely tartalmazza, hogy a kibocsátó miként fogja elérni a klímasemlegességet legkésőbb 2050-ig. Az átállási tervet külső auditornak kell jóváhagynia. Továbbá, a Jelentés nyomán a kibocsátókat polgári jogi felelősség terheli a bevételek EU taxonómiának megfelelő felhasználása vonatkozásában. A fentiek kapcsán a tagállamok kötelesek biztosítani, hogy jogrendszerük lehetővé teszi a befektetők kártérítési igényeinek érvényesítését a károkozókkal szemben.

**Az ellenőrzés körében többletjogosítványokat kaptak a tagállami hatóságok.** A Jelentés alapján a tagállami hatóság a közzétételi szabályok megsértése okán jogosult betiltani a kibocsátást, ismételt kötelezettségszegés esetén pedig akár 1 éves időtartamra is eltilthatja a kibocsátót az európai zöldkötvények kibocsátásától. Mivel a külső felülvizsgálattal kapcsolatos szabályok az Unióban környezeti szempontból fenntarthatóként forgalomba hozott kötvényekre és a fenntarthatósággal összefüggő kötvényekre is kiterjesztésre kerültek, így a tagállami hatóság ellenőrzési hatásköre e kötvényekre is kiterjed. Amennyiben ezen kötvények kibocsátói nem tesznek eleget a vonatkozó közzétételi szabályoknak, úgy a tagállami hatóság nyilvánosságra hozhatja a kötelezettségszegést, illetve kötelezheti a kibocsátót a kötelezettségszegésre vonatkozó információ közzétételére.

**A Jelentés középtávon kilátásba helyezi az Európai Zöldkötvény Standard kötelező alkalmazásának lehetőségét.** A két évvel a rendelet hatálybalépését követően – majd ez követően három évente – az Európai Bizottság köteles hatásvizsgálaton alapuló jelentést készíteni a Parlament és a Tanács részére, amelyben javaslatot tehetnek a rendelet kötelező alkalmazásának előírására.

#### **4.4. Összegzés**

**Az Európai Zöldkötvény Standard megalkotása jelentős mérföldkőnek tekinthető a zöldkötvény-piac életében.** Amennyiben a standard elfogadásra és kihirdetésre kerül, úgy ez lesz az első zöldkötvényekre vonatkozó szabályrendszer, amely jogi aktusként kerül bevezetésre. Ez a megközelítés már önmagában is erősíti a zöldkötvény-piac megbízhatóságát, tekintve, hogy a szabályoknak való megfelelés hiánya ez esetben jogsértésként értelmezhető, míg a többi standard esetében csak szerződésszegésről beszélhetünk.

**Előreláthatóan az Európai Zöldkötvény Standard támasztja majd a legszigorúbb követelményeket a zöldkötvények kibocsátásával kapcsolatban.** Az uniós

jogalkotó úgy ítéli meg, hogy az Európai Zöld Megállapodásban kitűzött célok eléréséhez olyan standard kialakítása szükséges, amely biztosítja, hogy a kibocsátók a kötvénykibocsátásból bevont forrásokat a tudomány mindenkori állása szerint fenntarthatónak tekintendő eszközök és projektek finanszírozására fordítsák. A jogalkotó ennek megvalósítása érdekében magas szintű transzparenciát vár el és a jelenleg elérhető piaci standardoknál lényegesen erősebb ellenőrzési rendszert kíván meghonosítani, amely az ESMA felügyeleti jogkörével bezárólag több szűrő beépítésén keresztül igyekszik biztosítani a bevételek megfelelő felhasználását és a befektetők hiteles tájékoztatását.

## 5. ASEAN Standardok

### 5.1. Kötvény standardok

**Az ASEAN standardokat az ICMA standardok alapján hozták létre.** Az ASEAN standardokat az ASEAN Capital Markets Forum (ACMF) dolgozta ki, amely a 10 ASEAN ország tőkepiaci szabályozóit tömöríti magába és elsődleges feladata a térség tőkepiacainak integrálása és az együttműködés erősítése. A fenntarthatóságot célzó befektetési lehetőségek iránti növekvő keresletre reagálva, valamint kiemelve az ASEAN országok klímaváltozásnak való erős kitettségét az ACMF létrehozta a korábban bemutatott Green Bond Principles, Social Bond Principles és Sustainability Bond Guidelines mintájára sorrendben az ASEAN Green Bond Standards (AGBS), az ASEAN Social Bond Standards (ASBS) és az ASEAN Sustainability Bond Standards (ASUS) elnevezésű standardokat.<sup>36</sup> A standardok esetében így a 4 fő komponens a korábban bemutatott ICMA standardokhoz hasonlóan:

- A bevételek megfelelő felhasználása
- A támogatott projektek értékelésének és kiválasztásának folyamata
- A bevételek kezelése
- Riportálás

**Az ASEAN standardok célja a transzparencia, a konzisztencia és az uniformitás erősítése.** A standardok ezenkívül hozzájárulnak új eszközosztályok fejlődéséhez is, csökkentik a due diligence-szel kapcsolatos költségeket és a befektetőket is segítik a döntéshozatalban. Az ASEAN standardok továbbá az ICMA tágabb irányelvei mellett addicionális kritériumokat is meghatároznak.

---

<sup>36</sup> Development of a Sustainable Asset Class in ASEAN: Fact Sheet <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/Development%20of%20Sustainable%20Asset%20Class%20in%20ASEAN%20%20Factsheet.pdf>

**Az ASEAN zöldkötvény standardját, vagyis az ASEAN Green Bond Standards-ot 2017 novemberében adták ki, majd 2018-ban felülvizsgálták.** A zöldkötvények esetében a kibocsátásból befolyó bevételeket már az ASEAN Taxonómia megjelenése előtt is olyan projektek finanszírozására fordították, mint például a megújuló energia, energiahatékonyság, szennyezés megelőzés és kontroll, tiszta közlekedés, adaptáció a klímaváltozáshoz vagy zöld épületek építése. A fosszilis energiatermeléssel kapcsolatos projektek azonban kizárásra kerültek az elfogadható tevékenységek közül. A Green Bond Principles ajánlásainak megtartásán felül elvárás, hogy a zöldkötvény kibocsátójának vagy a kibocsátásnak földrajzilag vagy gazdaságilag kapcsolódnia kell a régióhoz, így a kibocsátónak az ASEAN országok egyikében kell működnie, vagy a finanszírozni kívánt projektnek oda kell kapcsolódnia, amellett, hogy a kibocsátásnak kötelezően valamely ASEAN országban kell történnie. A kötvény futamideje alatt a kibocsátónak közzé kell tennie a szükséges információkat honlapján. A kibocsátóknak kötelező legalább évente riportálniuk, de ajánlott az évesnél gyakoribb riportálási periódus. A riportban kvalitatív és kvantitatív indikátorok, metrikák alkalmazása egyaránt javasolt. A külső minősítés önkéntes, de a minősítő vonatkozásában elvárt a releváns szakértelem és tapasztalat, továbbá a minősítésnek elérhetőnek kell lennie egy publikus honlapon.<sup>37</sup>

**Szintén 2017 novemberében került kiadásra az ASEAN szociális projekteket célzó standardja, az ASEAN Social Bond Standards.** A szociális kötvények esetében a kibocsátásból befolyó bevételeket jellemzően olyan szociális projektek finanszírozására fordítják, mint például a megfizethető lakhatás és infrastruktúra, az alapvető szolgáltatásokhoz való hozzáférés biztosítása, a munkahelyteremtés vagy az ételbiztonság. Nem elfogadhatóak azonban az olyan tevékenységek, amelyek negatív szociális hatást gyakorolnak, így az alkohollal, dohányossal, szerencsejátékkal és fegyverekkel kapcsolatos projektek sem. Az ASEAN szociális kötvényeire a zöldkötvény standardokkal megegyező technikai feltételek érvényesek, például a kibocsátás, a kibocsátás, a bevételek felhasználása, a riportálás és a külső minősítés tekintetében is.<sup>38</sup>

**Az ASEAN Sustainability Bond Standards, vagyis az ASEAN fenntarthatósági kötvény egyszerűen a zöld és szociális kötvény standardok együttes használata.** A fenntarthatósági kötvény standard nagyon egyszerűen került meghatározásra. Egy ASEAN Sustainability Bond kibocsátójának egyszerre meg kell felelnie az ASEAN Green Bond Standards-nak és az ASEAN Social Bond Standards-nak is. A befolyó bevételeket pedig természetesen nem szabad semelyik standard által kizárt projekt finanszírozására fordítani.

---

<sup>37</sup> ACMF: ASEAN Green Bond Standards <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/AGBS2018.pdf>

<sup>38</sup> ACMF: ASEAN Social Bond Standards <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/ASBS2018.pdf>

## 5.2. Taxonómia

**2021-ben kiadásra került az ASEAN taxonómiája.** 2021 novemberében az ASEAN Taxonomy Board (ATB) kiadta az ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance-t (ASEAN Taxonomy), a fenntarthatósággal kapcsolatos finanszírozásról szóló taxonómia első változatát. A taxonómia referenciapontként szolgál a tőke és a finanszírozás becsatornázására a régió rendszerszintű fenntarthatóvá alakításának érdekében. A taxonómia ezenkívül egy közös nyelvként is szolgál az eltérő szabályozással rendelkező ASEAN tagországok számára, amely segítséget nyújt a gazdasági tevékenységek és pénzügyi instrumentumok zöld címkézésének koordinálásában.<sup>39</sup>

**Az ASEAN taxonómiát 5 alapelv mentén határozták meg.** Egyrészt a taxonómia lesz az átfogó iránymutatás a tagállamok számára, ami biztosítja a közös nyelvet és kiegészíti a nemzeti fenntarthatósági kezdeményezéseket. Másrészt a taxonómia figyelembe veszi a széles körben használt egyéb taxonómiákat és segíti a fenntartható gazdaságba való átmenetet az ASEAN tagországi számára. Harmadrészt a taxonómiának inkluzívnak és minden tagállam számára előnyösnek kell lennie. Negyedrészt hiteles keretrendszert kell biztosítani, beleértve a definíciókat és ahol lehet tudományos alapokra kell épülnie. Végül a taxonómiának összhangban kell lennie a tőkepiacok, a bank és a biztosítási szektorok már megtett intézkedéseivel.

**Az ASEAN taxonómiája kétszintű rendszer.** A taxonómia első szintje, pillére a Foundation Framework (FF) a gazdasági tevékenységek kvalitatív módon történő értékelését teszi lehetővé, míg a második pillér, a Plus Standard (PS) kvantitatív, amely metrikákat és küszöbértékeket használ az elfogadható zöld tevékenységek meghatározására. A Foundation Framework része a 4 környezeti cél és a 2 alapvető kritérium meghatározása. A Plus Standard ad további iránymutatást és meghatározza a tevékenység szintű kritériumokat.

**A taxonómia 4 környezeti célt határoz meg.** Az ASEAN taxonómiája a Párizsi klímacélokkal összhangban 4 környezeti célt határoz meg, melyek a következő ábrán láthatóak.

---

<sup>39</sup> ASEAN Sectoral Bodies Release ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance – Version 1 <https://asean.org/asean-sectoral-bodies-release-asean-taxonomy-for-sustainable-finance-version-1/>

**6. ábra**  
**Az ASEAN taxonómia 4 környezeti célja**



A klímaváltozás  
mérséklése



Alkalmazkodás  
a klímaváltozáshoz



Az egészséges ökoszisztémák  
és a biodiverzitás védelme



Erőforrás hatékonyság és átmenet  
a körforgásos gazdaságba

Forrás: saját szerkesztés az ACMF ASEAN taxonómia alapján

**A Foundation Framework részeként további 2 kritérium került meghatározásra.** Ahogy korábban említésre került a Foundation Framework részeként a 4 környezeti cél mellett 2 kritériumot is meghatároztak a taxonómiában. Az egyik ilyen kritérium a Do no significant harm (DNSH), ami hasonlóan az EU Taxonómiában használt meghatározáshoz azt jelenti, hogy a valamelyik célnak megfelelő tevékenység nem sértheti a többi célt. A másik ilyen kritérium, hogy a tevékenységeket értékelni kell az elindulásakor a kockázatok és hatások eliminálása vagy minimalizálása érdekében.

**A Plus Standardban meghatározottak szerint prioritáltak bizonyos szektorok.** A tevékenységek pontos besorolásához az ASEAN taxonómia az International Standard Industrial Classification (ISIC) rendszerét használja, mivel ez kompatibilis az ASEAN országok klasszifikációs rendszereivel. A szektorok közül a bruttó hozzáadott érték és az üvegházhatású gáz kibocsátások alapján 6, úgynevezett fókusz szektor került a prioritált szektorok közé. Ezen 6 szektor teszi ki a bruttó hozzáadott érték 55 százalékát és az üvegházhatású gáz kibocsátás 85 százalékát az ASEAN országokban. Különböző súlyozásokkal ezen 6 szektort is rangsorolták, melyek a következők:

1. Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás és halászat
2. Feldolgozóipar
3. Villamosenergia-, gáz-, hőellátás, légkondicionálás
4. Szállítás, raktározás
5. Építőipar, ingatlanügyletek
6. Vízellátás, szennyvíz gyűjtése, kezelése, hulladékgazdálkodás, szennyeződésmen-  
tesítés

**A taxonómia mindkét szintjén 3 szín alapján történik a csoportosítás.** Ezen színek a zöld, a borostyánsárga és a piros. A taxonómia első verziójában a szín klasszifikáció részeként a 4 környezeti cél közül csak az első, a klímaváltozás mérséklése került bemutatásra. A további környezeti célkitűzések a későbbi verziókban kerülnek majd bemutatásra. Az első célra vonatkozóan zöldnek tekinthető az a tevékenység, ami egyértelműen hozzájárul a klímaváltozás mérsékléséhez. Borostyánsárga, amely hozzájárul a dekarbonizációhoz, és bár környezeti károkat is okoz, de ezek valamilyen formában kezelésre kerülnek. Piros, ami nem járul hozzá a mérsékléshez, vagy nem tesz eleget az alapvető kritériumoknak.<sup>40</sup>

### 5.3. Összegzés

**Az ASEAN standard tehát egy regionális standard, amely célja a transzparencia és az uniformitás erősítése, valamint a befektetések ösztönzése.** Az ASEAN az ICMA irányelveire épít, illetve ezeket egészíti ki a régió fenntarthatóságát, zöld fejlődést célzó plusz kritériumokkal. A regionális jelleg nagyon hangsúlyos, a cél az ASEAN országok és piacai közötti együttműködés biztosítása. Az ASEAN standard nem a szigorú szabályokat célozza, sokkal inkább a minimum feltételekre épít, amely a piac korai fejlődési stádiumában biztosította a zöld befektetések, beruházások ösztönzését, ugyanakkor az ASEAN taxonómia létrehozása már a szabályok fokozatos szigorításának irányába mutat.

**Az ASEAN zöld kezdeményezései sok hasonlóságot mutatnak az EU-s intézkedésekkel.** A korábbiakban bemutatottaknak megfelelően az ASEAN Green Bond Standards explicit, az európai zöldkötvény standard pedig implicit módon épít az ICMA irányelveire, másrészt pedig a taxonómiák között is nagy az átfedés a környezeti célokban és a „do no significant harm” kritérium alkalmazásában<sup>41</sup>.

## 6. Kínai zöldkötvény irányelvek

**A kínai zöldkötvény standardok a kínai gazdaságot célozzák a hazai sajátosságok figyelembevételével mellett és nem nemzetközi standardok.** Fontos az elején leszögezni, hogy a korábban említett nemzetközi standardokkal ellentétben a kínai szabályozás elsősorban a hazai sajátosságok figyelembevételével készült, kínai szervezetek hozták létre őket és a hazai zöld projektek finanszírozása, Kína gazdaságának zöld transzformációja a célja.

---

<sup>40</sup> ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/ASEAN-Taxonomy.pdf>

<sup>41</sup> Az Európai Zöldkötvény Standard vonatkozásában az Európai Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottságának Jelentése lehetővé teszi az EU Taxonómiának megfeleltethető taxonómiák elfogadását. Az elfogadás alapján az európai zöldkötvények bevételeiből is finanszírozhatóvá válnak az elfogadott taxonómia országában futó, taxonómiának megfelelő projektek is. A taxonómiák közötti átfedés és taxonómiai megfeleltetéshez hasonló kezdeményezések jelentős előrelépést jelenthetnek a globális egységesítési törekvések tekintetében.



**A kínai zöldkötvények kibocsátására 3 irányelv is létezik a kibocsátó függvényében.** A pénzügyi szervezetek által kibocsátott zöldkötvényeknek a kínai jegybank (People's Bank of China, PBOC) és egyéb szervezetek segítségével létrehozott Green Bond Endorsed Project Catalogue-nak kell megfelelniük. A vállalati zöldkötvényeknek és általában a tőzsdére be nem vezetett vállalatok zöldkötvényeinek a National Development and Reform Commission (NDRC) Green Bond Guidelines rendelkezéseivel kell összhangban lenniük. Végül a tőzsdére bevezetett vállalatok zöldkötvényeinek és az eszközfedeztetű zöld értékpapíroknak a China Securities Regulatory Commission (CSRC) Guidelines for Supporting Green Bond Development előírásainak kell megfelelniük.<sup>42</sup>

**2015-ben publikálták a Green Bond Endorsed Project Catalogue első változatát, amely meghatározza a pénzügyi vállalatok számára a kibocsátott zöldkötvények által finanszírozható zöld projektek körét.** A jegyzék alapján a környezeti kihívások miatt szükséges a kínai gazdaság zölddé és fenntarthatóvá alakítása. A pénzügyi rendszernek kiemelt szerepe van az erőforrások elosztásában, az ipar újrastrukturálásában és a zöld gazdaságba történő átmenetben. Korábban nem voltak meghatározva kritériumok és lehetséges finanszírozási célok, amely tényezők ellenőztötték a befektetéseket. A jegyzék ezen kívánt segíteni a finanszírozható zöld célok meghatározásával, támogatva a zöld projekteket és a zöldkötvények elterjedését. A jegyzékben prioritálásra kerültek a direkt hatással járó zöld projektek. A lehetséges zöld projekteket 6 kategóriába csoportosították: energiamegtakarítás, szennyezés megelőzés és kontroll, erőforrás megóvás és újrahasznosítás, tiszta közlekedés, tiszta energia, valamint ökológiai védelem és alkalmazkodás a klímaváltozáshoz. A 2015-ös katalógusban ugyanakkor még elfogadták például a szén tiszta használatát célzó projekteket is.<sup>43</sup>

**2021-ben a PBoC vezetésével egy új Green Bond Endorsed Project Catalogue került publikálásra.** A 2021. július 1. napján hatályba lépett legfrissebb, részletes katalógusban a 6 fő kategória is megváltozott, a főbb kategóriák a következők:

1. **Energiamegtakarítás és környezetvédelem** – Ide tartoznak többek között az energiahatékony eszközök, építőanyagok gyártása, a szennyvíz kezelés, újrahasznosítás és mindenfajta szennyezés megelőzés és kezelés.
2. **Tiszta termelőipar** – Például az agrár és ipari termelő vállalatok energiahatékony-ságának javítása, károsanyag kibocsátásuk csökkentése és ezen anyagok kezelése.
3. **Tiszta energiaipar** – Ebbe a kategóriába tartozik az összes megújuló energiával kapcsolatos projekt, így a szél-, nap- és vízenergiához kapcsolódó projektek –

<sup>42</sup> Chinese domestic Green Bond Channel <https://www.bourse.lu/chinese-domestic-green-bond-channel>

<sup>43</sup> China Green Bond Endorsed Project Catalogue (2015 Edition) <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?cid=79&id=468>

erőművek létrehozása, termékek gyártása. A tiszta energia kategóriájában a tiszta nukleáris energiához kapcsolódó projektek is finanszírozhatóak zöldkötvényekkel.

4. Ökológiai és környezeti szektor – Jellemzően a környezetbarát mezőgazdaságot, az erdők védelmét és megfelelő hasznosítását, valamint az állatvilág védelmét célzó projekteket foglalja magába ez a kategória.
5. Infrastruktúra fenntartható fejlesztése – A finanszírozható infrastrukturális projektek közé tartozik a városok fűtési és energia rendszerének fejlesztése, a zöld lakó- és kereskedelmi ingatlanok, valamint a földi, vízi és légi közlekedéssel kapcsolatos projektek.
6. Zöld szolgáltatások – A zöld szolgáltatások talán a legérdekesebb kategória, ami újonnan került bele a katalógusba. Ide tartozik a zöld tanácsadás, felmérési szolgáltatások, zöld audit szolgáltatások, menedzselési szolgáltatások, projekt értékelések és a minősítések is.<sup>44</sup>

Fontos kiemelni, hogy ebben a katalógusban már nem szerepelnek a szén és egyéb fosszilis tüzelőanyagok a zöldkötvények bevételeiből finanszírozható projektek között.<sup>45</sup>

**A finanszírozható projektek mellett egyéb javaslatokat és elvárásokat is megfogalmaznak.** A zöld katalógusban foglaltaknak való megfelelés mellett a nemzetközi standardokhoz hasonlóan ajánlott a környezeti hatás monitorozása és riportálása. Ajánlott továbbá a kibocsátók számára külső minősítés megszerzése, továbbá ennek nyilvánosságra hozatala is. Továbbá kötelező elvárás a külső minősítést végző vállalat akkreditációja.<sup>46</sup>

## 7. Összegzés

**A zöldkötvény-piacra a folyamatos fejlődés és növekedés mellett továbbra is jellemző a kiforrotlan szabályozásból adódó heterogenitás.** A piac 2007-es létrejötte óta jelentős változáson esett át. A zöldkötvény kibocsátási volumen évről-évre dinamikusan növekszik, a szabályozás pedig egyre inkább fejlődik és mélyül. A szabályozás íve jól látható, tekintve, hogy a piac elindulásakor nem voltak szabályok, majd lassan ajánlási jelleggel megjelentek, a közelmúltban pedig egyre részletesebbek lettek és helyenként kötelezővé váltak. Megfigyelhető tehát egy szigorítási trend, amely napjainkban is zajlik és amelyre álláspontunk szerint nagy

---

<sup>44</sup> Green Bond Endorsed Projects Catalogue (2021 Edition) <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf>

<sup>45</sup> People's Bank of China Green Bond Endorsed Project Catalogue (2020 Edition) <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/peoples-bank-china-green-bond-endorsed-project-catalogue-2020-edition>

<sup>46</sup> Sustainability standards and labels [https://www.bourse.lu/sustainability\\_standards\\_and\\_labels](https://www.bourse.lu/sustainability_standards_and_labels)

szükség van a zöldkötvény-piacon. A fejlődés földrajzi aspektusban is jelentős, amelyet jól mutat, hogy 2021-ben már összesen 58 különböző országban és 33 különböző pénznemben bocsátottak ki zöldkötvényeket<sup>47</sup>. Az egyes zöldkötvény piacok fejlettségi szintje és a kibocsátások zöld minősége ugyanakkor meglehetősen eltérő. A piac földrajzi terjeszkedésével megjelent az egységesítés iránti igény, amelynek egyik leképződése a régiós szabályok kialakulása és a régiós szabályok egymáshoz való közelítése.

**A harmonizáció és erős szabályozás, valamint a rugalmasság között átváltások lehetnek.** A harmonizáció könnyebben érthetővé teszi az egyes standardok eltérő szabályrendszereit, ami megkönnyíti a kibocsátásokat és a befektetők számára is egyszerűbb helyzetet teremt. Az erős, részletesen definiált szabályok biztosítják a transzparens piacot és megakadályozzák a zöld jelleggel való visszaéléseket. Ugyanakkor a túlszabályozottság és a túl erős harmonizáció csökkenti a rugalmasságot, ellenőszönözheti a kibocsátásokat, egyrészt az adminisztratív költségek növekedése, másrészt az egyedi tényezők és szempontok figyelembe vehetőségének alacsonyabb foka miatt.

**A önszerveződés alapú fejlődés határainak elérésével a minél erősebb és részletesebb szabályozás kidolgozása látszik indokoltnak.** A jelenlegi tapasztalatok alapján úgy tűnik, hogy a piac csak addig a pontig képes önszerveződő alapon fejlődni, ameddig a zöld szempontok még nem írják felül az üzleti érdekeket. Persze ezt a pontot kötelező szabályok nélkül, egyéb ösztönzők mentén sokáig lehet tolni, de a ponton túl már mindenképp szükséges jogi kötőerővel bíró szabályokat alkalmazni. Jelenlegi tudásunk szerint a zöld fordulat elérése és a fenntartható finanszírozás megvalósítása érdekében az üzleti érdekek valamelyest mindenképpen háttérbe szorulhatnak, amely jelentős gátat szab a zöldkötvény-piac további organikus fejlődésének.

**A kibocsátási szabályok megalkotásán túl, a következő kulcsfontosságú feladatkört a szabályok betartatása és a zöld célok teljesítésének elmaradása esetén alkalmazandó szankciós keretek kialakítása jelenti.** A zöldkötvény standardok jelenleg nem tartalmaznak szabályokat arra az esetre, ha a kibocsátó nem teljesíti a kibocsátás során kilátásba helyezett fenntarthatósági célokat (green default). A zöld célú befektetések egyik legfontosabb aspektusa a zöld jelleg. A piac megfelelő működése érdekében szükség van olyan garanciák kialakítására, amelyek ösztönzik a kibocsátót a zöld célok teljesítésére, egyúttal megteremtik a kibocsátó felelősségét a zöld célok teljesítésének elmaradása esetén. A green default esetén alkalmazható szankciók kialakítása és az ezzel kapcsolatos polgári jogi felelősségi szabályok kialakítása a zöldkötvény-piac egyik legnagyobb kihívása. A keretek és a szabályok

---

<sup>47</sup> Sustainable Debt Global State of the Market 2021 [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02f.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02f.pdf)

kidolgozásának szisztematikus továbbvitele ugyanakkor a folyamatos bővülést és hosszútávú sikert biztosíthatja ezen még felszálló ágban lévő piaci szegmens számára.

## Felhasznált irodalom

ASEAN Capital Markets Forum. (2018). *ASEAN Green Bond Standards*. <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/AGBS2018.pdf>

ASEAN Capital Markets Forum. (2018). *ASEAN Social Bond Standards*. <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/ASBS2018.pdf>

ASEAN Capital Markets Forum. (2021). *ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance*. <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/ASEAN-Taxonomy.pdf>

ASEAN Capital Markets Forum. (n.d.). *Development of a Sustainable Asset Class in ASEAN: Fact Sheet*. <https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/Development%20of%20Sustainable%20Asset%20Class%20in%20ASEAN%20%20Factsheet.pdf>

Association of Southeast Asian Nations. (2021). *ASEAN Sectoral Bodies Release ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance – Version 1*. <https://asean.org/asean-sectoral-bodies-release-asean-taxonomy-for-sustainable-finance-version-1/>

Association of Southeast Asian Nations. (n.d.). *The Founding of ASEAN*. <https://asean.org/about-asean/the-founding-of-asean/>

Badenhoop, N. (2022). *Green Bonds: An assessment of the proposed EU Green Bonds Standard and its potential to prevent greenwashing*. [https://www.europarl.europa.eu/Reg-Data/etudes/STUD/2022/703359/IPOL\\_STU\(2022\)703359\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/Reg-Data/etudes/STUD/2022/703359/IPOL_STU(2022)703359_EN.pdf)

Climate Bonds Initiative. (2019). *Climate Bonds Standard Version 3.0*. <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v3-20191210.pdf>

Climate Bonds Initiative. (2020). *Climate Bonds Taxonomy*. [https://www.climatebonds.net/files/files/Taxonomy/CBI\\_Taxonomy\\_Tables-08A%20%281%29.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Taxonomy/CBI_Taxonomy_Tables-08A%20%281%29.pdf)

Climate Bond Initiative. (2022). *Sustainable Debt Global State of the Market 2021*. [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02f.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02f.pdf)

Európai Beruházási Bank. (n.d). *Climate Awareness Bonds*. <https://www.eib.org/en/investor-relations/cab/index.htm>

Európai Bizottság. (2019). *Az Európai Zöld Megállapodás*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019DC0640&from=EN>

- Fatin, L. (2022). *Certified Green Issuance Reaches \$200bn - Expansion of Climate Bonds Standard in 2022 – Basic Chemicals, Cement, Steel in pipeline*. 2022. január 11. <https://www.climatebonds.net/2022/01/certified-green-issuance-reaches-200bn-expansion-climate-bonds-standard-2022>
- Green Finance Committee of China Society of Finance and Banking. (2015). *China Green Bond Endorsed Project Catalogue (2015 Edition)*. <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?cid=79&id=468>
- International Capital Market Association. (2021). *Green Bond Principles 2021*. 2021. június. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>
- International Capital Market Association. (2021). *Guidelines for External Reviewers*. 2021. február. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Guidelines-for-GreenSocialSustainability-and-Sustainability-Linked-Bonds-External-Reviews-February-2021-170221.pdf>
- International Capital Market Association. (2021). *Handbook – Harmonised Framework for Impact Reporting*. 2021. június. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Handbook-Harmonised-Framework-for-Impact-Reporting-June-2021-100621.pdf>
- Luxembourg Stock Exchange. (n.d.). *Chinese domestic Green Bond Channel*. <https://www.bourse.lu/chinese-domestic-green-bond-channel>
- Luxembourg Stock Exchange. (n.d.). *Sustainability standards and labels*. [https://www.bourse.lu/sustainability\\_standards\\_and\\_labels](https://www.bourse.lu/sustainability_standards_and_labels)
- MTI. (2022). *Asztalra csapott a kínai elnök: sürgősen el kell érni a klímavédelmi célokat*. Portfolio. <https://www.portfolio.hu/uzlet/20220126/asztalra-csapott-a-kinai-elnok-surgosen-el-kell-erni-a-klimavedelmi-celokat-523183>
- People’s Bank of China. (2020). *Green Bond Endorsed Project Catalogue (2020 Edition)*. <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/peoples-bank-china-green-bond-endorsed-project-catalogue-2020-edition>
- People’s Bank of China. (2021). *Green Bond Endorsed Projects Catalogue (2021 Edition)*. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf>
- People’s Bank of China. (2021). *Chen Yulu: Green Finance’s “Three Functions” and “Five Pillars” for Realizing “30-60 Goals”*. <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688175/4205055/index.html>

Spinaci, S. (2022). *European green bonds: A standard for Europe, open to the world*. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS\\_BRI\(2022\)698870\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI(2022)698870_EN.pdf)

Világbank. (2019). *10 Years of Green Bonds: Creating the Blueprint for Sustainability Across Capital Markets*. <https://www.worldbank.org/en/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets>

# A magyarországi zöldkötvény-ökoszisztéma és a kapcsolódó jegybanki programok

Bécsi Attila – Bognár Gergely – Varga Márton

*Jelen tanulmány célja, hogy komplex áttekintést adjon a magyar piacon kibocsátott zöld jelzaloglevelek és vállalati kötvények fenntarthatósági aspektusairól. Az elemzés a zöld kötvény keretrendszerek, az egyes kibocsátók üzleti profilja és a nyilvánosan elérhető adatok alapján feltárja a kötvénykibocsátásokból bevont forrás felhasználásának lehetséges hatásait, különös tekintettel a magas szintű fenntarthatósági célokra, a vállalatok által megvalósítani kívánt lépésekre, valamint a környezeti teljesítménymutatókra. A tanulmány emellett összefoglalja a piac lényeges jellemzőit, és a vizsgált adatok alapján átfogó képet nyújtva elemzi a születőben lévő hazai zöldkötvény-ökoszisztéma legfontosabb gazdasági aspektusait.*

## 1. Bevezetés

**A klímaváltozás negatív hatásai által jelentett kockázatok hatékony kezelése érdekében elengedhetetlen a gazdasági és pénzügyi rendszereink fenntarthatósági szempontok mentén való átalakítása, melyben érdemi szerep juthat a zöld pénzügyi termékeknek.** A Gazdasági Együttműködés és Fejlesztési Szervezet (OECD) becslései szerint<sup>1</sup> első lépésként 2030-ig évi 6900 milliárd dollár globális szintű befektetésére lenne szükség ahhoz, hogy érdemi elmozdulás legyen elérhető a 2050-ig megcélzott nettó zéró emisszió irányába. Ilyen volumenű tőkeallokáció önmagában költségvetési forrásokból nem fedezhető, ezért a folyamat a magánszektor forrásainak érdemi mobilizálását is megköveteli. Ezek becsatornázását teszik lehetővé az olyan fenntarthatósági pénzügyi termékek, mint a zöld vállalati kötvények és a zöld jelzaloglevelek (Lóga – Bognár, 2021). A fenntarthatósági pénzügyi termékek mindegyike az alacsony szén-dioxid kibocsátású, az éghajlatváltozás hatásaival szemben ellenállóképes és környezetileg fenntartható gazdaságra való áttérést hivatott katalizálni, ugyanakkor az előbbi két értékpapírtípusra épülő piaci szegmens fejlődése azt célozza, hogy a fenntarthatósági célokat szolgáló forrásbevonás, hitelfelvétel egyre kedvezőbb feltételek mellett legyen elérhető egyre szélesebb kör számára. Jelen tanulmány a jegybank fenntarthatósági célokhoz is hozzájáruló programjainak első eredményeit mutatja be.

<sup>1</sup> OECD: Befektetés a klímába, befektetés a növekedésbe ([https://read.oecd-ilibrary.org/economics/investing-in-climate-investing-in-growth\\_9789264273528-en](https://read.oecd-ilibrary.org/economics/investing-in-climate-investing-in-growth_9789264273528-en))

**Az elmúlt években a zöld kötvények a tőkepiacok megkerülhetetlen elemeivé váltak.** Általánosságban zöld kötvények alatt olyan adósságinstrumentumokat értünk, melyeken keresztül a realizált forrásbevonásból környezetileg fenntartható aspektussal rendelkező projektek finanszírozása történik, így nyújtva a befektetők számára lehetőséget a klíma- és környezeti kockázatok kezelésére (Clapp et al., 2016). A zöld kötvényeken és jelzálogpapírokon kívül természetesen számos egyéb pénzügyi eszköz létezik, amely környezeti, társadalmi és irányítási (ESG) célkitűzéseket foglal magába, vagy fenntarthatósági mutatókhoz van kötve. E tanulmány ugyanakkor kizárólag a zöld kötvények vizsgálatára törekszik, azzal a céllal, hogy a magyar piac sajátosságait térképezze fel.

**A zöld kötvények szegmense az utóbbi időben több vezető jegybank figyelmét is felkeltette, és közülük egyre több vizsgálja annak lehetőségét, hogy az árstabilitásra vonatkozó elsődleges küldetésük veszélyeztetése nélkül miként segítsék a gazdaság fenntarthatósági átalakulását.** A központi bankok fő feladataként rendszerint az árstabilitás feletti őrködés van meghatározva, ugyanakkor egyre több szakértő és nemzetközi szervezet érvel amellett, hogy a klímaváltozás következtében fellépő fizikai és átállási kockázatok veszélyt jelentenek a gazdasági és pénzügyi rendszer épségére, valamint az árstabilitásra, amelyek védelme aktívabb jegybanki szerepvállalást indokol. Az EKB igazgatósági tagja, Isabel Schnabel tanulmányában (Schnabel, 2021) felhívja rá a figyelmet, hogy amennyiben az éghajlati kockázatok érdemi kezelése nem történik meg, úgy az euroövezeti kereskedelmi bankok klímakockázatoknak leginkább kitett felső decilisének esetében a hitelportfóliók nemteljesítése 2050-ig 30 százalékos szintre emelkedhet. Boneva et al (2021) szerint a klímaváltozás hatásai befolyással vannak a gazdasági változókra (keresleti és kínálati oldalon egyaránt), valamint a monetáris transzmissziós mechanizmus erodálásán keresztül a jegybankok azon képességére, hogy az inflációs folyamatokat kontroll alatt tartsák. Hasonló megfontolások miatt több vezető jegybank (Riksbank, Bank of England) is vizsgálja annak lehetőségét, hogy például zöld eszközök vásárlásán keresztül hozzájáruljanak a fenntarthatósági célok eléréséhez, és a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzéséhez.

## 2. Zöld kötvények és sztenderdek

**A pénzügyi szektorban jelenleg nincs egységesen elfogadott definíció a zöld kötvényekre, ugyanakkor számos szervezet is saját sztenderdet dolgozott ki e papírok körének meghatározására.** A magyar piacon leginkább elterjedt megközelítések bemutatása érdemben segítheti a téma átfogóbb megértését.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Az alábbi ismertetőn túl a szabályrendszerek részletesebben a Tanulmánykötet Zöldkötvény standardok, mint a fenntartható finanszírozás alapjai című munkájában kerülnek bemutatásra.



**A Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA) által meghatározott Zöld Kötvény Elvek (Green Bond Principles, GBP) tekinthetők a globális zöldkötvény-piac legelterjedtebb sztenderdjének.** Az ICMA definíciója szerint zöld kötvénynek tekintünk „minden olyan kötvényinstrumentumot, melyeken keresztül a forrásbevonás teljes egésze új és/vagy meglévő zöld projektek részbeni vagy teljes finanszírozása vagy refinanszírozása történik, (...) illetve összhangban van a Zöld Kötvény Elvek négy központi elemével”.<sup>3</sup> E komponenseket kötelezően tartalmaznia kell a kibocsátáshoz kapcsolódó zöld kötvény keretrendszernek (*Green Bond Framework*). Az első és legfontosabb elem ezek közül a források felhasználása (*Use of Proceeds*), amely bemutatja azt, hogy az értékpapír-kibocsátásokon keresztül realizált forrásbevonás hogyan támogatja az olyan környezeti célokat, mint a klímaváltozás hatásainak csökkentése (mitigáció), vagy az e hatásokhoz történő alkalmazkodás (adaptáció), a természeti erőforrások és a biodiverzitás megőrzése, illetve a szennyezésmegelőzés és ellenőrzés. A többi fő komponensen keresztül az ICMA elvárja, hogy a kibocsátó mutassa be a projektek kiértékelésére alkalmazott módszerek helyességét (*Process for Project Evaluation and Selection*), kövesse a kötvényből származó források felhasználását (*Management of Proceeds*), valamint meghatározott időközönként nyilvánosan tájékoztassa a befektetőket a hitelcélokról és a zöld projekt pozitív hatásairól (*Reporting*). Az ICMA ugyancsak ajánlja, hogy a zöld kötvény kibocsátója jelöljön ki egy külső szakértőt, aki az értékpapír zöld keretrendszerét látja el kibocsátás előtti felülvizsgálattal. A külső minősítők olyan intézmények és tanácsadók, amelyek kiértékelik azt, hogy a zöld kötvény és a keretrendszer összhangban van-e az ICMA GBP-vel (Baji Gál Imréné et al.)

**A másik széles körben alkalmazott kötvényszabvány, a Klímakötvény Sztenderdek (Climate Bonds Standard, CBS) megalkotója a nem-kormányzati szervezetként működő Climate Bonds Initiative (CBI).** A CBI definíciója szerint a zöld kötvények olyan értékpapírok, amelyekből pozitív környezeti vagy klímahatást elősegítő projekteket finanszíroznak.<sup>4</sup> A CBI szabályrendszere ugyancsak meghatározza, hogy a klímakötvény hitelesítésének folyamatának miként kell történnie. A CBS esetében is szükséges a GBP-nél bemutatott négy központi elemnek való megfelelés, ugyanakkor a tanúsítás megszerzéséhez egy kibocsátás utáni hitelesítés is szükséges. Lényeges különbség, hogy a CBI saját taxonómiával rendelkezik, amely meghatározza a globális kibocsátási célkitűzések eléréséhez szükséges eszközöknek és projekteknek a körét. Jelenleg a CBS alapján kibocsátott adósságinstrumentumok a világszintű zöldkötvény-piacnak megközelítőleg ötödét teszik ki.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> ICMA Green Bond Principles 2021 <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

<sup>4</sup> CBI: Explaining green bonds <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>

<sup>5</sup> CBI: The Climate Bonds Certification Scheme [https://www.climatebonds.net/files/files/CBI\\_Certification\\_Brochure\\_Nov2020.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/CBI_Certification_Brochure_Nov2020.pdf)

A nemzetközi és az európai piacokon is széles körben elterjedt két sztenderd mentén az Európai Unió jelentős erőfeszítéseket tesz a zöldkötvény-univerzum egységesítésére, melynek eredményeként 2019 decemberében közzé tette az Európai Zöld Kötvény Standard (European Green Bond Standard, EUGBS) vonatkozó ajánlásait. Az ambiciózus Európai Zöld Megállapodás (European Green Deal) részét képező EUGBS célja az, hogy közös kritériumrendszert alkotva az európai zöld kötvényekre növelje a transzparenciát, valamint javítsa a fenntarthatósági eszközosztályok összehasonlíthatóságát. Az EUGBS főbb sajátosságai hasonlóak az ICMA GBP-hez és a CBI CBS-hez, azonban előírják, hogy az értékpapír feleljen meg a fenntartható tevékenységek kritériumait listázó EU Taxonómiának, továbbá a kötvénynek rendelkezni kell egy, az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) által elismert külső minősítő véleményével is (Lóga – Bécsi, 2021).

**Az Európai Unió Taxonómia rendeletének célja az, hogy segítse a kontinens 2050-ig megcélzott klímaselegességének elérését.** A keretrendszer által a fenntartható tevékenységekre biztosított átfogó definíciók lehetővé teszik a vállalatok, befektetők és döntéshozók számára, hogy megállapíthassák, mely tevékenységek minősülnek környezetileg fenntarthatónak. A Taxonómia így megteremti egy átláthatóbb piac alapjait, csökkentve a piac elaprózódását, valamint a fenntarthatósági célú befektetéseket is segíti.<sup>6</sup> A Taxonómia hat környezeti célkitűzést határoz meg, melyek közül a klímaváltozás hatásainak csökkentése és az azokhoz való alkalmazkodás már részletesen kidolgozott. A fennmaradó négy célkitűzés – a vizek és tengeri erőforrások fenntartható használata és védelme, a körforgásos gazdaságra való átállás, a szennyezésmegelőzés és ellenőrzés, illetve a biodiverzitás és ökoszisztémák védelme és helyreállítása – részleteinek kidolgozása ez év végére várható. Egy gazdasági tevékenység akkor áll összhangban a Taxonómiával, ha megfelel három, egymásra épülő kritériumnak (1. ábra).



<sup>6</sup> EU taxonomy for sustainable activities [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

### **3. A magyar vállalatikötvény- és jelzáloglevél-piac, valamint az azokhoz kapcsolódó jegybanki programok**

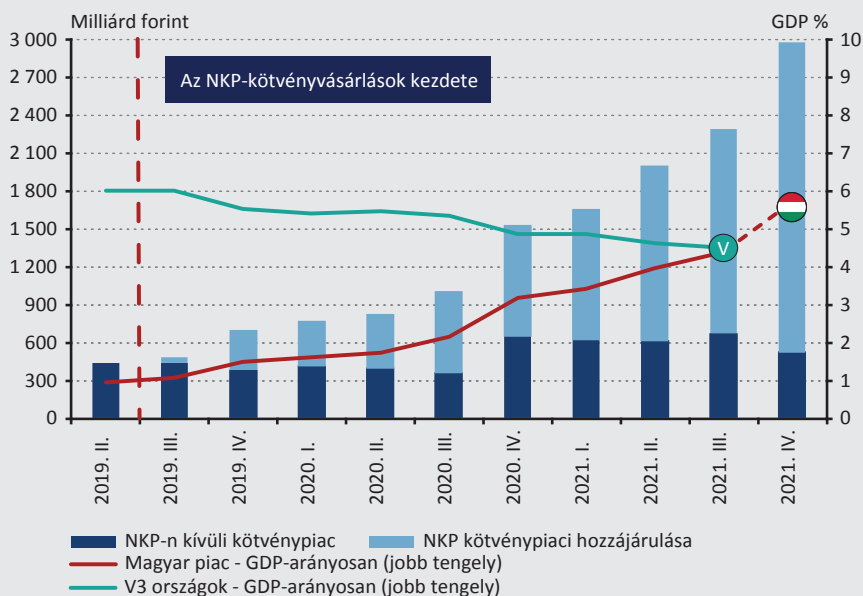
**Az átfogó megértés érdekében fontos a cégek által kibocsátott vállalati kötvények, valamint a hitelintézetek által forgalomba hozott jelzáloglevelek fő tulajdonságaiban megmutatkozó elsődleges különbségek bemutatása.** A vállalati kötvények olyan adósság jellegű kötelezettséget megtestesítő értékpapírok, amelyeket a vállalati kibocsátó azért hoz forgalomba, hogy tőkehelyzetét javítsa, beruházzon, adósságait refinanszírozza vagy vállalatfelvásárlást hajtson végre. E papíroknál a befektetők pénzt kölcsönöznek a kibocsátónak, aki cserébe (rendszerint a kötvénydokumentációban) jogi kötelezettséget vállal arra, hogy a tőketartozása után kamatot fizet, a tőke törlesztését pedig amortizálódó kötvény esetén már a futamidő alatt megkezdi, míg az ún. bullet típusú értékpapíroknál a futamidő végén, egy összegben teljesíti (Lóga et al., 2021). A jelzálogleveleket – vagy más szóval fedezett kötvényeket – szakosított hitelintézetek, vagyis jelzálogbankok bocsátják ki. Az európai és a magyar piacon a fedezetet rendszerint lakossági és kereskedelmi célú ingatlanokra felvett jelzáloghitelek jelentik, tehát a jelzálogkötvények ezen eszközök refinanszírozását szolgálják. Az utóbbi négy év során a magyarországi vállalati-, illetve jelzálogkötvény-piac dinamikus fejlődése volt megfigyelhető, amelyhez nagyban hozzájárult az MNB aktív piacfejlesztő szerepvállalása.

**2019 előtt a magyarországi vállalatok adósság alapú forrásbevonásában a bankhitelek dominanciája volt megfigyelhető, a kötvénykibocsátással pedig a cégeknek szűk köre élt csak, azonban az MNB Növekedési Kötvényprogramjának (NKP) köszönhetően a hazai vállalatikötvény-piac sikeresen zárkózott fel a regionális országok piacainak átlagához.** Az NKP elindítását megelőzően a vállalati kötvényeken keresztüli forrásbevonáshoz a hazai társaságoknak kis szegmense fért csak hozzá, a piac aggregált állománya pedig a bruttó hazai termék 1 százaléka körül mozgott. A jegybank azzal a céllal indította el az NKP-t 2019 júliusában, hogy a vállalatikötvény-piaci likviditás célzott növelése révén erősítse a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát, valamint hozzájáruljon a magyar vállalati szektor adósság szerkezetének diverzifikálódásához. A programnak köszönhetően 2021 végére a magyar vállalatikötvény-piac állománya az NKP indulása előtti sinthez képest nominálisan számítva meghétszereződött, GDP-arányosan pedig hatszorosára emelkedett, regionális sereghajtói pozícióból előbb elérve, majd meghaladva a többi visegrádi ország piacának átlagos szintjét (2. ábra). 2021 decemberének végén a teljes hazai kötvénypiaci állomány 83 százaléka kapcsolódott az NKP-hoz, a programon kívüli kibocsátások volumene pedig nem követte a kötvénypiac növekedésének dinamikáját. Ennek oka mindeneke előtt az, hogy a kötvénypiacon az NKP elindítása előtt is aktivitást mutató kibocsátók adósságaik megújítását a programon keresztül

valósították meg, élve az az által biztosított kedvező kibocsátási lehetőségekkel. Az NKP elindítása óta a vállalati kötvények programon kívüli forgalomba hozatala elsősorban olyan kibocsátókhoz kapcsolódik, amelyek az NKP részvételi feltételeinek nem feleltek meg, vagy már elérték a jegybanki vásárlásokra vonatkozó kitétségi plafont. 2021 decemberében az MNB Monetáris Tanácsa az NKP keretében folytatott jegybanki vásárlásoknak a hatályos keretösszeg kimerülését követő lezárásáról döntött, annak érdekében, hogy a felfelé mutató inflációs kockázatok kezelésére a jegybank monetáris politikai eszköztárának minden eleme a monetáris kondíciók szigorításának irányába mutasson.

## 2. ábra

### A hazai székhelyű nem pénzügyi vállalatok kötvénypiacának felzárkózása a regionális országok átlagához



Megjegyzés: A magyar vállalatikötvénypiac GDP-arányos méretének 2021 negyedik negyedévére vonatkozó adata az MNB becslése alapján.

Forrás: Eurostat, MNB, KSH

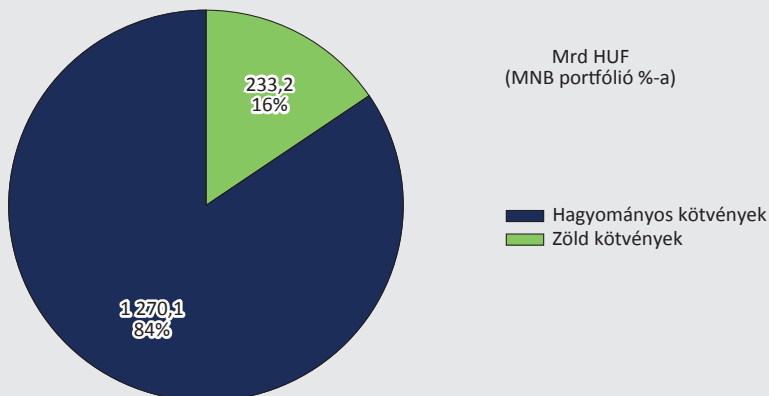
**Az MNB a kötvényprogram indulásakor nem határozott meg zöld célt, ugyanakkor az NKP keretében bocsátották ki az első zöld vállalati kötvényt, a program pedig immanens módon járult hozzá ahhoz, hogy a fellendülő magyarországi vállalatikötvény-piacon szerves módon épüljön ki a zöld adósságinstrumentumok alszegmense.** A jegybank Monetáris Tanácsa az NKP elindításakor nem definiált explicit zöld célokat, így valamennyi olyan vállalati kötvényből vásárolt, amelyek esetében mind a kibocsátó, mind pedig értékpapírja megfelelt a kötvényprogram

hatályos terméktájékoztatójának. Az NKP ugyanakkor elsődleges céljának, a vállalatikötvény-piaci likviditás növelésének sikeres elérése mellett számos közvetett módon is segítette a magyar vállalati szektor versenyképességének növekedését. Ezek egyikeként eredményesen járult hozzá ahhoz, hogy a dinamikus fejlődő kötvénypiacon szerves módon fejlődjön ki a fenntarthatósági minősítést szerzett adósságinstrumentumok alszegmense. A magyar tőkepiac történelmi mérföldköveként az NKP keretében került sor hazánk első zöld vállalati kötvényének forgalomba hozatalára. 2020 augusztusában az ingatlanfejlesztéssel foglalkozó CPI Magyarország Kft. 30 milliárd forintos összesített névértékben bocsátott ki zöld minősítést szerzett kötvényeket. 2022 februárjának végéig összesen további 18 zöld vállalati kötvény került a piacra, melyeken keresztül a kibocsátó vállalatok mintegy 402 milliárd forintnyi bevont forrást fordíthatnak fenntarthatósági vonatkozású hitelcélokra.

**2022 februárjának végéig az összes hazai zöld vállalati kötvény kibocsátására az NKP keretrendszerében került sor, a zöld minősítést szerzett értékpapírok jegybanki vállalatikötvény-portfólióján belüli aránya pedig nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedőnek minősül.** Az eddig forgalomba hozott 19 magyarországi zöld vállalati kötvény-sorozatból az MNB névértéken számítva több mint 233 milliárd forintnyi volumenben vásárolt, melynek révén a jegybank által tartott teljes vállalati kötvény-állománynak több mint 16 százalékát teszik ki a vállalatok által kibocsátott zöld adósságinstrumentumok (3. ábra), ez az arány pedig még a vezető jegybankok között is kiemelkedőnek minősül. Összevetésként, az Európai Központi Bank (EKB) vállalati kötvény-portfólióján belül a zöld értékpapírok aránya az intézmény korábbi kommunikációja és a szakértők becslései szerint mindössze 3 és 5 százalék közé tehető.

3. ábra

A zöld vállalati kötvények aránya az MNB vállalati kötvény-portfóliójában (2022. február)



Forrás: MNB

**A jelzáloglevelek piaca monetáris politikai és pénzügyi stabilitási szempontból egyaránt kulcsfontosságú az MNB számára.** A magyar jegybank 2018 óta három eszközvásárlási programot vezetett be ezen a piacon, amelyek közül legutoljára 2021 augusztusában a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program került meghirdetésre. A Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program fő stratégiai célja, hogy célzott vásárlások révén járuljon hozzá a hazai zöld jelzálogkötvény-piac fejlődéséhez, ezáltal pedig ösztönözze a zöld jelzáloghitelezési folyamatokat. A jegybanki program így közvetett módon támogathatja a megfelelő energiahatékonyságú ingatlanok építését, segítve ezzel egy egészségesebb szerkezetű hazai ingatlanpiac kiépülését. Az MNB a program keretében a két legelismertebb nemzetközi sztenderd (ICMA GBP és CBI CBS) egyikének való megfelelést várja el, ami hozzájárul egy likvid és transzparens piac kialakulásához. A program összhangban van a Jelzálog-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) módosításával, melynek köszönhetően a jegybank keresleti és kínálati oldalon egyaránt stimulálja a zöld jelzáloglevelek kibocsátását. Az elmúlt közel egy évben mind az öt hazai jelzálogbank bocsátott ki zöld jelzálogkötvényeket, összesen 156 milliárd forint névértékben, amelyből a program keretében az MNB 60 milliárd forintos volumenben vásárolt.

#### **4. Kutatási kérdések, adatok és módszertan**

Tanulmányunk kutatási kérdései a következők voltak:

- (1) Mik a magyar zöld vállalatikötvény-, illetve jelzáloglevél-piac általános jellemzői az európai piacok összevetésében?**
- (2) Hogyan jellemezhetők a zöld vállalati stratégiák és a kapcsolódó intézkedések, a követett célkitűzések, a zöld mérőszámok, és a vállalati zöld tudatosság alapján? Ehhez a kötvények keretrendszerét, valamint a nyilvánosan elérhető vállalati adatokat vettük figyelembe, ágazati alapon csoportosítva a magyarországi zöldkötvény-ökoszisztémát.**

Elemzésünk során 23 zöld kibocsátó által 2020 augusztusa és 2022 áprilisa között kibocsátott értékpapírokat vizsgáltuk.

Az (1). kutatási kérdés esetében megvizsgáljuk a kötvénypiac méretét, a piaci szerkezetet és a kibocsátók által meghatározott futamidőket, összevetve a magyarországi, illetve az európai piacok aggregált állományait. Kutatásunk nyilvános adatokat használt fel, a vizsgálatunk időhorizontja 2022 áprilisáig tart.

A (2). kutatási kérdés feltárására nemzetgazdasági ágazati felosztást alkalmaztunk a piac széles, gazdasági spektrumon történő megértése céljából. Megközelítésünk a vállalati kötvényeket és jelzálogleveleket egy eszközkategóriaként kezeli, mert célunk elsősorban a zöld kötvények gazdasági hatásának vizsgálata, nem a pénzügyi

termék szempontú különbségtétel. Az elemzésünkhöz felhasznált elsődleges forrásokat a kötvények zöld keretrendszere és a kibocsátók által a forgalomba hozatal kapcsán elérhetővé tett nyilvános adatok képzik. Figyelembe véve e dokumentumok egységesített formátumát, illetve a zöld piaci konvenciók fejlődését, a rendelkezésre álló adatokból klaszterek alakíthatók. **Tanulmányunk fokozatosan rétegzí az adatokat abból a célból, hogy a kibocsátók zöld finanszírozással kapcsolatos tevékenységének minden jellemzőjét feltérképezzük.** Megközelítésünk hasonlóságokat mutat Ehlers et al. (2021) tanulmányával, ami fő elvként szintén fokozatos rétegzést alkalmazott a hatékony taxonómiák tervezéséhez.

- a.) *Vállalati intézkedések.* A zöld kötvények környezeti hatásainak pontos felismerése érdekében azonosítottuk az értékpapírok hitelcéljához kapcsolódó vállalati intézkedéseket. Az egységesítés lehetősége nemzetgazdasági áganként eltérő: egyes esetekben (például az ingatlanszektornál) rendkívül specifikus szokások érvényesülnek az eszközök vagy projektek „zöltségének” megítélésére, más szektorokban ugyanakkor a mérőszámok kevésbé standardizáltak, a legjobb gyakorlatok kialakulása pedig még várat magára.
- b.) *Fenntartható Fejlődési Célok.* Az Egyesült Nemzetek Szervezete (ENSZ) által meghatározott Fenntartható Fejlődési célok (SDG) 17 olyan magas szintű célkitűzést jelentenek, amelyek általános iránymutatást adnak a társadalmi és környezeti fenntarthatóság eléréséhez szükséges lépésekhez. Az ezekre a célokra történő utalások a zöld kötvény sztenderdek integráns részeivé váltak, vagyis kézenfekvőek a kötvénykibocsátások ambíciózusságának összevetésére.
- c.) *Cselekvési szintű indikátorok.* A legtöbb zöldkötvény-keretrendszer tartalmaz cselekvési szintű indikátorokat, amelyek a későbbi hatásvizsgálati jelentések integráns részét képezik. Ezek a mérőszámok számszerűsíthető információkat nyújtanak a zöld projektek vagy befektetések pozitív környezeti hatásainak bemutatásához.
- d.) *Vállalati tudatosság.* Kiértékeljük a zöld vagy fenntarthatósági megfontolások érvényesülését az általános vállalati irányításban. A vállalati tudatosságot a társaság teljes horizontján meghatározott fenntarthatósági stratégia, cselekvési terv, kijelölt szervezeti egységek és bizottságok, valamint zöld mandátummal rendelkező felsővezetői pozíciók megléte alapján értékeltük ki.

#### **4.1. Eredmények**

**2022 februárjára a magyarországi zöld vállalati kötvények és jelzáloglevelek piaci részaránya meghaladta az európai piacok átlagát.** Az időszak végén a forgalomban lévő zöld vállalati kötvények összértéke elérte az 536 milliárd forintot, ami a magyar piac mintegy 10 százalékát teszi ki. Ez jóval meghaladja az európai átlagot, ahol a zöld kötvények részesedése hozzávetőleg 3,5 százalék a vállalatkötvény-piacon.

A magyar jelzáloglevelek állománya meghaladta a 156 milliárd forintot, a hazai piac 9 százalékát, míg az európai országokban a zöld jelzáloglevelek piaci részesedése 1,2 százalék körül mozog. Utóbbiban a zöld részesedés enyhe különbsége Magyarországon a jelzáloglevél-piac viszonylag kiforrott helyzetével magyarázható, míg a vállalatikötvény-kibocsátás csak az elmúlt két évben vált gyakori finanszírozási megoldássá hazánkban. Mindkét esetben azt a következtetést vonhatjuk le, hogy mennyiségileg és kibocsátói számukat tekintve is ezek a legdinamikusabb piaci szegmensek közé tartoznak.

A 23 kibocsátó kibocsátásait hét szektorba soroltuk (1. táblázat). Az ágazati besorolás alapját a NACE/TEÁOR rendszer képezi. A zöldkötvény-ökoszisztéma átfogó képeinek bemutatása érdekében a kibocsátókat gazdasági tevékenységük alapján csoportosítottuk. Ezt az osztályozást az egységes ágazati osztályozási rendszer alapján végeztük el (TEÁOR'08), ami megegyezik az európai NACE Rev.2 statisztikai osztályozási szabvánnyal.

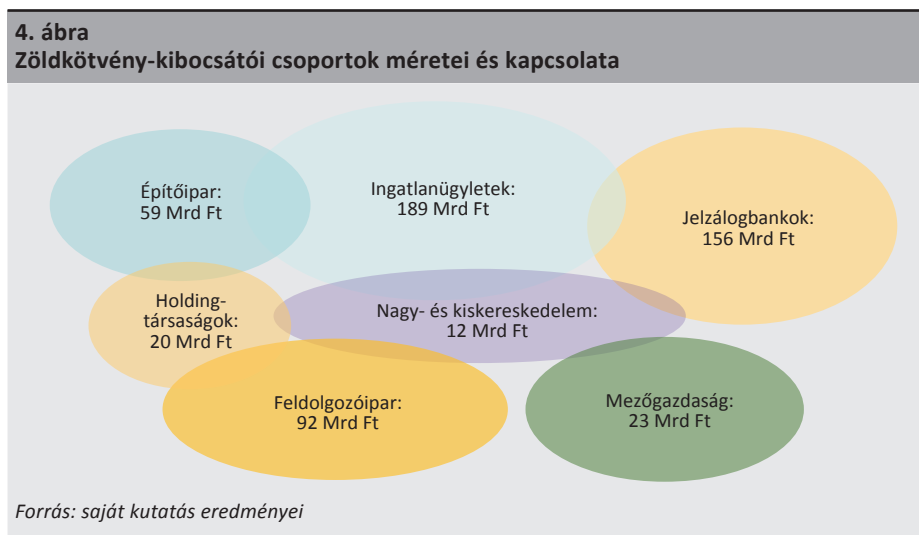
1. táblázat						
A hazai zöld kötvény kibocsátók ágazati besorolása						
Ingatlanügyletek	Építőipar	Pénzügyi és biztosítási tevékenységek		Feldolgozóipar	Mezőgazdaság	Nagy- és kiskereskedelem
		Jelzálogbankok	Holdingtársaságok			
CPI Skygreen Futureal SunDell Wingholding Kopaszi Gát Biggeorge	GTC	OTP Jelzálogbank Takarék Jelzálogbank UniCredit Jelzálogbank Erste Jelzálogbank K&H Jelzálogbank	AutoWallis LP Portfólió Crown	Hell Energy Vajda-Papír Deltaplast Kométa	Baromfi-Coop	Stavmat Vöröskő

*Forrás: saját eredmények*

**A hazai zöld vállalati kötvények átlagos eredeti futamideje megegyezik a nem zöld szegmens esetében mérhető értékkel, a magyarországi zöld jelzáloglevelek esetében viszont az eredeti futamidő érdemben meghaladja mind a hazai nem zöld szegmensnek, mind pedig az európai zöld papíroknak az átlagát.** A magyarországi zöld vállalati kötvények mindegyike 10 éves lejáratral került kibocsátásra, ami összhangban van a nem-zöld piac jelenlegi gyakorlatával. Úgy találjuk, hogy ez elmarad a 14,4 éves európai átlagos futamidőtől. A zöld jelzáloglevelek átlagos eredeti futamideje 9 év, ami magasabb, mind a hazai nem-zöld kibocsátásoknál (7,2 év), mind az európai piaci átlagnál (6,4 év) is. A nemzetközi gyakorlathoz képest Magyarországon csak a zöld jelzálogleveleket bocsátották ki lényegesen hosszabb futamidővel.

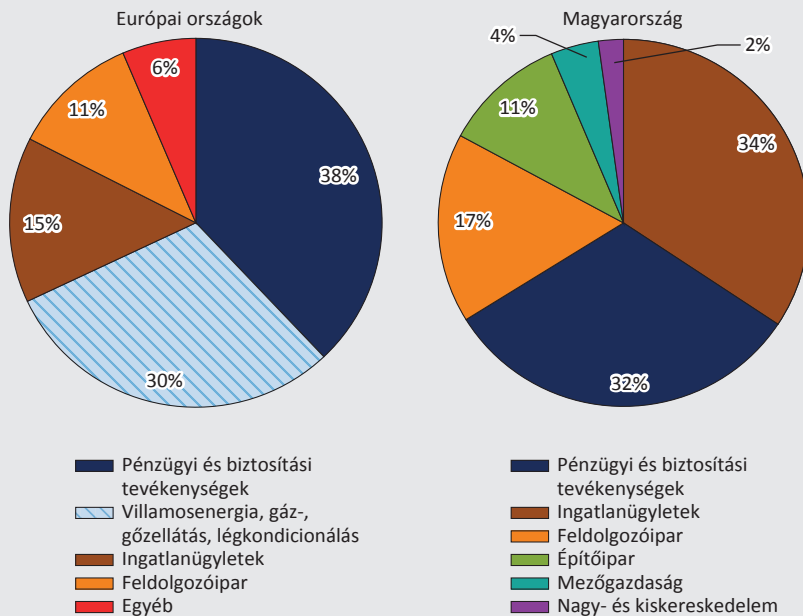


**A magyarországi zöld kötvények legjelentősebb kibocsátóinak az ingatlanügyletek, az építőipar és a pénzügyi szektorok minősülnek (4. ábra).** A kötvények névértéke alapján azt láthatjuk, hogy a legfontosabb ágazatok az ingatlanügyletek, az építőipar és a pénzügy. A pénzügyi szektor két könnyen megkülönböztethető alcsoportra; jelzálogbankokra és az eszközportfóliókat kezelő cégekre (holdingtársaságok) bontható. Megállapítható, hogy ezek a csoportok és alcsoportok közvetlenül vagy közvetve az ingatlanpiachoz kapcsolódnak. A másik fontos ágazat a magyar zöldkötvény-piac mintegy 17 százalékát kitevő feldolgozóipar. A mezőgazdaságot egy kibocsátó képviseli, amelyet két, nagy- és kiskereskedelemmel foglalkozó társaság követ.



**Európai összevetésben vizsgálva megállapítható, hogy a magyar zöldkötvény-piac szektorális szerkezete érdemi eltérést mutat (5. ábra).** Az európai piacot a pénzügyi szektor (38 százalék), a villamosenergia-, gáz-, gőz-, ill. légkondicionálás-szolgáltató cégek (30 százalék) és az ingatlanfejlesztők (15 százalék) dominálják. A magyar zöldkötvény-portfólióból hiányoznak a közműcégek, amely fontos szerepet játszhatna a dekarbonizációs törekvésekben. Az EKB egész gazdaságra kiterjedő éghajlati stressztesztje (Alogoskoufis et al. 2021) szerint a villamosenergia- és gázszektor klímakockázati szempontokból a második leginkább kitett ágazat, így a jövőben jelentősen magasabb termelési költségekkel és alacsonyabb profitabilitással szembesülhet.

**5. ábra**  
**Európai és magyar zöldkötvény-kibocsátók szektoronként\***

























\* A Bloomberg GICS iparági besorolását saját értékelés alapján alakítottuk át az EU-ban és Magyarországon is alkalmazható NACE kódokra.

Forrás: Bloomberg

Az ágazati elemzésben a 2. részben bemutatott négy réteget alkalmazzuk a meghatározott ágazatokra: (a) vállalati intézkedések, (b) a keretrendszerbe beépített Fenntartható Fejlődési Célok, (c) cselekvési szintű indikátorok, (d) vállalati tudatosság. Eredményeinket a 2. és 3. táblázat foglalja össze.

A különböző szektorokra vonatkozó részleteket az (a)-(d) rétegek alapján az alábbiakban mutatjuk be.

2. táblázat Kibocsátói szektorok értékelése (ingatlanügyletek, építőipar, pénzügyi és biztosítási tevékenységek)										
Kibocsátók száma	Kibocsátott érték	Ingatlanügyletek		Építőipar		Pénzügyi és biztosítási tevékenységek		Feldolgozóipar	Mezőgazdaság	Nagy- és kiskereskedelem
		189 Mrd Ft	59 Mrd Ft	1	5	3	4			
Vállalati intézkedések	– Kereskedelmi és lakó-ingatlanok akvizíciója, építése – Megújuló energiaforrások telepítése – Meglévő ingatlanok felújítása – Az e-mobilitási szolgáltatások bővítése	– Lakáscélú jelzáloghiteltek refinanszírozása magas energiatartékonyságú fedezet mellett (új vagy használt lakások vásárlása, meglévő lakások felújítása, felújítása energiamegtakarítási célokkal)	– Zöld épületek akvizíciója – Épületek energiatartékonysági célú felújítása – Megújuló energiaforrások előállítása és/vagy telepítése – Az e-mobilitási szolgáltatások fejlesztése	– Zöld épületek akvizíciója – Épületek energiatartékonysági célú felújítása – Megújuló energiaforrások előállítása és/vagy telepítése – Az e-mobilitási szolgáltatások fejlesztése	– Termelőegységek kapacitásának bővítése kevésbé energiatartékonyságú árú előállítás érdekében – A meglévő energia részarányának növelése – A hulladék- és vízfelhasználás csökkentése	– Kapacitásbővítés (tápkármányvár, keverősor, melléktermék (élesztőanyag), amely energiatartékonyság javulást is eredményez – A szennyvíz 25-30%-ának korszerű biológiai tisztítása – Folyamatok automatizálása	– Zöld épületek akvizíciója, építése (gyár és raktár) – A meglévő helyiségek utólagos felújítása az energiatartékonyság növelése érdekében – Folyamatok automatizálása – Az alkalmazott technológiák korszerűsítése	12 Mrd Ft	23 Mrd Ft	12 Mrd Ft
<b>Top ENSZ SDG-k</b>	   	   	   	   	  	  				
<b>Hatásmutatók</b>	– Telephelyi energia-megtakarítás (MMW/év) – CO <sub>2</sub> -kibocsátás elkerülése (tCO <sub>2</sub> /év) – Megtakarított víz-felhasználás (m <sup>3</sup> /év)	– CO <sub>2</sub> -kibocsátás elkerülése (tCO <sub>2</sub> /év) – Energiahatékonyság-növekedés az alap-értékhez képest (%) – Megtakarított víz-felhasználás (m <sup>3</sup> /év)	– Telephelyi energia-megtakarítás (MMW/év) – CO <sub>2</sub> -kibocsátás elkerülése (tCO <sub>2</sub> /év)	– Megújuló energia-termelés (MMW/év) – CO <sub>2</sub> -kibocsátás elkerülése (tCO <sub>2</sub> /év) – Megújuló energiaforrások aránya (%)	– Egységnyi energia-megtakarítás – ÜHG-csökkentés termélegységenként – Megtakarított víz-felhasználás (m <sup>3</sup> /év)	– Megtakarított energia-fogyasztás (KWh/év) – CO <sub>2</sub> -kibocsátás elkerülése (tCO <sub>2</sub> /év) – Megtakarított víz-felhasználás (m <sup>3</sup> /év)				
<b>Vállalati tudatosság</b>	Átlagos	Magas	Alacsony	Magas	Átlagos	Magas				

Forrás: saját kutatás eredményei

#### 4.1.1. Ingatlanügyletek és építőipar<sup>7</sup>

**(a) Mind számában, mind kibocsátott mennyiségében a magyar ingatlanpiacon tevékenykedő társaságok a legjelentősebb szereplők (nyolc kibocsátó, 249 milliárd Ft kibocsátott mennyiség) a zöldkötvény-piacon.** A hét ingatlancég jellemzően ingatlanvagyon vásárol, ad el, fejleszt, valamint ezekhez kapcsolódóan különféle szolgáltatásokat nyújt. Egy nagyon hasonló profillal rendelkező építőipari cég van, amely elsősorban az ingatlanépítésre és fejlesztésekre összpontosít. A kibocsátók többnyire kereskedelmi ingatlanokkal foglalkoznak, azonban tevékenységükhöz tartozik a lakóingatlanok építése és fejlesztése is. A fenntarthatósági szempontok mérésére az energetikai tanúsítványok (*Energy Performance Certificate, EPC*)<sup>8</sup>, illetve a BREEAM<sup>9</sup>, LEED<sup>10</sup> vagy a DGNB sztenderdek<sup>11</sup> alapján kerülnek meghatározásra. A legelterjedtebb benchmark a hazai ingatlanfejlesztők és a zöld épületekbe befektető cégek között a LEED, amelyet nyolc zöldkötvény-kibocsátó alkalmaz. A többi tanúsítványt illetően hét kibocsátó az EPC-t<sup>12</sup> és a BREEAM-et nevezi követendő rendszernek zöld épületeihez, három pedig a DGNB szabványt is felsorolja.

3. táblázat				
A 2022-től érvényes minimális belépési feltételek kereskedelmi- és lakóingatlanokra				
	LEED	EPC	BREEAM	DGNB
<b>Kategória</b>	Gold	10%-kal jobb, mint az EPC BB minimuma	Excellent	Gold
<b>Leírás</b>	60-70 pont a 110 pontból	10%-kal jobb, mint az NZEB <sup>13</sup> minimuma	Top 10%-a az épületeknek (best practice)	Minimum 50%-os teljesítmény index

*Forrás: LEED, Európai Bizottság, BREEAM, DGNB*

<sup>7</sup> Mivel az ingatlan- és építőipari társaságok tevékenységi köre megegyezik, és a zöldkötvény-kibocsátások jellemzőiben további hasonlóságokat találunk, ez a rész ezeket egy kategóriában kezeli.

<sup>8</sup> European Commission: Questions and Answers on the revision of the Energy Performance of Buildings Directive [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA\\_21\\_6686](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_21_6686)

<sup>9</sup> BREEAM <https://www.breeam.com/>

<sup>10</sup> Green building leadership is LEED <https://www.usgbc.org/leed>

<sup>11</sup> The DGNB System <https://www.dgnb-system.de/en/system/>

<sup>12</sup> Ez a tanúsítvány a lakóingatlanokra is vonatkozik, és a tanúsítás költsége alacsonyabb, mint a másik három rendszeré. Emellett az EPC az energiahatékonysággal kapcsolatos európai irányelvek és a Taxonómia alapját képezi, így ennek a mutatónak sokoldalú felhasználhatóságot biztosít.

<sup>13</sup> Az Európai Unióban (EU) a közel nulla energiaigényű épület (NZEB) fogalmát gyakran használják a kibocsátók, mivel ez egyértelműen meghatározza a támogatható projekteket és eszközöket. Az NZEB fogalmát az EPBD határozza meg, és az EU-tagállamoknak át kell ültetniük nemzeti jogrendszerükbe. Lásd: A Bizottság (EU) 2016/1318 ajánlása (2016. július 29.) az új épületek körében 2020-ra a közel nulla energiaigényű épületek egyeduralmukodóvá válásának biztosítása céljából a közel nulla energiaigényű épületek és a bevált gyakorlatok terjesztésére vonatkozó iránymutatásról <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32016H1318>, Egységes szerkezetbe foglalt szöveg: Az Európai Parlament és a Tanács 2010/31/EU irányelve (2010. május 19.) az épületek energiahatékonyságáról (átdolgozás) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1583922805643&uri=CELEX:02010L0031-20181224> és az EU Taxonómia Iránytű [https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/tool/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/tool/index_en.htm)

**(b) Ha az ENSZ Fenntartható Fejlődési Céljait (SDG) nézzük, egyértelmű, hogy az ingatlan- és építőipar közvetlen módon járulhat hozzá az éghajlati célok eléréséhez.** Leggyakrabban – az ENSZ SDG (7) *Megfizethető és tiszta energia* részeként – a vállalatok arra törekcsenek, hogy megduplázzák az energiahatékonyság javulásának ütemét, és jelentősen növeljék a megújuló energia részarányát az energiamixben. A gyakorlatban ez a zöld kritériumoknak megfelelő épületek építésével vagy fejlesztésével, vagy energiahatékonyságjavulást eredményező beruházások megvalósításával érhető el. Ezek az intézkedések csökkenthetik a városok egy főre jutó kedvezőtlen környezeti hatását is, többek között azáltal, hogy különös figyelmet fordítanak a levegő minőségére és a hulladékgyaldálkodásra, támogatva ezzel a (11) *Fenntartható városok és közösségek* elérésére vonatkozó célt. A kibocsátók által használt keretrendszerek különösen hasznosak a kereskedelmi épületek, például irodák és üzlethelyiségek fenntarthatóságának bemutatására.<sup>14</sup> Ezen túlmenően egyes kibocsátók a kötvényekből befolyt összeget tiszta és fenntartható közlekedési megoldások finanszírozására használják fel, mivel az elektromos töltőállomások telepítésével és az e-autómegosztási kapacitások bővítésével kívánják növelni az e-mobilitási lehetőségeket. Ezekkel a beruházásokkal a vállalatok az ENSZ fent említett SDG-jeihez is hozzájárulhatnak, különös tekintettel a (11) *Fenntartható városokra és közösségekre* azáltal, hogy mindenki számára hozzáférést biztosítanak a biztonságos, megfizethető és fenntartható közlekedési rendszerekhez.

**(c) Az ingatlanfejlesztők és építőipari cégek jellemzően az energiahatékonysággal és az üvegházhatású gázok (ÜHG) kibocsátásának csökkentésével kapcsolatos hatásmutatókat alkalmaznak.** Ilyenek például az elsődleges energiaigényben mért energiahatékonyság (kWh/m<sup>2</sup>/év), a telephelyi energiamegtakarítás (MW)/év), a megkímélt vízfelhasználás (m<sup>3</sup>/év), és az elkerült CO<sub>2</sub>-kibocsátás (tCO<sub>2</sub>/év) (1. keretes írás).

**(d) A vállalati környezettudatosság átlag feletti ezen társaságok körében.** Jellemzően ESG- vagy fenntarthatósági stratégiákat fogalmaztak meg, és némelyikük releváns felelősségi kört is rendelt a vezetői funkciókhoz. Az előrelépés háttérében az áll, hogy az ingatlanfejlesztési és építőipari tevékenység nagymértékben szabványosított, rendelkeznek számszerűsíthető mutatókkal, mindez pedig szilárd alapot biztosít a vállalatok számára, hogy meghatározzák és bemutassák a kapcsolódó szabványokhoz való igazodásukat.

<sup>14</sup> Ennek a szegmensnek szerves részét képezi a felújítás is, amely hatékonyan hozzájárulhat a meglévő magyar épületállomány zöldítéséhez. Ebben a kategóriában a támogatható projekteknek legalább 30 százalékos primerenergia-igénycsökkenést kell eredményezniük, vagy ha az épületfelújítás megfelel a jelentősebb felújításokra vonatkozó követelményeknek. A 2010/31/EU irányelv meghatározása szerint a jelentős felújítás „egy épület olyan felújítása, ahol: a) a külső térelhatárolókat és az épületgépészeti rendszert érintően – a telekárat nem számítva – összköltségében meghaladja az épület értékének 25 %-át; vagy b) a külső térelhatárolók összfelületének legalább 25 %-át érinti.”

## 1. keretes írás

### A pozitív környezeti hatások mérése

A hatásmutatóknak átlátható és hiteles információkat kell nyújtaniuk a zöldkötvény-kibocsátó környezeti teljesítményéről. Mivel számos különböző mutató és fenntarthatósági beszámolási keretrendszer és iránymutatás létezik, fontos jelezni, hogy a jelentési szakaszban milyen benchmarkokat és ÜHG-elszámolási elveket alkalmaznak.

Az ICMA hatásjelentésről szóló keretrendszerének (Harmonized Framework for Impact Reporting) 2021. júniusi kiadását multilaterális fejlesztési bankok és nemzetközi pénzügyi intézmények egy csoportja dolgozta ki azzal a céllal, hogy felvázolja a jelentéskészítés általános alapelveit és ajánlásait. Mivel a legtöbb vállalat az ICMA GBP-vel összhangban bocsátott ki zöld kötvényeket, ez a keret szolgálhat a jelentési struktúrájuk alapjául.

A Keretrendszer számos GBP kategóriára – például energiahatékonyságra, megújuló energiaforrásokra – tartalmaz alapvető és egyéb mutatókat, míg a javasolt referenciaértékek általában nemzetközileg elismert szabványok (EU referenciaszabványok, ENSZ- és WHO-iránymutatások, zöldépítési tanúsítványok).

Vannak olyan mutatók – mint például a csökkentett vagy elkerült ÜHG-kibocsátás –, ahol nincs egységes szabvány a piacon. Ebben az esetben a vállalatok választhatnak számítási módszert, de a módszertanukat átláthatóan közzé kell tenniük.

Például zöldenergia-termelés esetén a megtermelt zöldenergia megszorozható a helyi tüzelőanyag-égető üzemek kibocsátási arányával, így ez a szám adja az elkerülhető CO<sub>2</sub>-kibocsátást. Összességében a nagy szén-dioxid-kibocsátású alternatívával történő összehasonlítás pontos közelítést adhat e zöld projektek és eszközök környezeti előnyeiről.

#### 4.1.2. Jelzálogbankok

**A jelzálogbankok speciális (ún. szakosított) hitelintézetek, amelyek jelzáloglevél-kibocsátásokon keresztül nyújtanak forrást fogyasztói és kereskedelmi jelzáloghitelek refinanszírozásához.** Bár a jelzálogbankok mind itthon, mind Európa más országaiban is szigorúan szabályozott környezetben működnek, forrásbevonási műveleteiket pedig a felügyeleti hatóságok, valamint a piaci szereplők is szorosan figyelemmel kísérik, a zöld kötvények általános keretei lényegében ugyanazok, mint bármely más ágazatban. A zöld jelzáloglevél kibocsátására a jelzálogbankoknak a magas energiahatékonyságú biztosítékokkal fedezett jelzáloghitelek refinanszírozása esetén van lehetőségük. A fedezet elméletileg lehet kereskedelmi és lakóingatlan is, a magyar jelzálogbankok azonban gyakorlatilag kizárólag csak lakáscélú jelzáloghiteleket vonnak be a kötvénykibocsátásaiknál.

**(a) Az alkalmazott sztenderdek, illetve a fedezetbe vont zöld ingatlanok definíciója jelzálogbankonként is eltérő.** Egy kötvénysorozatot CBI megfeleléssel bocsátottak ki, de az EU Taxonómiára való hivatkozást is tartalmaz. Négy kibocsátó keretrendszere ICMA kompatibilis, az alkalmazott szabályrendszer azonban nem mindenhol egységes. Egyes jelzálogbankok csupán annyit követelnek meg, hogy az ingatlanok a primer energiaigény alapján a legjobb 15 százalékba tartozzanak, és nem veszik figyelembe a kapcsolódó kötvény futamidejét. Van ugyanakkor példa szigorúbb megközelítésre is, amelyek keretében a kibocsátók az építés évétől függően az NZEB vagy az EU Taxonómiának (NZEB – 10 százalék) való megfelelést követelnek meg. A zöld jelzáloglevelekből származó források mindegyik esetben felhasználhatók felújítási célú hitelek refinanszírozására is. Ebből a szempontból egységes megközelítést figyelhetünk meg a kibocsátók között. A meglévő épületek felújításának a primer energiaigény 30 százalékos javulását kell eredményeznie, ami összhangban van a CBI módszertanával, valamint a kereskedelmi épületek építési gyakorlatával. Emellett további alternatív kritériumoként megfigyelhető az EU Taxonómia rendeletétére<sup>15</sup>, az MNB Zöld Tőkekövetelmény-kedvezmény Programjára<sup>16</sup> vagy az épületek energiateljesítményéről szóló irányelvére való hivatkozás is.

**(b) Az ENSZ Fenntartható Fejlődési Céljai tekintetében a fő célkitűzések hasonlóak ahhoz, amit az ingatlan- és építőipari ágazatnál láthatunk.** Zöld épületek és ingatlanfelújítások refinanszírozásával a jelzálogbankok elsősorban a (7) *Megfizethető és tiszta energia* cél eléréséhez járulhatnak hozzá azáltal, hogy jelentősen növelik a megújuló energiaforrások arányát, valamint megkétszerezik az energiahatékonyság javulásának eddigi ütemét. Mindez egyúttal a városok környezeti hatásának csökkentésével támogathatja a (11) *Fenntartható városok és közösségek* cél előmozdítását is.

**(c) A jelzálogbankok két mutatóval kívánják mérni a zöld kötvénykibocsátások kedvező környezeti hatásait.** Az éves energiamegtakarítás (MW/év) a refinanszírozott portfólió és az országos ingatlanállomány átlagos energiaigénye közti különbségből adódik. Ha nem áll rendelkezésre elegendő adat a saját portfólió minden egyes eleméről, a kibocsátók a legjobb 15 százalékos szabályt alkalmazhatják, ami így konzervatív eredményre vezet. A másik használt mérőszám az elkerült széndioxid-kibocsátást számszerűsíti (tonna CO<sub>2</sub>/év), amelyet az éves energiamegtakarítás és a megfelelő szén-dioxid-kibocsátási intenzitás szorzatával határoznak meg. Ezekkel a mérőszámokkal tehát a jelzálogbankok egy közelítő becslést adhatnak a pozitív környezeti hatásokra vonatkozóan, amely abból

<sup>15</sup> Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088, <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>

<sup>16</sup> Notice on the criteria for the Preferential Green Capital Requirement Treatment for housing loans, <https://www.mnb.hu/greenfinance/english>

ered, hogy a hagyományos, "barna" épületek helyett zöld épületekkel fedezett jelzáloghiteleket refinanszíroztak.

**(d) Összeségében megállapítható, hogy a jelzálogbankoknál magas fokon jelennek meg a fenntarthatósági megfontolások a vállalati döntéshozatal során.** Valamennyi kibocsátó létrehozott a zöld kötvénykibocsátásokkal kapcsolatos feladatok kezelésért felelős bizottságot. Ezen túlmenően gyakorlatilag minden jelzálogbank vagy a hozzájuk tartozó anyabank rendelkezik átfogó, vállalati szintű stratégiával a fenntarthatósággal kapcsolatos célok elérésére, és sok esetben a megfelelő feladatokat külön vezetői funkcióhoz, vagy egyéb dedikált szervezeti egységhez rendelték.

#### 4.1.3. Holdingtársaságok

**A vizsgált három holdingtársaság széles tevékenységi körrel rendelkezik.** Az egyik kibocsátó a gépjármű kis- és nagykereskedelemben, valamint kapcsolódó pénzügyi szolgáltatások terén Magyarország egyik piacvezető vállalata, amely a régió egyéb országaiban is jelentős piaci részesedéssel rendelkezik. A másik két kibocsátó lakó- és kereskedelmi épületek fejlesztésével és bérbeadásával foglalkozik, amelyek közül az egyik továbbá megújuló energiaforrások telepítésében és üzemeltetésében, valamint gépipari gyártásban is érintett. Mindhárom vállalat esetében közös pontként azonosítható, hogy akár saját működési hátterük révén, akár a befektetési portfólió részeként jelentős ingatlanpiaci érintettséggel rendelkeznek.

**(a) A zöld beruházások többsége új kereskedelmi ingatlanok megvásárlását vagy építését, illetve a meglévők felújítását célozza.** A kötvénykibocsátások másik jelentős részét az e-mobilitási szolgáltatások fejlesztésére fordítják, ezzel növelve a zéró kibocsátású járművek arányát, valamint az elektronikus járművek töltőállomásainak számát.







**(b) Az ingatlanberuházások és az e-mobilitási kiadások megvalósításával a holdingtársaságok célja, hogy támogassák a (7) *Megfizethető és tiszta energia* és az (9) *Ipar, innováció és infrastruktúra* ENSZ fenntartható fejlődési célok megvalósulását.** Ezekkel összhangban – a (11) *Fenntartható városok és közösségek* cél részeként – a kibocsátók elkötelezték magukat a városok egy főre jutó káros környezeti hatásának csökkentése mellett is, kiemelt figyelmet fordítva a levegőminőség javítására, valamint a települési és egyéb hulladékgazdálkodási gyakorlatokra.

**(c) Ezen vállalatok esetében a különböző projektekhez egyértelmű célkitűzések és mérőszámok kapcsolódnak.** Az ingatlanok és telephelyek energiahatékonyság-javítását célzó beruházásoknál az elért energiamegtakarítás, valamint az ezzel elkerült széndioxid-kibocsátás kerül számszerűsítésre, továbbá jelenteni fogják a megújuló energiaforrások kapacitását és annak teljes energiafogyasztáson



belül elért arányát is. Az e-mobilitáshoz kapcsolódóan, az energiamegtakarítási eredményeken túl, a későbbi jelentések tartalmazni fogják az elektromos autók flottán belüli arányát, valamint az új töltőállomások számát és földrajzi lefedettségét. Mindezek mellett a gépjárműkereskedelemmel foglalkozó vállalat számára a külföldi gyártó cég az üzleti együttműködés részeként számos fenntarthatósági minimumkövetelményt ír elő, amelyek a zöldkötvény-kibocsátási keretrendszerében is megjelennek. Többek között céljuk például, hogy a teljes energiamixen belül a megújuló források aránya elérje a 30 százalékot, valamint számos konkrét vállalást tettek a vízfelhasználására, a hűtési-fűtési megoldásokra és a világítási rendszer korszerűsítésére vonatkozóan.

**(d) A fenntarthatósággal kapcsolatos tudatosság alacsony szintű a holdingtársaságok körében.** Nem látható átfogó stratégia, külön irányítási funkció vagy egyéb olyan tevékenység, amely kifejezetten környezetvédelmi célokat követne. Egy kibocsátó esetében folyamatban van egy ESG-stratégia kidolgozása, amely döntően a külföldi gyártóval való együttműködés eredménye.

4. táblázat Kibocsátói szektorok értékelése (feldolgozóipar, mezőgazdaság, nagy- és kiskereskedelem)			
	Feldolgozóipar	Mezőgazdaság	Nagy- és kiskereskedelem
Kibocsátók száma	4	1	2
Kibocsátott érték	92 Mrd Ft	23 Mrd Ft	12 Mrd Ft
Vállalati intézkedések	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A termelőegységek kapacitásának bővítése kevésbé energiaigényes áruk előállításában</li> <li>- A megújuló energia részarányának növelése</li> <li>- A hulladék- és vízfelhasználás csökkentése</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kapacitásbővítés (takarmánygyár, keverősor, melléktermék létesítmény), amely energiahatékonyság javulást is eredményez</li> <li>- A szennyvíz 25-30%-ának korszerű biológiai tisztítása</li> <li>- Folyamatok automatizálása</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zöld épületek akvizíciója, építése (gyár és raktár)</li> <li>- A meglévő helyiségek utólagos felújítása az energiahatékonyság növelése érdekében</li> <li>- Folyamatok automatizálása</li> <li>- Az alkalmazott technológiák korszerűsítése</li> </ul>
Top ENSZ SDG-k	 	 	 
Hatásmutatók	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Egységnyi energiamegtakarítás</li> <li>- ÜHG-csökkentés termékegységenként</li> <li>- Megtakarított víz-felhasználás (m<sup>3</sup>/év)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Megtakarított energiafogyasztás (kWh/év)</li> <li>- CO<sub>2</sub>-kibocsátás elkerülése (tCO<sub>2</sub>/év)</li> <li>- Megtakarított víz-felhasználás (m<sup>3</sup>/év)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Megtakarított energiafogyasztás (kWh/év)</li> <li>- CO<sub>2</sub>-kibocsátás elkerülése (tCO<sub>2</sub>/év)</li> <li>- Megtakarított víz-felhasználás (m<sup>3</sup>/év)</li> </ul>
Vállalati tudatosság	Magas	Átlagos	Magas

*Forrás: saját kutatás eredményei*

#### 4.1.4. Feldolgozóipar

**a) A feldolgozóipar a harmadik legjelentősebb ágazat az ingatlanfejlesztők (és építőipari vállalatok), valamint a pénzügyi szektor után.** Ezek a cégek (négy kibocsátó, 92 milliárd Ft kibocsátott mennyiség) kapacitásbővítésbe fektetnek be, ami végső soron alacsonyabb energaintenzitású, kevesebb hulladék keletkezéssel járó és kisebb vízfelhasználású egységenkénti termelési folyamatokhoz vezet, miközben energiamixükben is növelnék a megújuló energia részarányát.

**(b) A keretrendszerek alapján megállapítható, hogy főként két ENSZ SDG-t érintenek pozitívan a kötelezettségvállalások.** A zöld kötvénykibocsátásokkal a vállalatok növelhetik a vízhasználat hatékonyságát, ami döntően a *(6) Tiszta víz és alapvető köztisztaság* eléréséhez járulhat hozzá. Ennél is fontosabb, hogy a *(12) Felelős fogyasztás és termelés* célját is támogatják, mivel ezek a beruházások például kevesebb papír- vagy primeralumínium-felhasználást, vagy magasabb energiahatékonysággal járó húsfeldolgozást eredményeznek.

**(c) Az ebben az ágazatban működő cégek célja termékeik szén-dioxid-intenzitásának mérséklése, valamint a víz- és energiafelhasználás csökkentése, illetve a termelési nyersanyagszükségletük módosítása.** Az energiaital-gyártó vállalat esetében a legalább 75 százalékos másodlagos (újrahasznosított) alumínium felhasználása a dobozgyártásban megfelelt a GBP-nek, mert ez a nyersanyag korlátlanul újrahasznosítható, míg a primer alumínium nagyon szén-dioxid-intenzív, a PET pedig csupán korlátozottan újrahasznosítható. Ez a feldolgozási mód összhangban van az EU Taxonómia műszaki szűrési kritériumaival is,<sup>17</sup> így várhatóan illeszkedni fog a készülő EU Zöld Kötvény Standardhoz. A leggyakoribb hatásmutatók az egységnyi termék energiamegtakarítását és az egységnyi termékre jutó ÜHG-csökkentést mérik, amelyek főként az energiahatékonyság javítását tükrözik. A vízhasználattal kapcsolatos mutatók szintén fontosak, amelyeket a kibocsátók rendszeresen nyomon követnek.

**(d) Az ágazat vállalatainak fenntarthatósági tudatosságát magasnak ítéltük meg.** Egy kivételével minden kibocsátó rendelkezik külön weboldallal, amely bemutatja a vállalat fenntarthatósági törekvéseit és eredményeit. Ezen túlmenően a legtöbben kijelöltek egy vezetőt, aki felelős a fenntarthatósági kérdésekért. Az egyik vállalat kritikus mérőldköveket is tartalmazó, átfogó fenntarthatósági stratégiával rendelkezik, a zöldkötvény-kibocsátás pedig mindegyikük fenntarthatósághoz vezető útjának a szerves része. Egy másik kibocsátó már a korábbi években is jelentős beruházásokat hajtott végre a hatékonyabb szennyvízgazdálkodás érdekében.

---

<sup>17</sup> A tevékenység megfelelhet a Taxonómia jelentős hozzájárulási kritériumainak.

#### 4.1.5. Mezőgazdaság

Az Eurostat szerint a mezőgazdaság felelős az EU összes ÜHG-kibocsátásának mintegy 10 százalékáért,<sup>18</sup> ami azt mutatja, hogy az ágazat vállalatai jelentős szerepet játszhatnak az európai gazdaságok dekarbonizációjában. Magyarországon az agrárágazat ÜHG-kibocsátásának aránya a gazdaság összes kibocsátásához képest 7 százalék körüli.

**(a) Hazánkban eddig egyetlen zöldkötvény-kibocsátás volt a mezőgazdaságban (egy kibocsátó, 23 milliárd Ft kibocsátás).** A kötvénykibocsátásból bevont források felhasználása hasonló a feldolgozóipari vállalatokéhoz: kapacitásbővítés, az egységnyi termelés hatékonyabbá tétele, valamint a szennyezés, a hulladék- és vízhasználat csökkentése.

**(b) A vállalat elsősorban a (7) Megfizethető és tiszta energia** célhoz tud hozzájárulni a megújuló energia részarányának növelésével a globális energiamixben, valamint a **(12) Felelős fogyasztáshoz és termeléshez** a fenntartható gazdálkodáson és természeti erőforrások hatékony felhasználásán keresztül.

**(c) A hatásmutatóknál a társaság az energiafelhasználásra, az egy év alatt elkerült CO<sub>2</sub>-ra és a megkímélt vízhasználatra helyezi a hangsúlyt, ami nagyrészt összhangban van a magyar feldolgozóipari vállalatok által használt mutatókkal.**

**(d) A vállalat fenntarthatósági tudatossági szintje átlagos.** Bár a vizsgált kibocsátó rendelkezik a társadalmi felelősségvállalással foglalkozó dedikált weboldallal és a fenntarthatóságért felelős személlyel, az átfogó stratégia kialakítása folyamatban van, az elkülönített fenntarthatósági osztály azonban még hiányzik.

#### 4.1.6. Nagy- és kiskereskedelem

**(a) A két, nagy- és kiskereskedelemmel foglalkozó cég együttes kibocsátási volumene 12 milliárd forint.** Az egyik cég elsődlegesen építőanyag-kereskedelemmel foglalkozik, de építőanyagokat is gyárt. A másik kibocsátó egy háztartási elektronikai cikket forgalmazó kiskereskedelmi üzletlánc. A szektor sajátosságából adódóan ezek a vállalatok kiterjedt földrajzi és fizikai jelenléttel rendelkeznek, a bevont forrást így elsősorban a működéshez szükséges ingatlan megvásárlására vagy építésére, valamint a meglévő létesítmények felújítására, így például világítás, fűtés, valamint az ajtó- és ablakrendszerek korszerűsítésére tervezik fordítani. Központi elemként megjelenik továbbá egy új gyár, illetve új központi raktár építése, amely az ingatlanok magas energiahatékonysági ismérvei mellett a termelési, raktározási folyamatok hatékonyabbá tételével is hozzájárulhat a fenntarthatósági törekvések teljesüléséhez.

<sup>18</sup> Eurostat: Archive: Agri-environmental indicator – greenhouse gas emissions [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Archive:Agri-environmental\\_indicator\\_-\\_greenhouse\\_gas\\_emissions&oldid=374989](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Archive:Agri-environmental_indicator_-_greenhouse_gas_emissions&oldid=374989)

**(b) A nagy- és kiskereskedelmi vállalatok számos Fenntartható Fejlődési Célhoz terveznek hozzájárulni.** Korszerű ingatlanok építésével vagy vásárlásával, illetve a meglévők felújításával a vállalatok a *(7) Megfizethető és tiszta energia* céllal összhangban megduplázzhatják energiahatékonyságukat, továbbá a legújabb innovációk alkalmazásával hozzájárulhatnak a *(12) Felelős fogyasztás és termelés* szintjének növeléséhez is. Az ingatlanok felújítása a munkakörülmények javítását is szolgálja, ami hozzájárul a *(8) Tisztességes munka és a gazdasági növekedés* biztosításához.

**(c) A tervezett beruházások célja döntően az alacsonyabb erőforrás-felhasználás elérése.** A jövőbeni értékelések így elsősorban a megtakarított energiafogyasztásra (kWh/év) és az elkerült CO<sub>2</sub>-kibocsátásra (tonna/év) fókuszálhatnak. Az új gyár esetében a kibocsátó a víz és a hulladék újrafelhasználásának mértékét is tervezi mérni, illetve publikálni.

**(d) A környezeti és társadalmi tudatosság szintje magasnak tekinthető, ezek a szempontok mindkét kibocsátónál megjelennek az általános vállalati filozófiában, valamint a döntéshozatali folyamatokban.** Csoportszintű stratégiát, dedikált vezetői pozíciókat és bizottságokat hoztak létre, az egyik esetben pedig külső szakértőket is bevontak. Egy vállalat – felismerve a környezeti felelősségét – gyűjti a vásárlóktól az elektronikai hulladékot, valamint a használaton kívüli elektromos háztartási készülékeket, és gondoskodik azoknak a szakszerű kezeléséről.

## 5. Összegzés

**Tanulmányunkban a magyar zöldkötvény-piacot elemeztük.** Értékelésünk a zöld kötvény keretrendszeren, az egyes kibocsátók üzleti profilján és a nyilvánosan elérhető adatokon alapul. A magyar zöldkötvény-piac főbb jellemzői rávilágíthatnak az ország fenntartható adósságpiaacának jelenlegi helyzetére. Emellett a meglévő zöldkötvény-kibocsátások alapján is körvonalazódnak a lehetséges fejlesztési területek és irányok.

**A magyar vállalati és jelzáloglevél-piac intenzív fejlődésen ment keresztül az elmúlt négy évben.** 2022 első negyedévére a zöld vállalati kötvények összállománya meghaladta a magyar piac mintegy 10 százalékát, a magyar jelzáloglevelek állománya pedig a hazai piac mintegy 9 százalékát teszi ki. Ezek az arányok az európai országokban 3,5, illetve 1,2 százalék körüliek.

**Az európai átlaghoz képest jelentősebb az ingatlanfejlesztők aránya a magyar zöldkötvény-piacon, ami egyben lehetőséget is teremt az ágazat fenntarthatóbbá tételére.** Míg a teljes európai vállalati zöldkötvény-kibocsátás közel 30 százalékát a közszolgáltatók és az áramtermelő cégek adják, ezek az iparágak egyelőre hiányoznak

a magyar zöldkötvény-portfólióból. Az ingatlanfejlesztők nagy súlya abból adódik, hogy az EU energiafelhasználásának mintegy 40 százalékaért és az ÜHG-kibocsátás 36 százalékaért az épületek felelősek, leginkább az építkezés, a bontás, a felújítás, illetve a mindennapi használatukhoz kapcsolódó energiaigény miatt. Emellett az Európai Bizottság becslése szerint az épületállomány mintegy 2,5-3 százalékat kellene évente felújítani és korszerűsíteni, hogy 2050-re elérjük az EU nettó nulla célkitűzéseit. Ez az arány csak jelenleg 1-1,5 százalék körül alakul. Fontos továbbá kiemelni, hogy a Climate Action Network Europe jelentése szerint a mélyreható energetikai felújításoknak lehetnek környezeti (energiamegtakarítás, alacsonyabb ÜHG-kibocsátás, jobb levegőminőség), gazdasági (további 160 ezer új zöld munkahely) és társadalmi (7 millió embert lehet kiemelni az energiaszegénységből) előnyei.<sup>19</sup>

**Mivel a zöld kötvény keretrendszerek által kitűzött célok összhangban állnak az ENSZ Fenntartható Fejlődési Céljaival, ezek a célok egyben bemutatják a kibocsátók legfontosabb kötelezettségvállalási területeit.** Elemzésünk alapján a (7) *Megfizethető és tiszta energia* a leginkább támogatott cél, ezt követik a 11., 9. és 12. Fenntartható Fejlődési Célok. Ez a preferencia az energiahatékonysággal kapcsolatos projektek elterjedtségére mutat rá, miközben a fenntartható városok/közösségek és a környezettudatos ipari megoldások támogatása is gyakran megjelennek célként a keretrendszerekben. Ezek a beruházások kiemelten fontosak a klímavédelmi célkitűzések, így a Párizsi Megállapodás céljainak eléréséhez. A Nemzeti Energia- és Klímaterv szerint Magyarország 2030-ra legalább 21 százalékra tervezi növelni a megújulóenergia-források arányát a bruttó végső energiafogyasztáson belül (MIT, 2018). Ez jelentős erőfeszítéseket, és ebből következően megfelelő finanszírozást igényel, hiszen a megújuló energiaforrások mindössze 13 százalékot tesznek ki (KSH, 2018).

**Ami a vállalati környezeti tudatosság szintjét illeti, a hét érintett szektorból négy „magasnak” mondható, két szektor rendelkezik „átlagos” pontszámmal, és csak egy olyan szektor van, ahol a fenntarthatósági tudatosság „alacsonynak” minősül, főként az átfogó stratégia, a dedikált irányítási funkció, az egyéb adatok hiánya miatt, vagy pedig nem rendelkezik olyan tevékenységi formával, amely környezetvédelmi célokat követne.**

**Összességében azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a zöldkötvény-kibocsátók megkezdtek az átállást a dekarbonizált gazdaságra, mivel fenntartható projektekbe és eszközökbe fektetnek be, megfelelő mutatószámokat határoznak meg, és átfogó fenntarthatósági stratégiát dolgoznak ki, hogy az elkövetkező évtizedekben is versenyképesek maradjanak az egyre inkább nettó nulla kibocsátású környezetben.**

---

<sup>19</sup> Climate Action Network Europe: The hidden costs of Europe's decrepit buildings <https://caneurope.org/decrepit-renovated-buildings-europe/>

## Felhasznált irodalom

- Alogoskoufis, S., N. Dunz, T. Emambakhsh, T. Hennig, M. Kaijser, C. Kouratzoglou, M.A. Muñoz, L. Parisi, & Salleo, C. (2021). *ECB economy-wide climate stress test – Methodology and results*. European Central Bank Occasional Paper No. 281. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op281~05a7735b1c.en.pdf?278f6135a442cd0105488513e77e3e6d> Letöltve: 2022. március 1.
- Baji Gál Imréné Szarvas, N., Dr. Trenka-Horváth, K., Bécsi, A., Tapaszt, A., Windisch, K., & Elek, F. A. (2022). *Zöld Kötvény Kibocsátási Útmutató*. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-zold-kotveny-utmutato.pdf> Letöltve: 2022. június 7.
- Bécsi, A., Bognár, G., & Lóga, M. (2021). *A vállalatikötvény-piac gazdasági szerepének növekvő jelentősége*. *Hitelintézeti Szemle*, 20 (4), pp. 5-37. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-20-4-t1-becsi-bognar-loga.pdf> Letöltve: 2022. június 7.
- Boneva, L., Ferrucci, G., & Mongelli, F. (2021). *To be or not to be “green”: how can monetary policy react to climate change?* European Central Bank - Occasional Paper Series, No. 285. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op285~be7d631055.en.pdf> Letöltve: 2022. március 1.
- Climate Bonds Initiative (CBI). (n.d.). *Explaining green bonds*. <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> Letöltve: 2022. március 1.
- Climate Bonds Initiative (CBI). (2020). *The Climate Bonds Certification Scheme*. [https://www.climatebonds.net/files/files/CBI\\_Certification\\_Brochure\\_Nov2020.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/CBI_Certification_Brochure_Nov2020.pdf) Letöltve: 2022. március 1.
- Chava, S. (2011). *Environmental Externalities and Cost of Capital*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1677653> Letöltve: 2022. március 1.
- Clapp, C., Alfsen, Knut H., Lund, H. F., & Pillay, K. (2016). *Green Bonds and Environmental Integrity: Insights from CICERO Second Opinions*. CICERO Policy Note 2016:01 <https://www.environmental-finance.com/assets/files/research/11-05-16-cicero.pdf> Letöltve: 2022. március 1.
- Climate Action Network Europe. (2021). *The hidden costs of Europe’s decrepit buildings* <https://caneurope.org/decrepit-renovated-buildings-europe/> Letöltve: 2022. március 2.
- Ehlers, T., Gao, D., & Packer, F. (2021). *A taxonomy of sustainable finance taxonomies*. BIS Papers No 118. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap118.pdf> Letöltve: 2022. március 1.
- European Commission. (n.d.). *EU Taxonomy Compass*. [https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/tool/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/tool/index_en.htm) Letöltve: 2022. március 1.

- European Commission. (n.d.). *EU taxonomy for sustainable activities*. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en) Letöltve: 2022. március 1.
- European Commission. (2021). *Questions and Answers on the revision of the Energy Performance of Buildings Directive*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA\\_21\\_6686](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_21_6686) Letöltve: 2022. március 1.
- Eurostat. (2022). *Archive: Agri-environmental indicator - greenhouse gas emissions* [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Archive:Agri-environmental\\_indicator\\_-\\_greenhouse\\_gas\\_emissions&oldid=374989](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Archive:Agri-environmental_indicator_-_greenhouse_gas_emissions&oldid=374989) Letöltve: 2022. március 1.
- International Capital Market Association. (2021). *ICMA Green Bond Principles 2021*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf> Letöltve: 2022. március 1.
- Lóga, M., & Bécsi, A. (2021). *Fenntarthatóság a pénzügyekben is - alapelvek a zöldkötvény kibocsátáshoz*. <https://www.mnb.hu/letoltes/loga-mate-becsi-attila-fenntarthatosag-a-penzugyekben-is-alapelvek-a-zoldkotveny-kibocsatashoz.pdf> Letöltve: 2022. június 7.
- Lóga, M., & Bognár, G. (2021). *Zöld vállalati kötvények a jegybankok látószögében*. <https://www.mnb.hu/letoltes/loga-mate-bognar-gergely-zold-vallalati-kotvenyek-a-jegybankok-latoszogeben.pdf> Letöltve: 2022. június 7.
- KSH. (2018). *Indicators of sustainable development for Hungary, 2018. Központi Statisztikai Hivatal*. <https://www.ksh.hu/docs/eng/xftp/idoszaki/fenntartfejl/efenntartfejl18.pdf> Letöltve: 2022. március 1.
- Magyar Nemzeti Bank. (2021). *Zöld vállalati és önkormányzati tőkekövetelmény-kedvezmény*. <https://mnb.hu/letoltes/zold-vallalati-es-onkormanyzati-tokekovetelmeny-kedvezmeny.pdf> Letöltve: 2022. március 1.
- MIT. (2018). *National Energy and Climate Plan*. Ministry of Innovation and Technology, [https://ec.europa.eu/energy/sites/ener/files/documents/hu\\_final\\_necp\\_main\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/energy/sites/ener/files/documents/hu_final_necp_main_en.pdf) Letöltve: 2022. március 1.
- Network for Greening the Financial System. (2021). *Adapting central bank operations to a hotter world. Reviewing some options*. March 2021 Technical Document <https://www.ngfs.net/en/adapting-central-bank-operations-hotter-world-reviewing-some-options> Letöltve: 2022. március 2.
- Schnabel, I. (2021). *Climate change and monetary policy*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/09/isabel-schnabel-ECB-climate-change.html> Letöltve: 2022. március 10.
- United Nations. (n.d.). *The 17 goals* <https://sdgs.un.org/goals> Letöltve: 2022. március 1.



# Egy új piaci szegmens létrejött: A hazai zöld jelzáloglevél-piac jegybanki ösztönzése

Borkó Tamás – Herbert Evelyn – Horváth Balázs István

A nemzetközileg egyre elterjedtebb zöld jelzáloglevelek piaca hazánkban az MNB programjainak ösztönző hatására jött létre. A zöld jelzáloglevelek kedvező tulajdonságokkal bíró hosszútávú finanszírozást jelentenek a bankszektor számára. Az új eszközosztály terjedését támogathatja a zöld hipotézis szerint a fedezetként szolgáló jelzáloghitelek kedvezőbb kockázati profilja is. A zöld jelzáloglevelek elterjedése Magyarországon az MNB Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programjának hatására kezdődött el, és a Jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatóban (JMM) való kedvezmény is támogatja a kibocsátásokat. A jegybanki programok célja, hogy a zöld lakáshitelek ösztönzésén keresztül hozzájáruljanak a hazai lakásállomány energetikai korszerűsítéséhez és a klímacélok eléréséhez, és ezzel a bankok kockázatait is csökkentse. A JMM szabályozás 2022. július 1-től újra módosult, tovább támogatva a jelzáloglevél-piac fejlődését.

## 1. A zöld jelzáloglevelek mint a zöld hitelezés terjedésének hatékony eszközei

### 1.1. A zöld jelzáloglevelek főbb jellemzői

**A jelzáloglevelek hosszútávú és kedvező árú finanszírozást jelentenek a bankok hitelezéséhez.** A jelzáloglevelek jelzáloghitel-fedezetű kötvények, amelyek emiatt kisebb kockázatúak a fedezetlen kötvényeknél. Így biztonságosabb befektetéseknek számítanak, emiatt jellemzően alacsonyabb hozamot kell a bankoknak fizetniük az ilyen forrás bevonásához. Emellett hosszú lejáratú értékpapírok, így stabil forrást jelentenek a jellemzően szintén hosszú lejáratú hitelek finanszírozásához, ezért a jelzáloglevél-piac fejlődése pénzügyi stabilitási szempontból is előnyös.

**A zöld jelzáloglevelek célzott, biztonságos forrást jelentenek a bankok számára ahhoz, hogy energiahatékony ingatlanok építését és vásárlását finanszírozzák jelzáloghitelek útján, így járulva hozzá az épületállomány energetikai korszerűsödéséhez.** A zöld jelzáloglevelek esetén a kibocsátó vállalja, hogy a kötvény futamideje alatt a jelzáloglevelek fedezetéül szolgáló hitelportfólióban legalább a gyűjtött forrással megegyező mértékű zöld, vagyis energetikailag



hatékony ingatlannal fedezett jelzáloghitellel fog rendelkezni. Ez a bankokat az ilyen jelzáloghitelek előnyben részesítésére ösztönözheti.

**A zöld jelzáloglevelek terjedését támogathatja a mögöttes jelzáloghitelek kedvezőbb kockázati profilja is.** Egyre szélesebb körben elterjedt az a zöld hipotézis, amely szerint az energiahatékony ingatlannal fedezett, ún. zöld jelzáloghiteleknek alacsonyabb a hitelkockázata az egyéb hiteleknél. Emellett két fő érvt lehet felsorakoztatni. Egyrészt a zöld, energiahatékony ingatlanokban lakóknak az alacsonyabb rezsiköltség miatt magasabb lesz a törlesztésre rendelkezésre álló jövedelme, ami csökkenti a hitel nemteljesítési valószínűségét (probability of default – PD). Másrészt a zöld ingatlanok – az emelkedő kereslet és a szigorodó szabályozás miatt – hosszú távon várhatóan értékállóbbaknak tekinthetők, így a jelzáloghitel fedezete várhatóan magasabb áron érvényesíthető nemteljesítés esetén, tehát alacsonyabb lesz a nemteljesítéskori veszteségráta (loss given default – LGD). További előnyt jelenthet, ha az energiahatékony ingatlanok tulajdonosai más kedvezőbb viselkedési mintákat mutatnak (például a pénzügyi tudatosság terén). A kérdés vizsgálata kétségtelenül tartalmaz módszertani kihívásokat, hiszen rengeteg tényező hathat egy hitel rendben történő visszafizetésének valószínűségére, amelyek az annak fedezetétől szolgáló lakás tulajdonságaival, valamint a lakástulajdonosok jellemzőivel egyidejűleg kapcsolatban állhatnak.

**Több kutatás is vizsgálta a zöld hipotézist, és kisebb adatbázisokon sikerült igazolni is azt, bár nagyobb elemszámú mintán adathiány miatt statisztikailag szignifikáns módon egyelőre csak néhány alkalommal került alátámasztásra az energiahatékonyaság és a hitelkockázat közötti összefüggés.** A témában a legismertebb nagymintás vizsgálatokat az Egyesült Királyságban folytatták, ahol többen is kimutatták a jelenséget, például Guin és Korhonen (2020), valamint Guin és társai (2022). Emellett egyes európai részpiacokon szignifikáns kapcsolatot mutatott ki az energetikai jellemzők és egyes hitelkockázati jellemzők, illetve lakásárak között például Baccega és társai (2019), Schütze (2020), Hyland és társai (2013) és Adan – Fuerst (2016), illetve a hazai piacon Ertl és társai (2021), valamint az Európai Bizottság által létrehozott Energy Efficiency Financial Institutions Group (EEFIG) is foglalkozott a kérdéssel<sup>1</sup>. Az energetikai tulajdonságok és a hitelkockázati jellemzők közötti összefüggés alaposabb, hosszabb időszakot és nagyobb mintát magába foglaló vizsgálatához azonban elengedhetetlen nagyobb mennyiségű és jobb minőségű adatok rendelkezésre állása.

## **1.2. A zöld jelzáloglevelek megjelenése és elterjedése**

**A zöld jelzáloglevelek kibocsátása egyre népszerűbb világszerte, azon belül is elsősorban Európában, de a régióinkban is.** A zöld jelzálogkötvények állománya és aránya a világban ugyan még összességében alacsony, de dinamikus növekedés

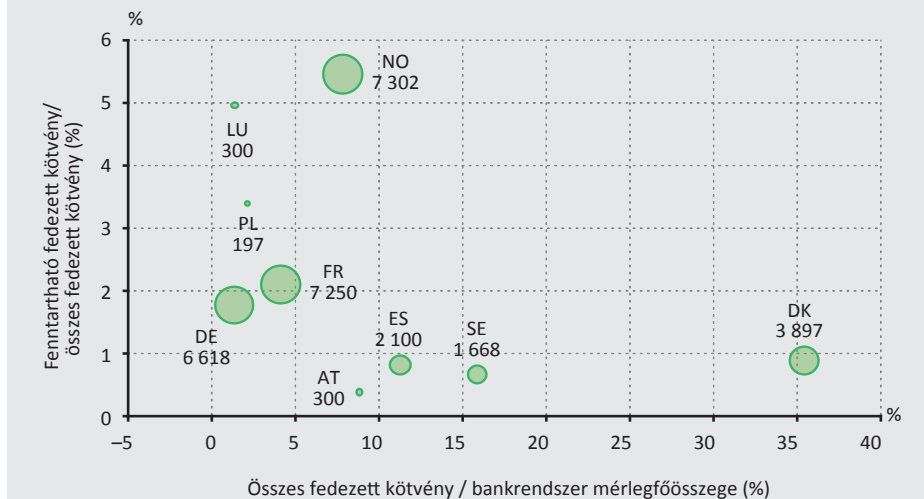
<sup>1</sup> [https://ec.europa.eu/eefig/news/are-energy-efficient-borrowers-less-risky-2021-07-05\\_en](https://ec.europa.eu/eefig/news/are-energy-efficient-borrowers-less-risky-2021-07-05_en)

figyelhető meg. Különösen néhány fejlett nyugat- és észak-európai ország (Németország, Norvégia, Svédország, Dánia, Franciaország) jeleskedik e tekintetben. A közép-kelet-európai régióban jelenleg Lengyelország emelkedik ki az ilyen értékpapírok kibocsátásában (1. ábra).

**Az első zöld jelzáloglevél (Pfandbrief) már 2015-ban kibocsátásra került Németországban, a Berlin Hyp jelzálogbank által, amelyet aztán számos további kibocsátás követett.** Németországban az erős jelzálogbanki hagyományok következtében a zöld jelzáloglevelek magas minőségének garantálása érdekében a helyi jelzálogbankokat tömörítő szervezet által a piaci szereplők maguk dolgozták ki a zöld jelzáloglevelekre vonatkozó minimális követelményeket, a törvényi előírásokkal összhangban, figyelembe véve az Európai Unió irányelveit is. A régióban elsőként Lengyelországban került sor zöld jelzáloglevél kibocsátására, a PKO Bank 2019-ben bocsátotta ki első jelzálogfedezetű zöld kötvényét. Ezt követően Magyarországon a régióban másodikként jelentek meg zöld jelzáloglevelek 2021-ben.

1. ábra

EGT országok zöld fedezett kötvényeinek állománya és jelentősége a pénzügyi közvetítésben (2020. december 31.)



Forrás: ECBC (2021), Eurostat. Megjegyzés: A fenntartható fedezett kötvények körébe a zöld jelzálogleveleken kívül egyéb értékpapírok is tartoznak, a zöld fedezett kötvények aránya a fenntartható fedezett kötvényeken belül mintegy 70 százalék. AT: Ausztria, DE: Németország, DK: Dánia, ES: Spanyolország, FR: Franciaország, LU: Luxemburg, NO: Norvégia, PL: Lengyelország, SE: Svédország. A buborékok mérete a fenntartható fedezett kötvények országonkénti állományával arányos, az állomány millió euróban jelenik meg az adatfeliratban.

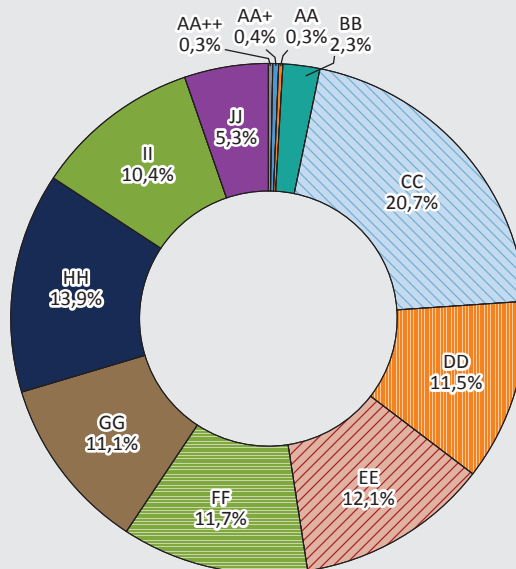
## 2. A zöld jelzáloglevelek megjelenésének ösztönzése Magyarországon

A zöld jelzáloglevelek kedvező tulajdonságainak megfelelően az MNB az elmúlt években több eszközzel is támogatta a hazai zöld jelzáloglevél-piac fejlesztését. A zöld jelzáloglevelek hazai megjelenése a stabil banki finanszírozás szempontjából előnyös. A zöld jelzáloglevelek megjelenése piacépítő hatású a teljes jelzáloglevél-piacra nézve, főként az új, akár külföldi befektetők megjelenése révén, ami kedvező a bankok finanszírozási struktúrája tekintetében is. Az eszközök és források közötti lejárat szerkezet javulhat, valamint csökkenhet a hazai bankok közötti jelzáloglevél-kereszttulajdonlás aránya, és így az ezzel összefüggő fertőzési kitettség is.

A zöld jelzálogleveleken keresztül támogatott zöld jelzáloghitelezés az épületállomány energetikai korszerűsödéséhez és a klímapolitikai célok eléréséhez is hozzájárul. Mivel Magyarországon az épületállomány felelős az elsődleges energiafelhasználás mintegy 40 százalékáért és a hazai épületek műszakilag és energetikai jellemzőiket tekintve elavultak (2. ábra), ezért jelentős energiamegtakarítási potenciál van az épületek energiafelhasználásának csökkentésében. Az energetikailag hatékony ingatlanokat finanszírozó zöld hitelek fedezetével kibocsátható zöld jelzáloglevél-források kedvező hozamkondíciói az ilyen jelzáloghitelek előnyben részesítésére ösztönözhetik a bankokat, ami akár kedvezőbb hitelkamatokban is lecsapódhat.

2. ábra

A 2016 és 2021 között kiadott energetikai tanúsítvánnyal rendelkező lakóingatlanok megoszlása energetikai besorolás szerint



Forrás: Lechner Tudásközpont

**Az MNB egyik fő célja a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program és az NHP Zöld Otthon Program elindításával az volt, hogy a fenntarthatósági szempontok a lakáshitelek piacán is érvényesülni tudjanak.** Az MNB 2021. július 1-jétől a zöld jelzáloglevél-piac kialakulásának támogatása érdekében módosította a Jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) szabályozást is. A meghozott intézkedések összhangban vannak az MNB zöld jegybanki eszköztár stratégiájában meghirdetett jövőképevel, miszerint legkésőbb az évtized végére egy olyan pénzügyi rendszer kialakítására van szükség, ami széles körűen figyelembe veszi és hatékonyan érvényesíti a környezeti fenntarthatósági szempontokat.

### 2.1. A JMM szabályozás mint kínálati ösztönző eszköz

**Az MNB által 2017. április 1-jétől előírt JMM szabályozás biztosítja a bankrendszerben a lakossági jelzáloghitelek jelzálogalapú forrásokkal történő hosszú lejáratú finanszírozását.** A JMM követelmény elvárja a bankoktól, hogy lakossági jelzáloghitel-állományuk legalább 25 százalékát jelzálogalapú forrással – jelzáloglevél-kibocsátással vagy jelzálogbanktól felvett refinanszírozási hitellel – finanszírozzák. A jelzáloglevél alapú, jelzáloghitellel fedezett források stabil, hosszú távú finanszírozási formának tekinthetők, amelyek forrásköltsége kedvező kockázati minősítésüknek köszönhetően viszonylag alacsony. Ezáltal a hitelintézetek kedvező feltételek mellett tudják csökkenteni mérlegen belüli lejáratú eltérésüket, és az egyre elterjedtebb hosszabb kamatperiódusú hitelek mellett mérsékelni tudják kamatkockázatukat is.

**Az MNB 2021. július 1-jétől a zöld jelzáloglevél-piac kialakulásának támogatása érdekében módosította a JMM szabályozást.** A JMM az eredeti pénzügyi stabilitási célok sérelme nélkül érdemi szabályozási ösztönzést képes adni a zöld jelzáloglevelek kibocsátásának. Ennek érdekében 2021-től a zöld jelzáloglevelek és refinanszírozási hitelek 150 százalékos súllyal vehetők figyelembe a JMM számlálójában (3. ábra). Az ilyen zöld forrásokkal szemben követelmény a kibocsátáskori, vagy refinanszírozási hitel esetén folyósításkori minimum 5 éves hátralévő lejárat, valamint a jelzáloglevelek – az International Capital Market Association Green Bond Principles (ICMA GBP), vagy a Climate Bonds Initiative Climate Bonds Standard (CBI CBS) – nemzetközi standardoknak való megfelelés, és annak harmadik minősítő fél általi tanúsítása. A jelzáloglevelek csak a mögöttes zöld fedezetek értékéig vehetők figyelembe stabil forrásként.

3. ábra

JMM számításának egyszerűsített képlete

$$\text{JMM} = \frac{\text{jelzálogbankos csoport} \quad \text{refinanszírozott bank}}{(1 * \text{JZL} + 1,5 * \text{zJZL}) - (1 * \text{RH}_a + 1,5 * \text{zRH}_a) + (1 * \text{RH}_k + 1,5 * \text{zRH}_k)}{\text{JZH} + \text{zJZH}} \geq 25\%$$

ahol a **JZL** jelzáloglevél, **zJZL** zöld jelzáloglevél, **RH<sub>a</sub>** nyújtott refinanszírozási hitel, **zRH<sub>a</sub>** nyújtott zöld refinanszírozási hitel, **RH<sub>k</sub>** felvett refinanszírozási hitel, **zRH<sub>k</sub>** felvett zöld refinanszírozási hitel, **JZH** = éven túli lakossági jelzáloghitel-állomány, **zJZH** = zöld éven túli lakossági jelzáloghitel-állomány

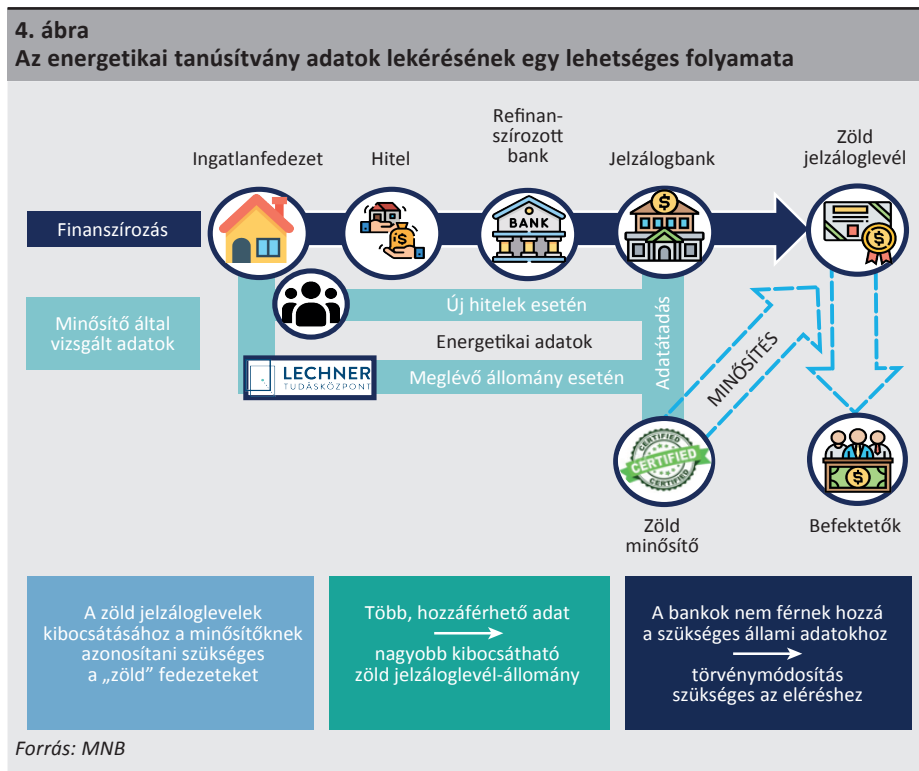
**A zöld források kedvezményes figyelembevétele az alacsony zöld kibocsátási arány miatt egyelőre mérsékelt hatással van az intézmények JMM megfelelésére, ami a jövőben várhatóan jelentősebbé válhat.** 2021. decemberi adatok alapján a bankszektor JMM szintjének átlaga 30,2 százalék volt, ami a zöld kedvezmény nélkül 1,2 százalékponttal alacsonyabb, 29 százalék lett volna. A JMM szint emelkedése leginkább a jelzálogbankkal rendelkező bankcsoportoknál jelentkezett, közülük két csoport esetében a 2 százalékpontot is meghaladta a kedvezménynek köszönhető emelkedés. A jövőben a zöld hitelállományok felépülésével a zöld források arányának növekedése és a kedvezményes kezelés emelkedő hatása várható.

**A JMM szabályozás 2022. július 1-től újra módosult, tovább támogatva a jelzáloglevél-piac fejlődését.** A legfőbb változás az elfogadható források devizanemét érinti: míg eddig csak a forint források voltak elfogadhatók a JMM-ben, addig a módosítást követően már a más devizában kibocsátott források is elfogadhatók bizonyos korlátozások és feltételek mellett. Emellett 1 évvel későbbre, 2023. október 1-jére toródik a korábban már bejelentett, a szabályozást érintő szigorító jellegű változások (szintemelés, banki kereszttulajdonlás korlátozása, tőzsdei bevezetés elvárása) hatályba lépése. A zöld források bevonásának további ösztönzése érdekében 2023 októberétől az újonnan kibocsátott deviza források közül csak a zöld források lesznek beszámíthatók a mutató számlálójába. Eddig az időpontig azonban a szintemeléshez való alkalmazkodás segítése, a zöld fedezetek felépítésének időigénye és a külföldi megjelenéshez szükséges taxonómiai bizonytalanságok miatt a nem zöld deviza források is elfogadhatók lesznek a mutató számítása során.

**A jelzáloglevél-piac további fejlesztése érdemben járulhat hozzá a nagyobb volumenű zöld jelzáloglevél-állomány felépüléséhez.** A deviza jelzálogalapú források elfogadása, valamint azok zöld minősítésének elvárása a JMM-ben támogatja majd a befektetői kör bővülését, és ezzel a jelzáloglevél-piac fejlődését, illetve a zöld jelzáloglevelek arányának növekedését. A deviza, illetve zöld deviza jelzáloglevelek megjelenése a külföldi szereplők befektetői érdeklődésének növekedésével, valamint a piac mélyülésével, összességében kedvező pénzügyi stabilitási következményekkel járna. A gyorsabb zöld átálláshoz, a jegybanki, kormányzati zöld programok hatékonyabb megvalósításához azonban elengedhetetlen lenne, hogy az ingatlanok legfontosabb energetikai jellemzőiről a hitelintézetek megfelelő információval rendelkezzenek (4. ábra).

**A jogszabályi környezet változása nélkül a fennálló zöld jelzáloghitel-állomány jelentős része nem beazonosítható, ami a megfelelő kockázatértékelést és a zöld szabályozói célok elérését is korlátozza.** Ezért az állam által, a Lechner Tudásközponton keresztül kezelt adatokhoz való jogszabályok által biztosított és hatékony hozzáférés kiemelkedő jelentőségű. A javasolt változás nélkül a bankok csak az újonnan folyósított ügyletek esetén érik el hatékonyan (az ügyféltől bekérve) a szükséges adatokat, ez azonban csak egy lényegesen kisebb és lassabban felépülő

állományt jelent. Továbbá érdemi lökést adhat a piacnak az, ha a zöld jelzáloghitelekre vonatkozó nemzetközi definíciós keretek egységesítésének folyamata, többek között az Európai Unióban is, felgyorsulna, amely segítené, hogy a zöld termékek körüli definíciós, taxonómiai problémák és kihívások mérséklődjenek.



## 2.2. Az MNB Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programja

**A Zöld eszköztár-stratégiájával összhangban az MNB 2021. augusztusban elindította Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programját.** A program alapvető célja a hazai zöld jelzáloglevél piac megteremtése és a legjobb gyakorlatok meghonosítása célzott vásárlásokon keresztül. A vásárlások által továbbá az MNB a mögöttes fedezetül szolgáló zöld jelzáloghitelek megjelenését és elterjedését is támogatja az előbbi céllal szoros összefüggésben, amellyel hozzájárulhat a hazai ingatlanállomány korszerűsítéséhez, ezáltal pedig a klímacélok eléréséhez. A jegybank célja, hogy a zöld szempontok érvényesüljenek a lakáshitelek piacán, amelyet a zöld jelzáloglevelek vásárlásán kívül az NHP Zöld Otthon programjával is támogat. Emellett a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program célja a környezettudatos fogyasztói szemlélet alakítása és ösztönzése. Továbbá az MNB a jelzáloglevél-piaci jelenlétének célzott

megújítása során a fenntarthatósági szempontok érvényesítése mellett törekedett a jelzáloglevél-piac fejlesztésében elért korábbi eredmények megőrzésére is.

### *2.2.1. Az MNB jelzáloglevél-piaci jelenlétének főbb paraméterei*

**A program kialakításakor az MNB törekedett arra, hogy a Zöld jegybanki eszköztár-stratégiában megfogalmazott módon, az érintett piaci szereplőkkel kooperálva alakítsa ki a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program paramétereit.** Egy olyan újszerű jegybanki program esetében, amely az egyik első célzott zöld eszközvásárlási program és egy még kialakulóban lévő piacot érint, a jegybank nagy hangsúlyt fektetett a piaci szereplők visszajelzéseire. Az MNB a program részleteinek kidolgozása során mind a feltételek, mind pedig a jegybanki piaci szerepvállalás kapcsán támaszkodott az érintettekkel folytatott egyeztetésekre.

**A program keretében az MNB a korábbi jelzáloglevél-vásárlási programjaihöz hasonló módon, az elsődleges és másodlagos piacon is hajtott végre ügyleteket, azonban célzott módon kizárólag kibocsátók zöld jelzálogleveleiből vásárolt.** Az elsődleges piaci vásárlások célja az új értékpapírok forgalomba hozatalának ösztönzése és támogatása volt, míg a másodlagos piaci jelenlét likviditási és piackarbantartási célokat szolgált. Nagyságrendet tekintve a jegybanki jelenlét az elsődleges piacon volt erőteljesebb, ahol az MNB a kibocsátásra kerülő mennyiség hozzávetőlegesen 40 százalékára tett ajánlatot. A program első szakaszában a vásárlások során az MNB törekedett arra, hogy egy Zöld jelzáloglevél-sorozaton belül a forgalomban lévő papírok 50 százalékánál nagyobb tulajdoni részesedést ne szerezzen.

**Az MNB a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program felülvizsgálata során, 2022. április 5-én a program feltételeinek szigorításáról és a vásárlások felfüggesztéséről döntött.** Miután a program sikeresen teljesítette az indulásakor kitűzött első célkitűzéseit és lefektette az új piaci szegmens hazai alapjait, a jegybanki szerepvállalás céljává a magasabb zöld minőséget képviselő jelzáloglevelek kibocsátásának ösztönzése vált. A zöld minőség fejlesztését az MNB a program feltételeinek szigorításán keresztül érheti el, amelynek részletesen paramétereiről konzultációt folytat az érintett piaci szereplőkkel.

Az MNB fenntartja a Jelzáloglevél-megújítási lehetőséget, amelynek keretében továbbra is van lehetőség a lejáró jelzáloglevelek megújítására, ami a korábbi programok által megteremtett likvid, transzparens és jól működő jelzáloglevél piac további erősítését szolgálja.

### 2.2.2. A Program részvételi feltételei

**Az MNB a programban való részvételt több feltételhez is kötötte, a kitűzött stratégiai célok támogatása érdekében.** A korábbi jelzáloglevél-vásárlási programjaihoz hasonlóan az MNB kizárólag Magyarország területén, magyar jog szerint nyilvánosan forgalomba hozott, forintban denominált, fix kamatozású, legalább 5 éves eredeti futamidejű jelzálogleveleket vásárol. Annak érdekében, hogy a hazai kialakuló zöld jelzáloglevél-piac megfeleljen a nemzetközi legjobb gyakorlatoknak, az MNB programjában történő részvétel feltétele a két nemzetközileg leginkább elterjedt zöld standard – a Climate Bonds Initiative<sup>2</sup> által kidolgozott Climate Bonds Standard<sup>3</sup> vagy az International Capital Market Association Green Bond Principles<sup>4</sup> – egyikének megszerzése, valamint a standardnak való megfelelés külső, független fél általi igazolása.

**A fenntarthatósági szempontok hangsúlyozása érdekében a részvételi feltételek kiterjednek az ügyféltájékoztatásra, valamint éves rendszerességgel nyilvános riport készítésére.** A program elindításával az MNB céljai között szerepelt a környezettudatos fogyasztói szemlélet alakítása és ösztönzése, amellyel összhangban a résztvevő kibocsátók számára ügyféltájékoztatási kötelezettséget írt elő. Továbbá a kibocsátónak vállalnia kell, hogy évente nyilvános riport keretében bemutatja a program keretében kibocsátott zöld jelzáloglevelek, valamint az ezek fedezeteként szolgáló jelzáloghitelek biztosítékát jelentő ingatlanok jellemzőit. A riportálási kötelezettség támogathatja a fejlődésben lévő hazai zöld értékpapír-piac transzparenciáját és a legjobb gyakorlatok elterjedését a hazai pénzügyi rendszerben.

**Mindezek mellett a feltételek a korábbi jelzáloglevél-vásárlási programokban alkalmazott gyakorlathoz hasonlóan támogatják a piaci transzparenciát és likviditást is.** Ennek megfelelően kötelező a jelzáloglevelek tőzsdére történő bevezetése, valamint a nap rendszerességgel árjegyzés biztosítása. Továbbá a hazai piaci struktúrából adódóan a feltételek teljesítése refinanszírozási megállapodással érintett jelzáloglevelek kibocsátása esetén is kötelező érvényű, amelyek betartását egyes feltételek esetében a piaci szereplők erről szóló megállapodás egymással való megkötésével teljesíthetnek.

---

<sup>2</sup> <https://www.climatebonds.net/>

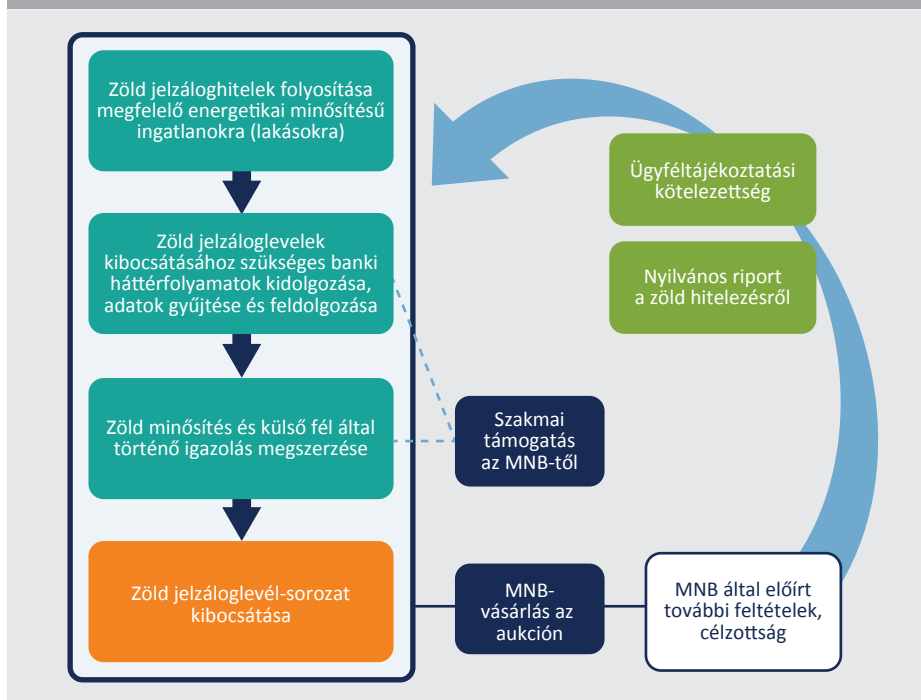
<sup>3</sup> <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>

<sup>4</sup> <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>



5. ábra

A zöld jelzáloglevelek kibocsátásának folyamata és feltételei a Zöld jelzáloglevél-vásárlási program keretében



### 3. Az első kibocsátások és a hazai zöld jelzáloglevél-piac létrejötte

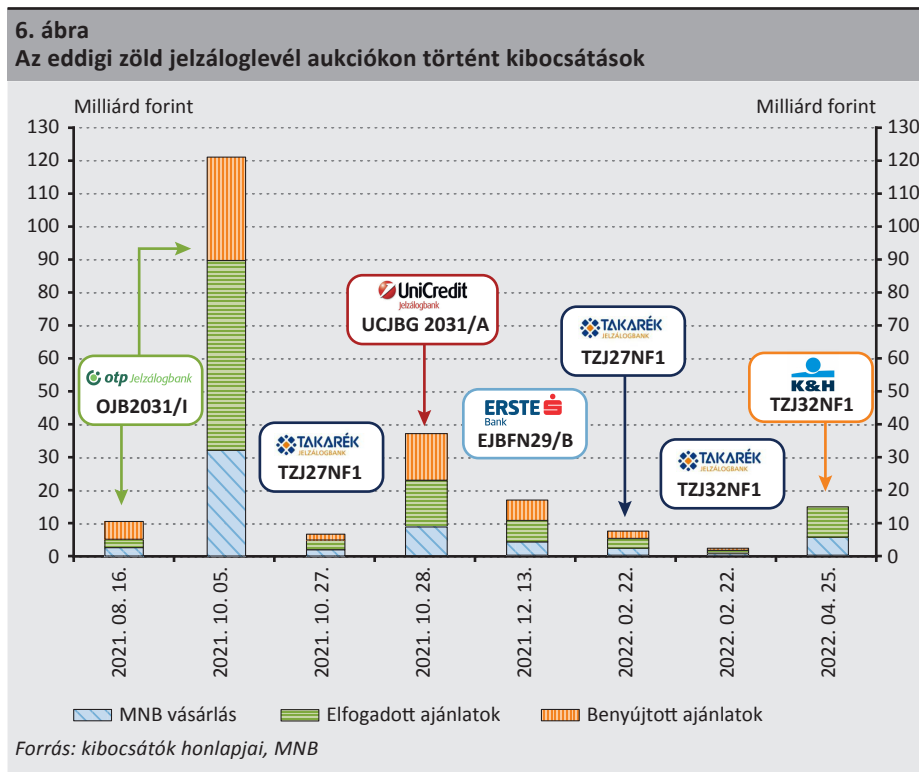
Közel egy év tapasztalata azt mutatja, hogy a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program katalizátorként tudott működni, megteremtve a hazai zöld jelzáloglevél-piacot. A célzott jegybanki intézkedéseknek köszönhetően már 2021 augusztusában megtörtént Magyarországon az első zöld jelzáloglevél-kibocsátás az OTP Jelzálogbank által, így megszületett a hazai zöld jelzáloglevél-piac. A program elindítását követően csupán néhány hónap elteltével több piaci szereplő is hajtott végre kibocsátásokat, 2022 áprilisára pedig már mind az öt aktív hazai jelzálogbank bocsátott ki zöld jelzáloglevelet.

A zöld értékpapírok kibocsátásának gyakorlatának megfelelően a jelzálogbankok először egy zöld jelzáloglevél keretrendszert alakítottak ki, majd ezt követően kezdhették meg az értékpapír-sorozatokat kibocsátását. A kibocsátók által alkalmazott nemzetközi standardok eltérőek voltak; a jelzálogbankok közül négy a Green Bond Principles-nek megfelelő keretrendszert dolgozott ki, egy pedig a Climate Bonds Standardot választotta. A program eddigi tapasztalatai azt mutatják, hogy az egyes banki zöld jelzáloglevél keretrendszerek részleteiben nagy különbségek lehetnek, amik befolyásolhatják a potenciálisan kibocsátható zöld jelzáloglevelek mennyiségét.

### 3.1. A kibocsátott zöld jelzáloglevelek főbb jellemzői

**A program elindulása óta a résztvevők több, mint 156 milliárd forint értékben bocsátottak ki zöld jelzáloglevelet.** A zöld kibocsátások mértéke így már megközelítette a teljes forint alapú jelzáloglevél-piac 10 százalékát. A teljes kibocsátott mennyiség érdemi része, 95 milliárd forint névérték az OTP Jelzálogbankhoz kötődik, ahogyan a legnagyobb kibocsátás is, az intézmény 2021 októberében 90 milliárd forint névértéken bocsátott ki a OJB2031/I jelű sorozatból. A TakarékJelzálogbank már két sorozatot is bocsátott ki a program keretében, 2021 októberében a TZJ27NF1 jelű sorozat kibocsátása után 2022 februárjában a TZJ32NF1 sorozatot is forgalomba hozta.

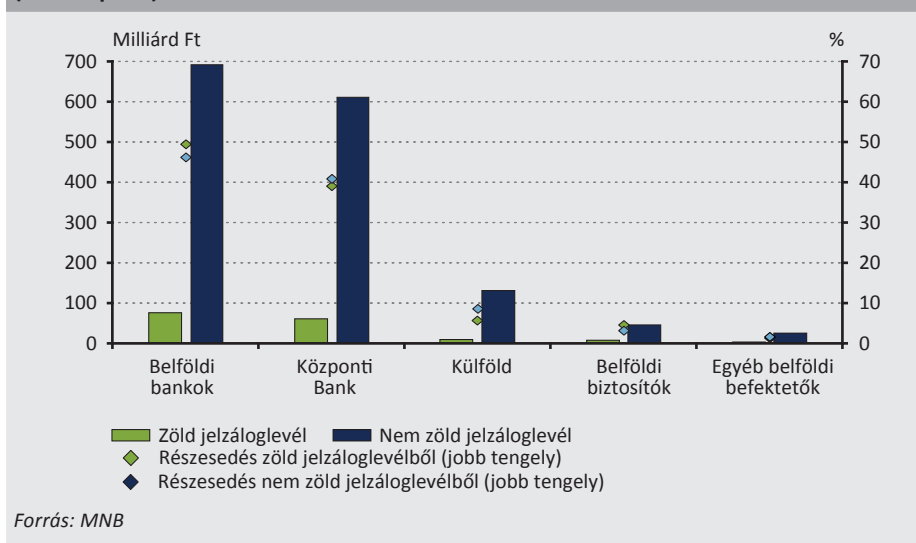
**A program keretében kibocsátott jelzáloglevelek futamideje 5 és 11 év között alakult, míg a mennyiséggel súlyozott átlagos futamidő meghaladta a 10 évet.** A zöld jelzáloglevelek elsődleges piacán kialakuló állampapír-piachoz viszonyított felárak mennyiséggel súlyozott átlaga enyhén pozitívan alakult az eddigi aukciók során, azonban volt olyan kibocsátás is, ahol az értékesítési átlaghozam a releváns állampapír-piaci hozam alatt alakult. A papírok által fizetett kamatszint 2,50 százalék és 6,75 százalék között alakult, amely intervallumot az eltérő futamidők mellett a program elindulása óta szignifikánsan megváltozott hozamkörnyezet is magyaráz.



### 3.2. Befektetői kör

Bár a zöld jelzáloglevelekre nagy kereslet mutatkozik, egyelőre a befektetői kör nem tér el érdemben a nem zöld jelzáloglevelektől. A befektetői kört az MNB mellett a zöld papírok esetében főként a hazai bankok és pénzintézetek alkották, valamint vásároltak a papírokból hazai biztosítók és nyugdíjpénztárok is, hasonlóan a korábban kibocsátott jelzáloglevelekhez. Az eddig kibocsátott zöld jelzáloglevelek aukción a benyújtott ajánlatok átlagosan az elfogadott ajánlatok közel másfélszeresét tették ki, valamint csupán egy aukción alakult ki aluljegyzettség, ez alapján tehát elmondható, hogy jelentős volt a befektetői érdeklődés irántuk. A tulajdonosi szektorok vizsgálatából azonban kiderül, hogy a befektetők köre egyelőre nem szélesedett érdemben a nem zöld kibocsátásokhoz képest, továbbra is a hazai bankok és az MNB számítanak a fő vásárlóknak (6. ábra). A jövőben azonban az egyéb befektetők arányának növekedésére lehet számítani, egyrészt a zöld befektetési formák (pl. befektetési alapok) szerepének növekedésével, másrészt a külföldi befektetők nagyobb szerepével. Az eddigi JMM elvárások miatt a zöld jelzáloglevél-kibocsátások forintban valósultak meg, amivel a kibocsátók kevésbé tudják megszólítani a külföldi befektetőket. Mivel a jövőben lehetőség nyílik a deviza források JMM-ben való elfogadására is, és ennek alapján megindulhatnak a deviza kibocsátások, a jövőben várhatóan a külföldi befektetők is nagyobb arányt képviselhetnek. A külföldi piacok megcélzása kapcsán még kiemeltebbé válik a zöld szempontrendszer magas fokú érvényesítése, amire az MNB is nagy figyelmet fordít.

**7. ábra**  
Zöld és nem zöld jelzáloglevél-állomány tulajdonosi szektorok szerinti megoszlása (2022. április)



**Az MNB a program indulása óta közel 61 milliárd forint névértéken vásárolt zöld jelzálogleveleket.** A jegybanki vásárlások döntő része az elsődleges piacon történt, míg a másodlagos piacon csupán kisebb vásárlásokat hajtott végre, elsősorban piackarbantartási céllal. A program keretében történt vásárlások mértéke emellett a célzott jellegből adódóan szignifikánsan kisebb, mint az állampapír-vásárlási programban, vagy az NKP keretében alkalmazott mennyiségek. Az MNB a hazai zöld jelzáloglevél-piac megteremtését követően a keresleti oldalról tovább támogatja a piacot a JMM-szabályozás új módosításával.

## Felhasznált irodalom

Adan, H., & Fuerst, F. (2016). *Do energy efficiency measures really reduce household energy consumption? A difference-in-difference analysis*. Energy Efficiency 9, 1207–1219 (2016).

Baccegá, T., Bedin, A., Billio, M., Hristova, I., & Riedel, M. (2019). *Technical report on the portfolio analysis of banks' loan portfolios*. EeMAP WP5/D5/2

ECBC. (2021): *European Covered Bond Fact Book 2021*.

Ertl, A., Horváth, Á., Mónus, G., Sáfian, F. & Székely, J. (2021). *Az energetikai jellemzők és az ingatlanárak kapcsolata*. Statisztikai Szemle, 99. évfolyam 10. szám 923–953. o.

Guin, B., & Korhonen, P. (2020). *Does energy efficiency predict mortgage performance?* Bank of England working papers 852, Bank of England.

Guin, B., Korhonen, P., & Moktan, S. (2022). *Risk differentials between green and brown assets?* Economics Letters, 110320.

Hyland, M., Lyons, R., & Lyons, S. (2012). *The value of domestic building energy efficiency - evidence from Ireland*. Energy Economics. 40. 10.2139/ssrn.2096296.

Schütze, F. (2020). *Transition Risks and Opportunities in Residential Mortgages*. DIW Berlin Discussion Papers No. 1910.

# A fedezetkezelés zöld fordulata

Kiss László – Manasses Gergely – Straubinger András

*A fedezetkezelés a hagyományos jegybanki eszköztár egyik központi eleme, hisz a jegybankok a bankrendszer számára kizárólag fedezett formában nyújthatnak hitelt. Az elmúlt években jegybanki és piaci oldalról is egyre többször fogalmazódott meg az igény a jegybanki fedezetkezelés zöldítése, a klímakockázatok integrációja iránt. A gondolat háttérben az áll, hogy egyrészt a fedezetkezelés szoros összefüggésben van a bankrendszeri likviditás- és eszközmenedzsmenttel, a fedezetkezelési keretrendszer módosítása befolyásolhatja a banki eljárásrendeket, a zöld piacok fejlődését. Másrészt a klímakockázatok hangsúlyosabb figyelembe vétele a jegybankok kockázatkezelése terén is előrelépést jelenthet. A hatékony monetáris politika megvalósítása érdekében a jegybankok érdemi klímakockázati kitettsége okán megkerülhetetlen a monetáris politikai eszközök kapcsán a klímakockázati aspektusok vizsgálata. Az MNB alapvetően proaktívan áll a klímakockázati kérdésekhez, amely megközelítés a fedezetkezelésre is jellemző. Ennek megfelelően 2021-22-ben az MNB fejlesztette a fedezetként elfogadott eszközökre vonatkozó transzparencia szintjét és a zöldkötvény-piacok támogatása érdekében jegybanki körben elsők között definiált preferenciális haircut-értékeket zöld eszközök vonatkozásában. Az MNB a módszertanok fejlesztése, a transzparencia növelése és a gyakorlati lépések terén egyaránt vizsgálja a továbblépési lehetőségeket, a klímakockázatok fedezetkezelési keretrendszerbe történő integrációjának optimális kereteit.*

## 1. A fedezetkezelés szerepe, működése, gyakorlata

### 1.1. A jegybanki fedezetkezelés általános szempontjai

**A jegybankok a normál monetáris politikai eszköztárak részeként fedezett hitelfelvételi lehetőséget biztosítanak a bankrendszer számára.** A hitelnyújtás számos jegybanki célt szolgál: kedvezményes hitelek biztosításával a központi bank ösztönözheti a bankrendszer hitelezési tevékenységét (pl. NHP); a hitelekre fizetett kamatok jelentik a monetáris transzmisszió egyik csatornáját; a hitelintézetek számára a likviditás fontos forrása lehet a jegybanki hitelkeret<sup>1</sup>. Azaz összességében a hitelezési lehetőség léte, megfelelő működése jegybanki és hitelintézeti oldalról is prioritás.

<sup>1</sup> Ennek egy speciális formája az LoRL – Lender of Last Resort – rendelkezésre állás. Más néven ELA (Emergency Liquidity Assistance). Piaci stressz idején, ha egy szolvens hitelintézet már minden piaci likviditási forrását kihasználta, a normál fedezeti körön kívüli fedezetek felajánlásával átmeneti hitelért folyamodhat a jegybanknál, amely különböző szempontok mérlegelését követően dönt a folyósíthatóságról.

**Jegybanki hitelnyújtás kizárólag fedezett formában történik.** A monetáris politika gyakorlása törvényben meghatározott alapvető jegybanki feladat, ennek részeként a fedezett hitelezési tevékenység is, amely feltételezi a transzparenciát, az elszámoltathatóságot, az egyenlő bánásmódot. Fedezetlen módon történő hitelnyújtás esetén nagyobb eséllyel szembesülnének a jegybankok a hitelezési tevékenységük során veszteséggel. Közintézményként a közpénzekkel kapcsolatosan elszenvedett veszteség – azontúl, hogy költség az adófizetőknek – komoly reputációs kockázatot jelent a jegybankok számára (Bindseil et. al. 2017). A fedezetlen hitelnyújtás alapos és időigényes kockázatelemzést igényelne, amely érdemben lassítaná a monetáris politika működése során elvárt gyors jegybanki lépéseket. A jegybankok nagy számú, különböző hitelminőségű bankkal állnak kapcsolatban, így előfordulna, hogy egyes banki szereplők nem juthatnának, vagy nem azonos feltételekkel jutnának fedezetlen módon jegybanki forráshoz, ami nem lenne piacsemleges. Az eltérő partnerkockázat figyelembevétele eltérő kamatszinten történő hitelezést indokolna, ehelyett a jegybankok a fedezett hitelnyújtás melletti egységes kamatszintet használják a monetáris politikában, ahol az elfogadott fedezet okán a hitel árazásban nem jelenik meg az eltérő partnerkockázat.

**A fedezetkezelés keretrendszerét monetáris politikai, kockázatkezelési és operációs szempontok is befolyásolják.** Egy fedezett hiteleszköz esetében a hitelkonstrukció szignifikáns részét a fedezetkezelési elvek és eljárások meghatározása jelenti. A jegybankoknak olyan rendszert kell kialakítani, amely hatékonyan üzemeltethető (jegybanki és hitelintézeti oldalon is), minimalizálja a jegybank kockázatait, ugyanakkor megfelelően támogatja a jegybanki célt, amelyre a hiteleszköz kialakításra került.

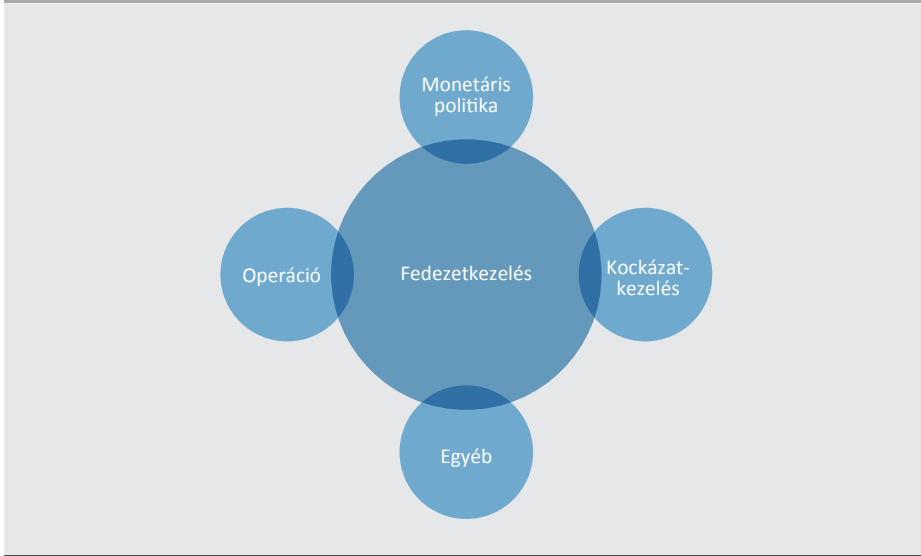
– **Monetáris politikai cél:** A hiteleszköz központi eleme a megvalósítandó monetáris politikai cél azonosítása, amelyet a fedezetkezelésnek is támogatnia kell. A széles skálán mozgó monetáris politikai célok eltérő módon befolyásolják a fedezetkezelést. Bankrendszeri likviditási szempontból például kiemelt jelentősége van a pénzügyi piac szerkezetének, fejlettségi fokának, vagy hogy strukturális likviditástöbblet/hiány van-e az adott pénzügyi rendszerben. A keretrendszer időben is változik, más konjunktúra idején, mint válsághelyzetben, utóbbi esetben a fedezeti kör jellemzően bővül. A fedezetkezelési szabályok módosításával aktívan támogathatók egyes piaci szegmensek (pl. árjegyzett értékpapírok, zöldkötvények preferenciális kezelése<sup>2</sup>). Célzott hiteltermék esetén (pl. KKV-hitelezés támogatása) a bankok által nyújtott hitelek fedezetként történő elfogadásának keretei, feltételei mérlegelendők.

---

<sup>2</sup> Egy értékpapír fedezetként történő elfogadásának pozitív hatása van az értékpapír árára, ezt hívják elfogadhatósági prémiumnak. Ezáltal pusztán egy értékpapír-csoport elfogadhatóvá tételével, haircut-csökkentéssel pozitív hatás gyakorolható az adott piaci szegmensre. Schoenmaker 2019 több példát is hoz erre.

## 1. ábra

## A fedezetkezelés keretrendszerének háttére



- **Kockázatkezelés:** A kockázatkezelési szempontok okán a jegybanki fedezetkezelés alapvetően konzervatív. Cél, hogy kellően nagy eséllyel ne érje veszteség a jegybankot a hitelezés során. A konzervatív szemlélet megjelenik az elfogadható fedezeti kör meghatározásában és haircutok alkalmazásában is.<sup>3</sup>
- **Operáció:** A fedezetkezelés központi eleme az értékpapírok nagyrészt automatizált zárolása/zárfeloldása, értékelése. Ennél bonyolultabb eljárások tartoznak a kevésbé standardizált kialakítású eszközök, például hitelkövetelések fedezetként történő elfogadásához.<sup>4</sup> Fontos, hogy a fedezetkezelési rendszer működése kellően transzparens és robusztus legyen, a hiba és működési kockázat kiküszöbölésével, a kapcsolódó humán erőforrás-igény minimalizálásával.
- **Egyéb:** A fedezetkezelés során alkalmazott keretrendszer jegybankonként változó, több – a fentiekben bemutatottakon túli – szempont alapján kerül a végső formája kialakításra (például függ a jegybankra vonatkozó törvényi szabályozástól).

<sup>3</sup> Az alapvetően konzervatív jegybanki megközelítést fontos a helyes kontextusban kezelni. A jegybanki fedezetkezelés egyik központi feladata a likviditási transzformáció támogatása, azaz kevésbé likvid fedezetekért likviditás nyújtása. Ennek során a jegybank olyan eszközöket is elfogad fedezetként, amelyek a piac nem (pl. hitelkövetelések). Ehhez hasonlóan például egy válsághelyzetben a jegybankok jellemzően bővítik a fedezetek körét, szemben a bankrendszer inkább szűkítő likviditásnyújtási megközelítésével.

<sup>4</sup> A fedezetkezelési keretrendszer működésének sokféle aspektusa van. Az egyik első eldöntendő kérdés a hitelek fedezetekhez történő hozzárendelésének módja. E tekintetben alapvetően kétféle rendszert lehet a fedezetkezelésben megkülönböztetni az ún. earmarking rendszert, ahol az egyes nyújtott hitelekhez megpántlikázásra kerül a mögöttes elhelyezett fedezet, illetve a pool alapú rendszert, ahol a piaci partnernek nyújtott összes hitelállomány egy fedezeti poolal kerül szembeállításra.

**A fedezetkezelésben vannak általánosan használt kockázatkezelési eszközök, mint az elfogadhatósági kritériumok vagy a haircut-rendszer.** A jegybanki eszköztárak nagy eltéréseket tudnak mutatni kialakításukban, amely igaz a fedezetkezelési keretrendszerekre is (BIS 2013). Ugyanakkor vannak általánosan használt kockázatkezelési eszközök, amelyek alkalmazását minden jegybank mérlegeli a keretrendszer kialakításakor.

– **Elfogadhatósági feltételek:** A fedezetkezelési keretrendszer fontos eleme az elfogadható fedezetek körének optimális meghatározása. Az elfogadhatósági feltételek a legkockázatosabb, legnehezebben kezelhető (árazható, értékesíthető, elvonható) eszközöket kiszűrik a fedezeti körből. A jegybankok jellemzően nagyban támaszkodnak a hitelminősítők minősítéseire, azokat hitelkockázati küszöbként alkalmazva. (Ugyanakkor a hitelkockázat megragadásának vannak más eszközei is jegybanki körben, például belső minősítések készítése.<sup>5</sup>) A piaci kockázat is releváns szempontként jelenhet meg az elfogadhatósági feltételekben, például az igen volatilis részvények fedezetként történő elfogadásának tiltásával. Fontos, hogy a fedezetet elhelyező fél esetleges nem teljesítése esetén a jegybank a fedezet elvonásával, majd értékesítésével a lehető leggyorsabban kárpótolni tudja magát. A jegybankok törekednek a viszonylag egyszerűen átlátható és könnyen megismerhető kockázatokot tartalmazó instrumentumok elfogadására és kerülnek a komplex instrumentumok elfogadását, biztosítva ezzel is egy esetleges fedezetlikvidálás hatékony végrehajtását. Mindazonáltal a monetáris politikai célok szem előtt tartása mellett (pl. bankrendszer likviditás-ellátásának biztosítása), tekintettel arra, hogy a jegybankok szerepükből adódóan saját devizában mindig likvidek maradnak, a bankrendszer egyéb szereplőihez képest megfelelő haircutok mellett nagyobb hajlandósággal fogadnak el fedezetként kevésbé likvid eszközöket.

– **Haircut:** A haircut az elfogadható fedezet befogadási árának meghatározása során alkalmazott kockázatkezelői eszköz. Minél magasabb egy fedezeti eszközosztály piaci-, hitel- vagy likviditási kockázata a jegybankok annál magasabb haircut értéket alkalmaznak az értékelés során. A haircutok a fedezet-elvonás és értékesítés (likvidálási periódus) alatt potenciálisan bekövetkező negatív átértékelődéstől védik a jegybankot. Idegen devizában denominált fedezetek esetében a devizakockázat magasabb haircutok alkalmazásával kezelhető. A kamatláb-kockázat (felár-kockázat) az eszközök kapcsán lejárat, kamatozás, szektor szerint differenciált haircut alkalmazásával kerül figyelembe vételre. Likvid értékpapírok esetében a haircut meghatározása egyszerűbb, kevésbé likvid eszközök, például hitelkövetelések esetében több modellezést igénylő feladat.

---

<sup>5</sup> Az EKB fedezetkezelési keretrendszerében alapvetően 3-féle minősítés alkalmazható: külső hitelminősítők (ECAI); bankok belső modelljei (IRB) és jegybanki belső minősítés (ICAS). Ennek részletes leírását lásd (EU) 2015/510, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014O0006-20210101>.



- **Árzás:** Fontos szempont a fedezetek piaci likviditása, egyes eszközosztályokkal (pl. állampapírok) nagy volumenben kereskednek, ezek esetén tényleges, megbízható árak állnak napi szinten rendelkezésre, míg más eszközosztályok kevésbé likvidek, nincs megbízható árak. Ezek árázása teoretikus árázással történik, egy kiválasztott hozamgörbe és az eszköztípusra jellemző felár használatával. (A hitelkövetelések esetén jellemző, hogy ár helyett a jegybank névértéken értékeli ki az eszközt, a haircutban megjelenítve az árázási bizonytalanságokat.)
- **Egyéb limitek:** Az elfogadhatósági feltételek és haircut-mátrix mellett a jegybankok egyéb feltételeket is meghatározhatnak a fedezeteként történő elfogadás kapcsán. Ezek között ki kell emelni a kapcsolt vállalkozások által kibocsátott értékpapírok fedezetként történő használatának tilalmát (Weber 2016), amely a wrong-way-risk kockázatát hivatott kezelni<sup>6</sup>. Emellett egyes jegybankok definiálnak koncentrációs limiteket is, amelyek pl. az egyes banki pool-ok esetében korlátozzák gyengébb minőségű, kockázatosabb eszközök nagy arányú zárolását.
- **Kiértékelés:** A fedezetek értékének napi meghatározása szintén szükséges az alulfedezettség elkerüléséhez. A folyósított hitelek aktuális értékéhez mérve az adós felszólítható addicionális fedezet elhelyezésére.

## 1.2. Fedezetkezelés az MNB-ben

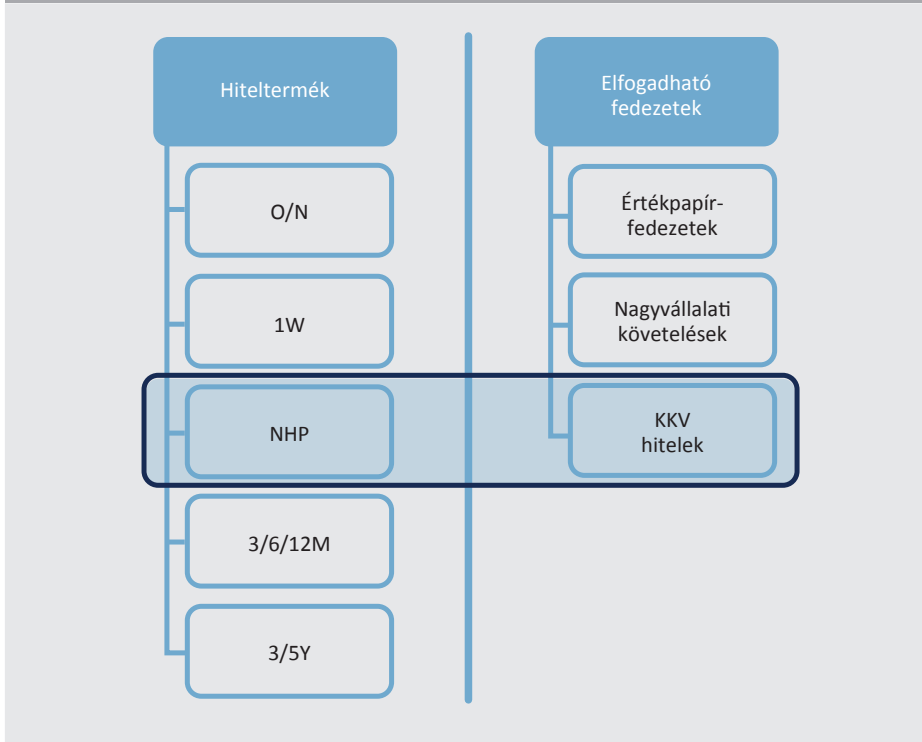
**Az MNB többféle fedezett hitel-eszközzel rendelkezik.** A magyar jegybanktörvény előírásainak megfelelően az MNB-től az ügyfél monetáris politikai eszközként jegybanki hitelt csak megfelelő biztosíték fejében kaphat<sup>7</sup>, a monetáris politikai műveleteken, a fizetési rendszerek működésével kapcsolatos hitelnyújtáson és a rendkívüli hitelnyújtáson kívül pedig nem finanszírozhatóak a hitelintézetek. Az MNB által meghirdetett, honlapon publikált Üzleti Feltételek (MNB 2022c), valamint az NHP Keretszerződése és terméktájékoztatója<sup>8</sup> szabályozza a fizetési forgalom zökkenőmentességét biztosító napon belüli hitelnél, az egynapos fedezett hitelnél, az azonnali (kiegészítő) hitelnél, a hosszú lejáratú fedezett hitelügyleteknél, valamint az NHP hiteleknél elfogadható fedezetek körét.

<sup>6</sup> Ez a kockázat a fedezetkezelésben akkor áll fenn, ha a pénzügyi ügyfél és az általa zárolt fedezet hitelkockázati romlása között magas a korreláció.

<sup>7</sup> 2013. évi CXXXIX. tv. 18. §. a) pont. A fedezetkezelési keretrendszer nem vonatkozik a jegybank „végső hitelező” (LoLR) funkciójához köthető hitelekre. A LoLR funkciót az egyedi hitelintézeti válságok kezelésével kapcsolatos egyedi körülmények befolyásolják.

<sup>8</sup> A releváns dokumentumok elérési útvonala: <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/novekedesi-hitelprogram-nhp>

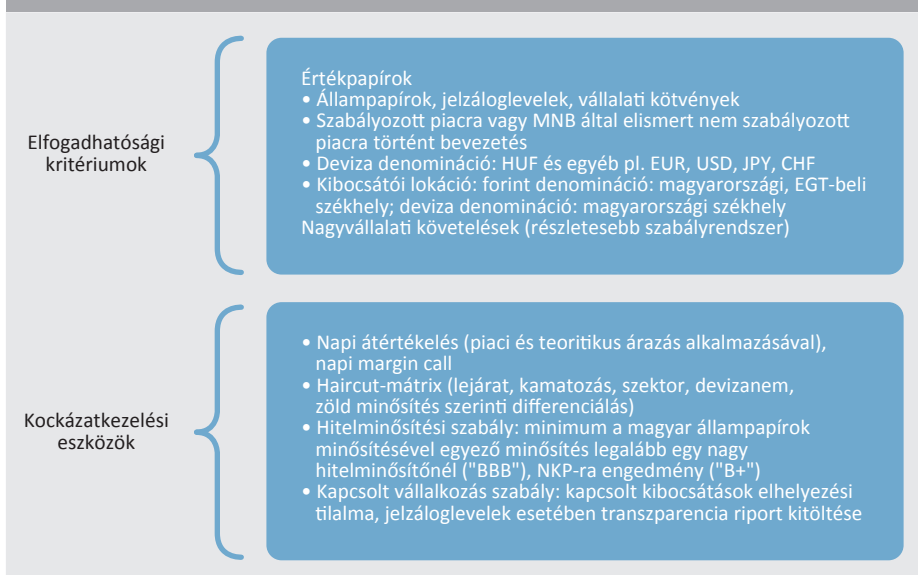
**2. ábra**  
**Az MNB által nyújtott hitelek és a velük szemben elfogadható fedezetek (pooling rendszer)**



**Az MNB pool alapú, összevont fedezetkezelést végez.** Az MNB az összes hitel-instrumentuma mögött azonos eszközöket fogad el fedettként, ugyanakkor KKV-hitelkövetelés csak NHP hitel mögé zárható. Az MNB a fedezeteket és a hiteleket is pool-alapon értékeli ki és állítja egymással szembe (az NHP hitelkövetések kivételével). Az ügyfélnek nyújtott hitelek fedezetét képező elfogadható fedezeti pool részét képezik az ügyfél által a KELER Zrt.-nél jegybanki kedvezményezettséggel zároltatott elfogadható értékpapír-portfólió, az elfogadható nagyvállalati követelések, valamint az NHP hitelekből folyósított KKV hitelkövetések is. Az értékpapír portfólió összetételének a megváltoztatását az ügyfelek a KELER Zrt.-nél kezdeményezhetik. A bankok a nagyvállalati hitelkövetelések és KKV hitelkövetések MNB javára való jelzálogba adását, az MNB irányába szolgáltatott adatokkal, dokumentumokkal kérhetik.

## 3. ábra

## Az MNB fedezetkezelésben alkalmazott védelmi vonalak

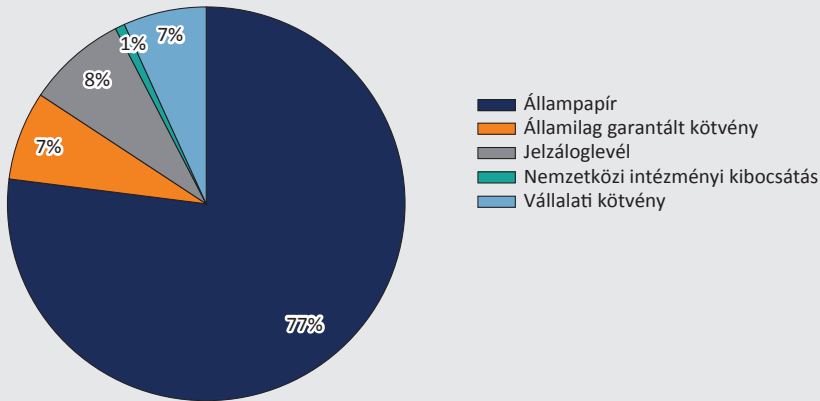


**A fedezetértékelés keretében a fedezeti pool értéke, illetve a jegybanki fedezett hitelek állománya naponta ártértékelésre kerül.** A nap végén a rendszer összehasonlítja a fennálló hitelek felhalmozott kamattal növelt állományát az értékpapír portfólió, a nagyvállalati követelések és – az NHP Hitelek esetében – a KKV hitelkövetelések fedezeti értékével. Ha a fedezeti érték az újraértékelt hitelek értéke alá csökken, pótlólagos fedezet bekérésére (margin call) kerül sor.

**Az elfogadható fedezeti kör gerincét likvid, magyar állampapírok teszik ki.** A gyakorlatban a teljes magyar értékpapír-piac kibocsátásai elfogadhatók fedezetként, illetve az NHP-s KKV, valamint nagyvállalati követelések. Az elfogadható (jegybankképes) értékpapírok valamely szabályozott piacra vagy az MNB által elfogadott nem szabályozott piacra bevezetett, forintban vagy devizában denominált, forgalomképes kötvények. A kibocsátás, a kibocsátó vagy a kibocsátást garantáló fél minimum a Magyar Állam által kibocsátott állampapírokkal megegyező hosszú lejáratú minősítéssel kell, hogy rendelkezzen legalább egy, az MNB által elfogadott hitelminősítő valamelyikénél. Elfogadható értékpapírok a hitelminőségi kritérium teljesítése mellett a forintban vagy attól eltérő devizában denominált, a Magyar Állam által kibocsátott államkötvények, a diszkontkincstárjegyek, forintban és attól eltérő devizában denominált banki kötvények, vállalati kötvények, a Növekedési Kötvény Programban résztvevő vállalati kibocsátások, jelzáloglevelek. Mindezek figyelembe vételével a fedezeti kör lefedi gyakorlatilag a teljes magyar kötvény-piacot.

4. ábra

Az MNB javára zárolt értékpapír fedezeti pool összetétele (2022.03.10.)



**Az MNB fedezet-specifikus haircut-értékeket használ.** Érdeemes különbséget tenni az értékpapírok és a hitelkövetelések esetében használt haircut-értékek koncepciója között. Az értékpapírok esetében a haircut elsősorban az árfolyamkockázat (deviza-, kamatláb, felár-kockázat) kezelésére szolgál, ahol az MNB egy relatíve rövid, pár napos, hetes likvidálási periódussal számol. A nagyvállalati követelések, KKV követelések esetében a fedezeti portfólió egyben történő értékesítése várhatóan több időt vesz igénybe (fél év-1 év), így a befogadási mértékek kapcsán a hitelkockázat szerepe, árazása kiemelt jelentőségű. Az MNB az egyes értékpapír-fedezeteket tulajdonságaik (például likviditásuk) alapján különböző értékpapír-kategóriákba sorolja és ezeket L1-től L8-ig jelöli, az L9-es vállalati hitelek mellett. Emellett a kamatozás típusa és a hátralévő futamidő hossza determinálja a haircut mértékét. A fedezetkezelésben alkalmazott értékpapírcsoportok definiálása és rájuk vonatkozó tenoronkénti haircut értékek táblázata (haircut hirdetmény) az MNB honlapján transzparens módon publikálásra kerül, ahogy az értékpapír fedezetek napi befogadási ára/mértéke is.

## 1. táblázat

Az MNB által elfogadott fedezetek esetében alkalmazott kockázatkezelési paraméterek (%) (MNB 2021)

Futamidő (év)	L1		L2			L3			L4			L5	L6			L7			L8	L9
	Fix	Zéró	Fix	Zéró	Vált.	Fix	Zéró	Vált.	Fix	Zéró	Vált.		Fix	Zéró	Vált.	Fix	Zéró	Vált.		
0-0,5	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,5	3,5	3,5	4,5	4,5	4,5	5	10	
0,5-1	1,0	1,0	1,5	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	4,0	4,0	4,0	5,5	5,5	5,5			
1-3	2,5	2,5	5,5	5,5	2,5	6,5	6,5	2,5	5,5	5,5	2,0	5,5	5,5	5,0	8,5	8,5	7,5	15	20	
3-5	4,5	4,5	9,0	9,5	3,0	10,5	11,0	3,5	9,0	9,0	2,5	40	7,0	7,0	6,0	11,5	11,5	10,0	25	30
5-7	6,0	6,0	12,0	13,0	4,0	14,0	14,5	4,0	11,5	12,0	3,0	8,5	9,0	7,5	14,5	15,0	12,5	30	40	
7-10	7,5	8,0	15,5	17,0	5,0	18,0	19,5	5,0	15,0	16,0	4,0	11,0	11,5	9,0	18,5	20,0	16,0	45	50	
10-	9,5	11,5	20,0	23,5	6,0	22,5	26,0	6,5	19,0	22,0	5,0	14,0	15,5	11,0	24,5	28,0	20,5			60

A legalacsonyabb haircut a likvid állampapírokhoz köthető (L1), míg a legmagasabb a legkevésbé standard nagyvállalati követelésekhez (L9). Forint denominációjú papírok mellett elfogadható fedezetek az L6 és L7 likviditási kategóriába sorolható devizakötvények is. Például az A-2025/B kötvény egy 2022 elején 3 év feletti hátralévő futamidővel rendelkező, fix kamatozású forint állampapír, aminek haircutja 4,5 százalék. Az MNB minden nap kiértékeli ezt a kötvényt (a fix kamatozású állampapírok esetében nagy valószínűséggel van piaci ármelegfigyelés). Majd ezt az értéket csökkenti a haircuttal: Ha a bruttó ár 101, akkor a befogadási ár 96,5.

## 2. A fedezetkezelés és a klímakockázatok kapcsolata

## 2.1. A jegybanki fedezetkezelés zöld fordulatának háttere

**A központi bankok egyre inkább felismerik az éghajlatváltozásból adódó klímakockázatok jelentőségét és relevanciáját a fedezetkezelés vonatkozásában.**

Habár a jegybankok évek óta foglalkoznak zöld pénzügyi, klímakockázati kérdésekkel, igazán hangsúlyosan csupán az elmúlt egy-két évben jelent meg a jegybanki kommunikációban a vonatkozó kérdések tárgyalása. Ennek keretében egyre több jegybanki megnyilvánulásban kerül tematizálásra a fedezetkezelés témaköre. A központi bankok között az egyik legelkötelezettebb az EKB. Christine Lagarde, az EKB elnöke bejelentette, hogy a bank stratégiai céljainak fontos részét képezi a fenntarthatósági célok fedezetkezelési keretrendszerébe történő implementálása, hangsúlyozva ezzel is a monetáris politika és a fenntartható gazdaság kapcsolatát. (Lagarde 2020) A francia jegybank elnöke, Francois Villeroy de Galhau számos alkalommal hangsúlyozta a klímakockázatok növekedésre és monetáris politikára gyakorolt hatásainak fontosságát, azok felmérését, integrálását. Véleménye szerint az euroövezeti fedezetkezelési keretrendszerbe be kell építeni olyan indikátorokat, amivel mérni lehet az értékpapír kibocsátók párizsi klímacélok elérését segítő erőfeszítését, eredményeit (Villeroy 2021). A Bundesbank elnöke 2021-es

beszédében szintén kitér a klímakockázati célok és a fedezetkezelés kapcsolatára. (Weidemann 2021) A központi bankok egyre inkább elkötelezettek a fenntartható fejlődés elősegítése mellett, amely némely jegybanknál – így az MNB-nél is – törvényben rögzített mandátum formájában is megjelenik.

**A fedezetkezelési szabályok meghatározása hatással van a banki likviditás-menedzsmentre és az értékpapíri piacokra egyaránt, így a fedezetkezelés zöld irányba történő elmozdítása a bankrendszert és az értékpapír-piacokat is el tudja mozdítani a megfelelő irányba.** A fedezetkezelés, annak szerepe a monetáris politika megvalósításában és a klímakockázatok több szálon kapcsolódódnak egymáshoz. A fedezetkezelési keretrendszer módosítása révén a jegybankok befolyásolhatják a bankrendszer és azon keresztül a gazdaság zöld transzformációját, másrészt a központi bankoknak a saját mérlegük védelme érdekében is fontos a klímakockázati szempontok érvényesítése. A jegybankok felismerve ezeket az összefüggéseket, elkezdtek a kapcsolatot elemezni, a fedezetkezelés potenciális módosításának kereteit felmérni.

– **Fenntarthatósági cél:** Az éghajlatváltozáshoz kapcsolódó természeti és gazdasági események a két klasszikus jegybanki cél, az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás fenntartására is hatással vannak. Emellett a fenntarthatósági célok követése a kormány gazdaságpolitikájával is összhangban van. Ha a fedezetkezelés ezen célokat támogatni tudja, akkor hozzájárul az elsődleges és másodlagos jegybanki célok megvalósulásához.

– **Kockázat:** Az éghajlat változása pénzügyi kockázatok forrása is. A fedezetkezelés során elfogadott fedezetek a mérlegben levő kitettségekhez képest csak áttételes, közvetett kockázatot hordoznak, hisz csak egy fedezet elvonásakor kerül az eszköz az MNB mérlegébe. Ugyanakkor ez a közvetett kockázati kitettség sem alábecsülendő. A klímakockázatok befolyásolják egyes kibocsátók hitelminőségét, egyes eszközök árvolatilitását, értékesíthetőségét. Adott esetben a fedezetek elvonása és értékcsökkenése között egy piaci stressz idején a vártnál erősebb korreláció is fennállhat.<sup>9</sup>

– **Piacfejlesztés:** A jegybankoknál kívánatos zöld fordulat részeként kiemelt szempont a zöld piacok fejlesztése. A fedezetkezelés a zöldkötvények támogatásával (pl. preferenciális elfogadhatóság, haircut) növelheti a zöldkötvények iránti piaci keresletet, javíthatja a kibocsátók forráshoz-jutásának feltételeit, növelve, fejlesztve a piacot.

---

<sup>9</sup> A megvalósított eszközvásárlási programok keretében bővült a jegybanki mérlegekbe kerülő eszköztípusok köre és azok volumene is, így ezen keresztül érdemben nőtt a mérlegbe felvett klímakockázat nagysága. Részben a programok következtében mára a jegybanki mérlegek jellemzően széleskörű eszközfedettséggel rendelkeznek. Az elmúlt években az MNB is számos eszközvásárlási programot indított el. Az említett programokban érintett eszközök az elfogadható fedezeti körnek is részét képezik, sok esetben a fedezeti kör definiálja a vásárolható eszközök körét is (pl. MNB, EKB).

– **Transzparencia:** A klímakockázatok azonosításának egyik központi kihívása a megfelelő adatok elérésének hiánya. Az MNB jó példával elől járva mutathat utat (pl. TCFD-riport), például a fedezetkezelésben elfogadott eszközök elemzésével. Másrészt szabályok megfogalmazásával, riportálási minták kialakításával, meghonosításával hozzájárulhat az egységes eljárásrendek kialakulásához, megszilárdulásához, a piaci adatok minél jobb lefedettségéhez. Ezáltal az MNB a piac fejlődésének egy kezdeti stádiumában tud legjobb piaci gyakorlatok kialakítani, azokat befolyásolni. A jegybank tevékenységével hatással lehet a bankok klímatudatosságára, segítheti a legjobb gyakorlat elterjedését, valamint pozitív példával szolgálhat a piaci szereplők számára.

**A klímakockázatokkal kapcsolatos jegybanki célok kapcsán döntést kell hozni a protektív vagy proaktív megközelítést illetően.** Előbbi egy inkább befelé forduló megközelítés, ahol a saját mérleg védelme a cél, semmint a piac aktív befolyásolása, utóbbi – amely az MNB megközelítését jelenti – arra fókuszál, hogyan lehetne a fedezetkezelést aktívan a zöld pénzügyek előmozdítása irányába fordítani.

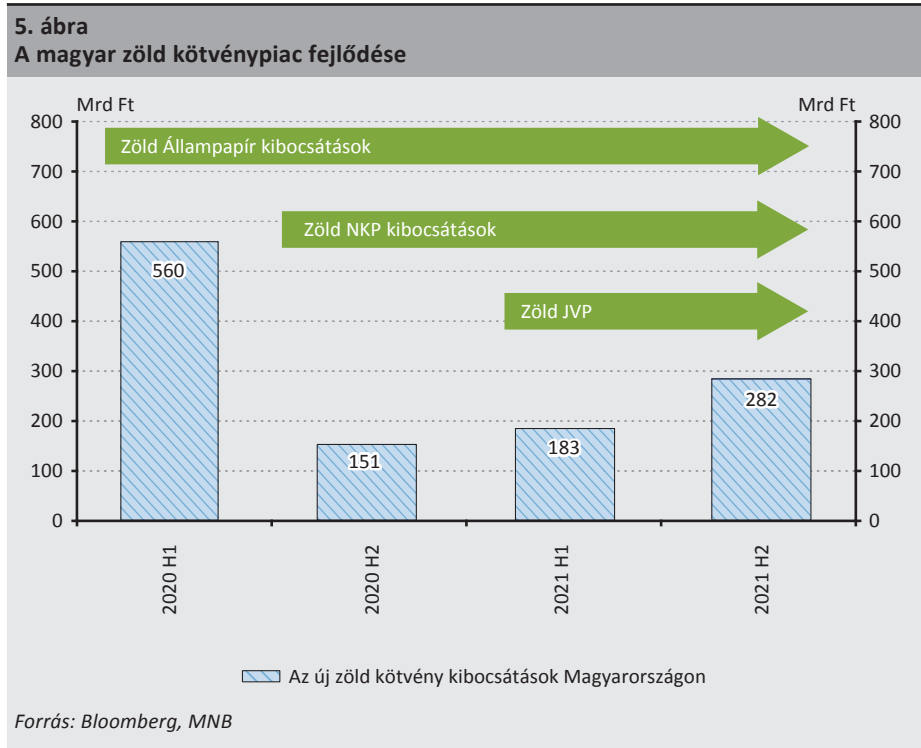
## 2.2. A kötvénypiacok zöld átalakulása

**A fedezetkezelés változása szorosan összefonódik a kötvénypiacok fejlődésével.** Az elfogadható fedezeti kör magját az értékpapírok adják, így a jegybank számára kiemelt jelentőségű az értékpapír-piaci trendek nyomon követése. Másrészt a fedezetkezelési szabályok aktívan befolyásolják az értékpapír-piacokat. (Egy értékpapír fedezetként történő elfogadása növeli a keresletet a papír iránt, javítja a kibocsátók piacra lépését, növelheti az értékpapír-szegmens attraktivitását.)

**A zöldkötvények piaca dinamikusan fejlődik, egyre nagyobb szerephez jut a globális kötvénypiacokon.** A zöldkötvények piaci súlya korábban nem volt jelentős, viszont az elmúlt évek alatt szignifikáns növekedés volt megfigyelhető az állományban. A fenntarthatósághoz köthető kötvények kibocsátása 2021 januárja és szeptembere között rekordszintet mutatott globálisan. A zöld, szociális és fenntartható kibocsátások értéke globális szinten elérte a 777 milliárd dollárt. A zöldkötvények esetében valósult meg a legtöbb kibocsátás, ami meghaladta a 362 milliárd dollárt, ezt követték a szociális kötvények 171 milliárd dollárral és a fenntarthatósági kötvények 144 milliárd dollárral. A zöld piac fejlődését és térnyerését az értékpapírpiacokon jól mutatja, hogy az előbbi adatokkal összevetve 2016-ban még csak mindössze kb. 100 milliárd dollár volt a kibocsátott zöld kötvények állománya (Reuters, 2021).

**A magyar pénzügyi piacokon is látszik a növekedés, évről-évre egyre több vállalat bocsát ki környezetbarát projekt finanszírozására kötvényt.** Az idősor rövidségét az okozza, hogy gyakorlatilag 2020-at megelőzően nem létezett Magyarországon zöld értékpapírpiac, a nemzetközi szabályozói világ és velük együtt a jegybankok is ekkortájt kezdtek egyre nagyobb hangsúlyt fektetni a klímakockázati kérdésekre.

(A magyar piacon az NKP vagy a ZJVP is érdemben hozzájárult ezen piaci szegmens fejlődéséhez.)



### 3. Nemzetközi jegybanki gyakorlat

**A jegybankok az elmúlt egy-két évben fordultak hangsúlyosabban a zöld pénzügyek, klímakockázatok irányába, amely alapvetően meghatározta a fedezetkezelés viszonyát is ezen tényezőkkel.** A jegybankok monetáris politikai eszköztárának több programjában eddig is jelen voltak a zöld kötvények (pl. vállalati kötvényvásárlási programok) és a fedezetkezelési keretrendszerekben is biztosított volt az elfogadásuk, ugyanakkor ez nem tudatos döntések, célzott lépések eredménye volt. A 2021-es évet megelőzően, az elfogadhatóság biztosítása mellett, kockázati, árazási szempontból nem tettek a jegybankok különbséget zöld és nem-zöld értékpapírok között. Ezzel összhangban korábban a kockázatkezelés sem mozdult el ebbe az irányba és a fedezetkezelés sem fókuszált kimondottan a zöld kockázatokra és értékpapírokra. A monetáris politikai célok elsődlegessége mellett a klímakockázati tudatosság hiánya okán a jegybanki fedezeti-állományok nincsenek klímakockázati szempontból optimális helyzetben, az eddig elkészült tanulmányok alapján az EKB által elfogadott és zárolt fedezetek karbon-kibocsátása nem összegeyztethető



a párizsi klímacélokkal, klímakockázati szempontból torzított (Oustry et. al, 2020, Dafermos et. al, 2021).

**A fedezetkezelés zöldítése több fórumon előkerült, többen hangsúlyozták a klímakockázati szempontok érvényesítésének fontosságát, ugyanakkor a gyakorlati lépések száma 2022 elejéig alacsony volt.**

– **PBoC: 2018-ban a PBoC kibővítette az elfogadható fedezetek körét a zöld kötvényekkel az Medium Term Lending Facility (MLF) program keretében.** A legalább „AA” minősítésű zöld kötvényeken kívül kiterjesztette az elfogadható fedezetek körét legalább „AA” minősítésű, a kis- és mikrovállalkozások, valamint a mezőgazdasági vállalatok finanszírozására kibocsátott kötvényekre is. Ezen túlmenően a PBoC biztosította a zöld (és kkv) kötvények elsőbrendűségét a többi fedezet előtt („first-among-equals status”). Emellett a vállalati kötvényekkel kapcsolatos elfogadhatósági szabályok is reformon mentek keresztül, „AA” és „AA+” vállalati kötvények is szerepelhetnek az MLF-program elfogadható fedezeteinek listájában. A reform előtt az MLF műveleteiben csak állampapírok, jegybanki kötvények, fejlesztési bankok kötvényei, önkormányzati értékpapírok és „AAA” besorolású vállalati kötvények voltak elfogadhatók fedezetként.

A program eredménye, hogy a PBoC csökkentette a zöld kötvények elvárt hozamát a hasonló, nem zöld kötvényekhez képest azáltal, hogy a fedezetkezelés kedvelt eszközévé tette őket. A szabályozásnak és a megújított keretrendszernek jelentős és tartós hatása volt több hónapon keresztül a kötvénypiacra. A reform számszerűsítve közel 46 bázisponttal növelte a zöld és a nem zöld pénzügyi kötvények hozamkülönbségét (greenium) a keretrendszer átalakítása után a korábbiakhoz képest. Az eredmények a fedezetkezelési keretrendszer átalakításának hatására, fontosságára hívják fel a figyelmet, ugyanakkor például az alacsony elemezhető kötvény-elemszám a zöld kötvénypiac adataival kapcsolatos kihívásokra is rávilágít (Hanming et. al. 2020).

– **EKB: Az EKB 2021 szeptemberétől elfogadható fedezetekké minősítette a Sustainability-Linked Bond-okat (SLB-k).** Az EKB fedezetkezelési keretrendszerében nem tesz különbséget zöld és nem-zöld értékpapírok között, így korábban is biztosított volt zöldkötvények fedezetként történő elfogadása. Az EKB az elfogadható kuponstruktúrák kibővítésével tette az SLB-eket elfogadhatóvá. Az EKB felülvizsgálta (és folyamatosan monitorozza), hogyan érdemes, szükséges módosítani a fedezet-kezelési keretrendszerét, hogy a zöld piacokat támogathassa. Az EKB a fedezetkezelésében pontosan szabályozza, milyen kuponú kötvények fogadhatók el fedezetként. A korábbi szűk definíció nem volt megfelelő az SLB kuponok kapcsán, ezért kellett a szövegen változtatni.

A fedezetkezelési keretrendszer módosításának célja, hogy jelezze az eurorendszer támogatását az innovációhoz a fenntartható finanszírozás területén. A jelenlegi SLB-kibocsátások szintje, a fedezetként történő használata a hagyományos kötvényekéhez képest elhanyagolható, így az EKB lépése szimbolikusan nevezhető. Ugyanakkor a piac potenciálját jól mutatja, hogy a Bloomberg adatai alapján a fenntarthatósághoz kötött teljes adósságkibocsátás meghaladta a 130 milliárd dollárt 2020-ban, ami közel 300 százalékos emelkedést jelent a 2018-as szinthez képest.

**Habár a konkrét, gyakorlati lépések száma 2022 elejéig minimális volt, kiemelendő, hogy több jegybank is megkezdte a munkát a kérdés kapcsán.** A zöld pénzügyek vonatkozásában az eurozóna jegybankjai a leginkább aktívak. Ezzel összhangban az EKB 2021-ben publikált a monetáris politikai eszközei vonatkozásában egy menetrendet (EKB 2021a), melynek keretében az EKB 2022-re három terület vizsgálatát tűzte ki célul: (i) közzétételi elvárások az elfogadhatósági feltételek kapcsán; (ii) klímakockázatok szerepe a hitelminősítésekben; ICAS minősítések módszertani felülvizsgálata és (iii) fedezetértékelés, valamint kapcsolódó kockázatkezelési eszközök áttekintése. Ezt követően 2024-ig tervezi az EKB a következtetések levonása után a konkrét lépések megtételét, a fedezetkezelési keretrendszer módosítását. A menetrendben foglalt elképzelések publikálása mellett az EKB 2021 végén közzétette elemzését a klímakockázatok és a monetáris politika kapcsolatáról (EKB 2021b), amelyben kitér a fedezetkezelés témakörére (pl. SLB-k elfogadása, hitelminősítések működése). A fedezetkezelés területén a BdF is nagyon aktív, 2021-22-ben két elemzést is készített: kidolgoztak egy koncepciót, hogyan lehetne fedezeti pool-alapon megközelítve csökkenteni a fedezetek klímakockázatát (Oustry et. al. 2020), de emellett elemezték az ABS-ek klímakockázatának mérési kihívásait (André et. al. 2022).

**A nemzetközi felmérések is alátámasztják, hogy a klímakockázatok a fedezetkezelési keretrendszerekbe még nem kerültek beépítésre.** Erre a következtetésre jut Barmese et. al. (2021), amely a PBoC és az EKB lépései mellett a BdF elemző tevékenységét is kiemeli és egy kritérium- és pontozási rendszer alapján értékeli, rangsorolja a G20 jegybankok teljesítményét zöld pénzügyek, klímakockázatok terén. Ehhez hasonló tematikájú és eredményű a Abdelli et. al. (2021) elemzése, amely alapján mindössze 4 jegybank kezdte meg a vizsgált 32-ből a klímakockázati szempontok fedezetkezelési keretrendszerbe történő integrációját. A korábbi EKB-s és PBoC-s jó példa mellett az elemzés kitér a BdF és a BdE ICAS rendszerére is, amelyben ESG szempontok figyelembe vételre kerülnek. (Az ICAS rendszerek értékelésével kapcsolatban Abdelli (2022) szolgál további hasznos részletekkel.) Mindezek figyelembe vételével elmondható, hogy az MNB a zöld, preferenciális haircutok bevezetésével 2021-ben komoly lépést tett a klímakockázati szempontok fedezetkezelési keretrendszerbe történő integrálása kapcsán, amely jegybanki körben is kivételes, újító lépés volt.

## 4. A fedezetkezelés zöldítése az MNB-ben

**A nemzetközi jegybanki közösséghez hasonlóan az MNB is elemzi a fedezetkezelési keretrendszer módosításának lehetőségeit, amely alapján rövid távú lépésekről határozott és hosszabb távú célokat fogalmazott meg.** Az eszközvásárlási programok és a fedezetkezelés kapcsán a jegybanki mérlegek jelenleg is nagy mértékben kitéttek a klímakockázatoknak, amiből következik, hogy nem lehet hatékony monetáris politikai implementációt folytatni a fenntarthatósági szempontok érvényesítése nélkül. 2021-22 során az MNB több különböző területen hajtott végre módosítást a fedezetkezelés vonatkozásában. Tette ezt egyrészt azért, mivel a bankrendszer likviditás- és eszközmenedzsmentje és a fedezetkezelési keretrendszer szorosan kapcsolódnak egymáshoz, így a keretrendszer módosítása befolyással bírhat a banki eljárásrendekre és aktívan támogathatja a zöld piacok fejlődését. Mindemellett a klímakockázatok integrálása javíthatja a jegybankok kockázatkezelési módszertanát. Az MNB igyekszik támogatni az NGFS (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System) keretében a kapcsolódó módszertanok, eljárásrendek fejlesztését, egy TCFD-riport (TCFD – Task Force on Climate-Related Financial Disclosures) publikálásával növeli a transzparenciát és mutat pozitív példát, valamint a haicut-rendszer átalakításával támogatja a magyar zöldkötvények piacát.

### 4.1. Nemzetközi együttműködések

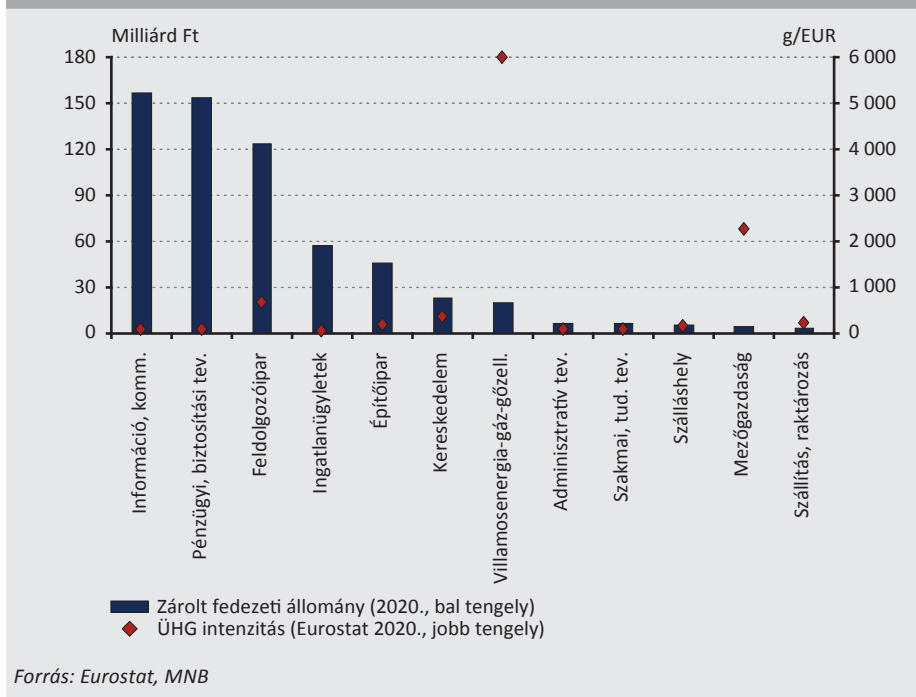
**Az elmúlt években a pénzügyi világ, élükön a jegybankokkal próbálta feltérképezni a klímaváltozás káros hatásait és megbecsülni azok piacokra gyakorolt hatásait, amelyek érdekében különböző jegybanki kezdeményezések alakultak.** A talán legismertebb nemzetközi kezdeményezés, a legtöbb taggal rendelkező szervezetek egyike az NGFS, amelyet 2017 decemberében a párizsi „One Planet Summit” keretében nyolc központi bank és felügyeleti hatóság hozott létre. A hálózat célja, hogy elősegítse a Párizsi Megállapodás céljainak teljesítéséhez szükséges lépések megerősítését, valamint a pénzügyi rendszer kockázatkezelési szerepének megerősítését, illetve a fenntartható fejlődés tágabb kontextusában a környezetbarát és alacsony szén-dioxid-kibocsátású beruházások tőkájének gyarapítása (NGFS, 2021b). A másik ismertebb kezdeményezés a klímaváltozással kapcsolatos jelentés (TCFD), amelyet a Financial Stability Board (FSB, Pénzügyi Stabilitási Tanács) hozott létre, abból a célból, hogy ajánlásokat dolgozzon ki az éghajlattal kapcsolatos tényezők és kockázatok hatékonyabb közzétételre, amely elősegítheti a megalapozottabb befektetési és hitelezési döntéseket, valamint lehetővé teszi az érdekelt felek számára, hogy jobban megértsék a pénzügyi rendszer éghajlattal kapcsolatos kockázatoknak való kitétségét. **A magyar jegybank aktív tagja az NGFS-nek, jelenleg is számos projektben, publikáció elkészítésében vesz részt.**

## 4.2. Transzparencia

Az MNB 2022 első negyedében publikálta az éghajlatváltozással kapcsolatos pénzügyi jelentését (MNB 2022b), amelybe integrálásra került a fedezetkezelés is, mint a monetáris politikai eszköztár egyik meghatározó eleme. A riport keretében az MNB megvizsgálta és számszerűsítette a zárt értékpapírok karbon kibocsátását és a karbon-intenzív eszközök arányát. Ezen túlmenően az MNB elemezte a fedettként elfogadott NKP és nagyvállalati hitelállomány ágazati megoszlása szerinti karbonintenzitását. A bemutatott ábrák biztosítják az összehasonlíthatóságot a fedezetkezelés eszközei és a monetáris politikai célú értékpapír-vásárlás eszközei között. A jegybankok fedezetkezelési keretrendszerei publikusak, egyes entitások a zárt pool vonatkozásában is nyilvánosságra hoznak adatokat<sup>10</sup>, ugyanakkor az eddig megjelent nemzetközi, jegybanki TCFD-riportok nem tartalmaztak adatokat a fedezetkezelés vonatkozásában. (BoE 2021, BdF 2021) A riport elkészítésével az MNB vállalja, hogy bemutatja a fenntarthatósági szempontok megjelenését a jegybanki irányítási, stratégiai, valamint kockázatkezelési gyakorlatban. A riport publikálásnak további fontos célja, hogy támogassa a környezeti kockázatok

6. ábra

A fedettként zárt NKP és nagyvállalati hitelállomány ágazati megoszlása és az egyes ágazatok karbonintenzitása



<sup>10</sup> Pl. EKB: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/charts/html/index.en.html>

transzparens megjelenítését. A riport elkészítésével az MNB lefedte a zárolt állomány 80 százalékát, a következő évek kihívása a lefedettség javítása, illetve az egyes eszközosztályok esetében alkalmazott módszertanok egységesítése, fejlesztése.

#### 4.3. A preferenciális, zöld haircut

**A zöld szempontok fedezetkezelési gyakorlatokban történő megjelenése hozzájárulhat a klímakockázatok méréséhez és kezeléséhez, ezen keresztül pedig támogathatja a zöld piacok fejlődését.** A fedezetkezelés a monetáris politikai eszköztár egyik központi eleme, a kapcsolódó keretrendszer hatással van a bankrendszer számára elérhető likviditás mértékére. Segítségével lehetséges egyes szektorokat, valamint a legjobb piaci gyakorlatok elterjedését támogatni, egyúttal a jegybanki kockázatvállalás mértékét befolyásolni.

**A haircut-rendszer finomhangolásával támogathatók a különböző monetáris politikai célok a kockázatkezelői szempontok figyelembe vételével.**

- **Monetáris politika:** Egy erős zöldkötvény-piac támogatja a források zöld projektekbe csatornázását, a gazdaság zöld transzformációját, ami a monetáris politikai célok elérését segíti és összhangban van a kormány gazdaságpolitikai irányvonalával.
- **Zöldkötvény-piac:** Az alacsonyabb haircut preferált likviditási feltételeket jelent a bankoknak a hiteltermékek vonatkozásában, erősíti a piac keresleti oldalát, javítja a kibocsátók piacra lépésének feltételeit.
- **Kockázatkezelés:** A zöld kötvények esetében a hagyományos értékpapírokhoz képest eltérő lehet a hitelkockázati és piaci kockázati megítélés. A zöld kötvények kibocsátóinak csőd-kockázata alacsonyabb lehet az egyéb, nem-zöld kötvények kibocsátóinak csőd-kockázatához képest, illetve ezen kötvények árvolatilitása is mérsékeltebb, valamint stressztűrő képességük is jobb lehet az alacsonyabb átállási kockázat kapcsán.

**A releváns szempontok mérlegelésével az MNB a jegybanki szférában az elsők között, 2021 szeptemberében preferenciális, zöld haircut-ot vezetett be.** A preferenciális haircut 5 százalékpontos maximum mellett 20 százalékos haircut-kedvezményt jelent a zöld kötvények esetében.

**2. táblázat**

**Különböző értékpapír-kategóriák (fix kamatozás) esetében a normál és a zöld haircut-értékek összehasonlítása (év, százalék)**

Hátralévő futamidő	BBB vállalati	BBB vállalati zöld	B-BB vállalati	B-BB vállalati zöld
0-0,5	1	1	5	4
0,5-1	2	1,5	5	4
1-3	6,5	5	15	12
3-5	10,5	8,5	25	20
5-7	14	11	30	25
7-10	18	14,5	45	40
10-	22,5	18	45	40

Forrás: MNB

Ezzel a módosítással az MNB jelzésértékű lépést tett a zöld kötvénypiac támogatásának irányába, ugyanakkor mérlegelte a zöldkötvények előnyös kockázati karakterisztikáját is. A fedezetkezelési keretrendszer zöldítésének célja az MNB klímakockázati kitettségének csökkentése, a bankrendszer ösztönzése eszközeik klímakockázati szempontú javítására, valamint a magyar zöld kötvénypiac fejlesztése.

**Az MNB több lehetséges módszertani változtatás mérlegelésével határozott a preferenciális haircutok alkalmazása mellett.**

- A haircut eszköz hatékony lehet a szén-dioxid-semleges beruházások elősegítésében és ígéretes szerepet tölthet be a kormányokra nehezedő, gazdasági átmenetből fakadó terhek csökkentésében (McConnell et al., 2020).
- A „Zöld haircut” előnye, hogy meglévő adatok mellett is egyszerűen megvalósítható és már rövid távon is támogathatja a zöld kötvénypiacot, ösztönözheti a kibocsátásokat.
- Azonban a haircut módosítások önmagukban nem jelentik a klímakockázatok megoldását. Egyes tanulmányok az EKB zárt fedezeteit vizsgálták karbon kitettség szempontjából és azt találták, hogy még a haircutok agresszív emelésével sem csökkenthető jelentősen az EKB fedezetlistájának szén-dioxid-intenzitása (Dafermos et al., 2021).

## 5. A fedezetkezelés további zöldítésének lehetséges irányai

**A piaci stabilitás és bankrendszeri szinten szükséges likviditás biztosítása mellett a fedezetkezelés átalakítása nem mehet végbe egyik napról másikra, a rendszer szintű változások csak hosszabb távon valósíthatók meg.** Habár az MNB az első lépéseket megtette a klímakockázatok fedezetkezelési rendszerbe történő integrálása

kapcsán, ugyanakkor további elemzések elvégzése szükséges a következő lépések vonatkozásában. Ennek keretében fel kell mérni a lehetőségeket (milyen cél, milyen eszközzel érhető el) és az azokhoz kapcsolódó költségeket, kihívásokat.

### 5.1. Elmozdulási lehetőségek

**A kevés gyakorlati lépés ellenére a világ jegybankjainál kiemelt helyen szerepelt a fedezetkezelés zöldítésének kérdésköre.** Habár mindeddig a gyakorlati jegybanki lépések száma a fedezetkezelés zöldítését illetően alacsony volt, mindössze egy-két jegybank módosította kisebb-nagyobb mértékben a fedezetkezelési keretrendszerét, minden jegybank dolgozik a továbblépési lehetőségeken. A helyzet elemzése az MNB-ben is folyamatos, a zöld preferenciális haircut bevezetésén túl mérlegelni kell egyéb lépéseket a klímakockázatok fedezetkezelésben történő erősebb integrációja kapcsán.

**Több jegybanki és piaci elemzés is született az elmúlt években a fedezetkezelési keretrendszerek potenciális módosítása kapcsán.** Bár gyakorlati példákra egyelőre nem lehet támaszkodni a továbblépés irányának meghatározásakor, de számos elemzés született a témában, amelyek jó iránymutatást jelenthetnek. Ezen elemzések között vannak, amelyek jó áttekintést adnak a lehetőségekről (pl. NGFS 2021a), vannak, amelyek egy bizonyos irány alaposabb elemzését hajtják végre és vannak, amelyek megmaradnak a problémafelvetés fázisában, ugyanakkor hasznos ötletekkel szolgálnak az elemezhető területek vonatkozásában (pl. Dikau 2020).

– **Az NGFS (2021a) jó összefoglalását adja a lehetséges továbblépési irányok egy körének.** A tanulmány az éghajlatváltozás központi bankokra gyakorolt működési hatásaira összpontosít, különös tekintettel a monetáris politika végrehajtására. Ennek keretében vizsgálja meg egyes eszközök bevezetését (pl. haircut-módosítás, fedezeti poolokra vonatkozó klímakockázati előírások) és azok potenciális hatását fontosabb változókra (pl. kockázatkezelés, klímaváltozás mértékére való hatás).

**7. ábra**  
**Különböző opciók összehasonlító elemzése**

	Haircut	Negatív megkülönböztetés	Pozitív megkülönböztetés	Fedezeti poolok
Monetáris politikai célok				
Klímakockázati hatásosság				
Mérleg kockázati védelme				
Működési hatékonyság				
<b>Erősen negatív</b>	<b>Negatív</b>	<b>Minimális</b>	<b>Pozitív</b>	<b>Erősen pozitív</b>

Forrás: NGFS (2021a)

**A klímakockázatok vonatkozásában a jegybankok eltérő eszközöket használhatnak a fedezetkezelési keretrendszer módosítása kapcsán.** (i) A haircutok módosítása kockázatkezelési és piac-támogatási szempontok mentén vizsgálendő. (ii) Emellett a fedezetek kapcsán felmerülhet egyes eszközök elfogadhatóságának megszüntetése, negatív megkülönböztetése (pl. elfogadhatósági, zárolási feltételek szigorítása) a kibocsátó vagy az eszköz klímakockázati profiljának értékelése alapján. (iii) A másik oldalon mérlegelendő klímabarát termékek (pl. zöldkötvények) fedezetként történő használatának aktív támogatása, pozitív megkülönböztetése (pl. elfogadhatósági, zárolási feltételek enyhítése). (iv) Az egyedi eszközök megcélzása helyett/mellett a jegybankok a zárolt poolok klímakockázati elemzésével, a poolok transzformációjának ösztönzésével is javíthatják klímakockázati pozíciójukat.

**Habár az egyes jegybankok tevékenysége érdemben eltérhet, vannak olyan közös pontok, amelyeket minden jegybanknak szükséges mérlegelni klímakockázati lépések megtétele esetén a potenciális hatások vonatkozásában.** (i) Fontos, hogy a változtatások összhangban legyenek az elsődleges monetáris politikai célokkal, ne korlátozzák azok hatásosságát. (ii) A különböző eszközök klímakockázati szempontból eltérő hatékonyságúak, vannak, amelyek gyors, érdemi hatást eredményeznek, vannak, amelyek csak szimbolikus jelentőségűek. (iii) A jegybankoknak mérlegelni kell, hogy a bevezetett eszköz, módosítás milyen védelmet nyújt a saját mérlegük és az abban vállalt kockázatok vonatkozásában. (iv) Fontos, hogy a jegybankok olyan eszközt vezessenek be, amely jegybanki és banki oldalról is hatékonyan üzemeltethető.

– **Egyes elemzések a hitelminősítések problémakörét járják körül.** Monnin (2020) kiemeli, hogy a jegybanki fedezetkezelések erős függésben vannak külső hitelminősítőktől, amelyek nem ragadják meg megfelelően a klímakockázatokat. A fedezetkezelési keretrendszer ezen gyengeségének kezelésére több megoldási javaslatot is bemutat: hitelminősítések kiegészítése klímakockázati metrikákkal; ICAS-ok erősítése és módosítása klímakockázati mutatókkal; hitelminősítőkre nyomás helyezése a módszertanuk módosítását illetően például az elfogadásuk korlátozásának mérlegelésével; az IRB-k módszertani előírásainak módosítása. Abdelli (2022) is az ICAS-ok szerepének fontosságára, fejlesztési irányára hívja fel a figyelmet.

– **A klímakockázatok kezelése kapcsán az elfogadhatósági kritériumok, a haircut-szintek módosítása különböző elemzésekben feldolgozásra került.** Dafermos (2021) különböző forgatókönyveket elemez a fedezetkezelési keretrendszer potenciális módosításai kapcsán, amelynek keretében megszünteti az elfogadhatóságát bizonyos vállalati eszközöknek, illetve klímakockázat-alapon differenciál a haircut-hozzárendelésben és megméri a fedezeti állományok WACI-értékét. Schoenmaker (2019) a vállalati mellett a banki kötvények esetében is alkalmazná a karbonintenzitáshoz kötött haircut-mértékek módszertanának



bevezetését. McConnell (2020) is a haircutok alkalmazhatóságát elemzi, felveti, hogy barna haircut (a barna szektorhoz tartozó kibocsátásokhoz magasabb haircut érték lenne rendelhető) és karbon adó együttesen hatékony eszköz lehet a kormányok számára, egy preferenciális zöld haircut pedig tükrözheti az eszközök magasabb ellenálló képességét az átállási kockázattal szemben.

- **A zöld pénzügyek és klímakockázatok területén a transzparencia fejlesztése rövid távon feltétele az előrelépésnek.** Egyes elemzések ehhez kapcsolódóan megemlítik, hogy előrelépés lenne elérhető magasabb transzparenciára vonatkozó elvárások előírásával (Weidemann 2021; EKB 2021b).<sup>11</sup>
- **A jegybankok a fedezeti poolra vonatkozó limitek, előírások meghatározásával is támogathatják a klímakockázati célokat.** Oustry (2020) elemzése ahelyett, hogy egyedi értékpapír-alapon kívánna a zöldítés irányába elmozdulni, az egyes bankok esetében a teljes fedezeti portfólió-alapon közelíti meg a kérdést. A fedezeti poolok (vállalati kitétségek) Párizsi klímacélokhoz való hozzájárulását méri és a fedezetet elhelyező bank felelőssége, hogy az előírt célt a poolja teljesítse. Anzizi (2020) szintén felveti egy pool-alapú limit bevezetésének lehetőségét, ugyanakkor itt a zöldkötvények minimális arányára vonatkozó limit bevezetése kerül áttekintésre.

## 5.2. A továbblépésekkel kapcsolatos kihívások

**Az éghajlatváltozásból eredő kockázatok feltérképezésének és kezelésének nincs még kialakult egységes legjobb gyakorlata.** A piaci és jegybanki körben készült tanulmányok a lehetséges eljárásrendek széles tárházát elemzik. A támogatandó célok és az azokat segítő fedezetkezelési eljárásrendek, a közöttük fennálló kapcsolat feltérképezése megtörtént vagy folyamatban van, rövid távon egyes lépések kockázatmentesen bevezethetők, de a hosszabb távú, esetleges mélyebb változások kialakításához még időre van szüksége a jegybankoknak. Ennek során a jegybankoknak döntést kell hozni a követendő alapkoncepció (pl. preferált eszköz, cél) és a kihívásokra adandó válaszok vonatkozásában.

**A zöld értékpapír-piaci, a klímakockázati elemzések kezdeti fázisára való tekintettel a jegybank – a piaci szereplőkhöz hasonlóan – érdemi kihívásokkal szembesül, amely óvatosságot követel meg a tényleges lépések megtétele előtt.** Habár a fedezetkezelési szabály-rendszerek lehetnek nagyon részletesen megfogalmazva és ezáltal igen összetettek, hosszúak, vannak bizonyos sarokkövei, amelyek a működését determinálják.

- **Monetáris politikai cél: Bármilyen klímakockázati szabály-módosítás olyan módon valósítható meg, hogy ne veszélyeztesse a monetáris politika alapvető céljait,**

<sup>11</sup> Az MNB fedezetkezelési keretrendszere a jelzáloglevelek elfogadhatósága kapcsán már előír transzparencia-feltételt. (<https://www.mnb.hu/letoltes/jelzaloglevel-transzparencia-riport-hu-en-220131.xlsx>) Hasonló koncepció alkalmazása a klímakockázati közzétételek kapcsán is felmerülhet.

**azaz a célok konfliktusba kerülése esetén azoknak alárendelt.** A covid-válság alatt a jegybankok jellemzően bővítették a befogadható eszközök körét (pl. EKB (2020); MNB (2020): befektetési jegyek és nagyvállalati követelések elfogadhatósága). Ilyen periódusban olyan változtatások bevezetése, amelyek csökkentik az elfogadható állományt (pl. „barna” eszközök kizárása, büntetése) nem reális, akkor sem, ha a klímakockázati célt támogatják. Schoenmaker (2019) fogalmaz meg például releváns alapelveket: ne legyen nagy változtatás az eszközösszetételben, széles legyen az elfogadási kör, fokozatosság elvének alkalmazása. A monetáris politikai célok kapcsán döntést kell hoznia protektív vagy proaktív megközelítést illetően is.

– **Hitelminősítések: A hagyományos hitelminősítések a jegybanki fedezetkezelés központi részei, hisz egy számba (adatba) sűrítve nyújtanak információt egy eszköz várható megtérüléséről.** A minősítések mindenki számára könnyen hozzáférhetőek, szabályozott piacról származnak. A piac a klímakockázatok hitelminősítésekben való jelenlegi megjelenítését nem tartja kielégítőnek (Monnin 2020). A hitelminősítők állítása szerint a klímakockázati szempontok szerepelnek a minősítésekben, de csak, ha hatással bírnak a minősített kötvény vagy entitás kockázati profiljára. Mivel a minősítések jellemzően 3-5 éves időtávra adnak értékelést, a klímakockázatok pedig több évtizedes időhorizonton jelenthetnek kockázatot, így a minősítésekben korlátozott szerepet tölthetnek be a valóságban. A hagyományos minősítések koncepciója a historikus adatokon alapul, míg a klímakockázatok esetében ezek csak korlátozottan használhatók. A hitelminősítők számára szintén kihívás a piacon is tapasztalható adathiány, robosztus, teljeskörű adatlefedettség hiánya. Van minősítő, amely rendelkezésre bocsát olyan metrikát, amely megmutatja, hogyan hatottak a klímakockázatok a hitelminősítésre (pl. Fitch ESG Relevance Score), de itt is adott esetben csak a korlátozott hatás azonosítható (Fitch 2021). A minősítők dolgoznak olyan minősítések, metrikák kialakításán, amely speciálisan figyelembe veszi hosszabb időhorizonton a klímakockázatokot (pl. S&P Climate Credit Analytics, Climate Risk Gauge). Az FSB korábban is ajánlotta a befektetőknek a hagyományos hitelminősítőktől való függetlenedést (FSB 2010), amely a jegybanki fedezetkezelésben csak korlátozottan valósult meg (pl. ICAS, IRB a nem minősített entitások, követelések vonatkozásában). Az ilyen irányba történő elmozdulás komoly kihívás a jegybankok számára.

**A hagyományos hitelminősítésekhez képest alternatívát jelenthet az ESG-minősítések használata, amely azonban rövid távon szintén nem használható hatékonyan.** Az ESG-minősítések piaca relatíve új, a minősítések közötti korreláció nem biztosított a hagyományos minősítésekhez hasonlóan (Berg et al. 2019; Dimson et al. 2020), a piacon sok a szereplő, a piac nem szabályozott, amely a transzparencia, összehasonlíthatóság szempontjából problémás (ESMA 2021; IOSCO 2021).

- **Árazás: A megfelelő árazás alapvetés a fedezetkezelésben.** A hagyományos értékpapírok piacán a likvid papírok kivételével kihívást jelent a megfelelő árazási paraméterek meghatározása. Egy olyan relatíve új piacon, mint a zöld értékpapírok piaca ez hatványozottan igaz. A piac megítélése, elemzések szerint a klímakockázatok hatása jelenleg nem jelenik meg az árakban. (Mastouri 2021, Stroebel 2021)
- **Jegybanki kockázati modellek: A jegybankok dönthetnek saját kockázati modellek kialakításában, amely kérdés megközelíthető úgy, hogy a jegybankok az alapadatoktól építenek fel modelleket és úgy is, hogy külső adatszolgáltatókat vonnak be a megvalósításba, azok modelljeit, adatait használva** (utóbbi egy speciális formája a hitelminősítések használata).
- **Adatok: A modellezés kapcsán kulcskérdés a megfelelő adatok elérése, amely jelenleg nem biztosított.** A klímakockázatok kapcsán vállalati és instrumentum szinten is kihívást jelent a transzparencia hiánya, amely az adatok hiányát és azok robusztusságának, összehasonlíthatóságának hiányát is jelenti. Megfelelő adatok hiányában nem lehet a vonatkozó modelleket kielégítően felépíteni. Az adatelérés nem kizárólag jegybanki probléma, a piac is hasonló kihívásokkal küzd: például a zöld jelzáloglevél-kibocsátók korábban nem gyűjtötték a jelzáloghitelekhez kapcsolódó energetikai tanúsítványokat (Wass 2021, Nagy 2021), a zöldkötvények kibocsátói rendszertelenül, önkéntes alapon szolgáltatnak nem teljeskörű, és nem összehasonlítható adatokat (EF 2021). A TCFD és egyéb klímakockázati riportok piaci lefedettsége évről évre javul, de messze nem teljeskörű és nem egységes (TCFD 2021, EKB 2022).

**A piacon alapvető definíciós hiányosságok állnak fenn hitelek vagy értékpapírok zöld minősítése, illetve a közzétételekkel kapcsolatos eljárásrendek vonatkozásában.** Léteznek piaci standardok, mint a Climate Bonds Initiative (CBI) vagy a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA) által definiált Climate Bonds Standard (Version 3.0), illetve a Green Bond Principles (2021), amelyek hasznos kiindulópontot jelentenek, de több ponton különböznek és az összehasonlíthatóságot, számonkérhetőséget nem garantálják. (CBI 2019; CBI 2021; ICMA 2021, MNB 2022a) A jegybankok ezen a téren standardok kialakításával, jó példa mutatásával tudnak rövid távon eredményt elérni. A szabályozás lemaradással követi ugyan a piac változásait, de a fejlődés folyamatos, az EU taxonómia és a bevezetés alatt álló EU zöldkötvény-irányelvek várhatóan érdemi előrelépést fognak jelenteni. (EU 2020; EU 2021a; EU 2021b)

**Az input adatok hiányra visszavezethetően nem egyértelmű, melyik lenne a legjobb metrika, amelyre a fedezetkezelés építhetne.** A szuverén kitétség kapcsán sokszor előkerül az energia-mix mutató, míg a vállalatok esetében különböző karbon-intenzitás mutatók WACI vannak fókuszban, de mindegyik esetében vannak hiányosságok (Kolozi 2022).

Azt is szükséges mérlegelni, hogy az adatokra, mint kockázati faktorokra tekintünk, amelyek beépíthetők a normál kockázati kategóriák közé és lefordíthatók a hagyományos piaci vagy hitelkockázatra (BIS 2021) vagy mint önálló kockázati kategóriák kezeljük, értékeljük a klímakockázatokat.

- **Adatszolgáltatók: A jegybankok a hitelminősítések használatához hasonlóan az adatok, modellezés terén is szerződhetnek külső partnerekkel, azonban ezek alkalmazása is korlátos jelenleg.** Az adatszolgáltatók piaca diverz, különböző modellek, különböző lefedettség érhető el a piacon. A mutatók nominális vagy score alapú megközelítést is követhetnek (BoE 2021, BdF 2021, MSCI 2020). A lefedettség a nagyvállalatok vonatkozásában a legjobb, míg az egyéb szektorokban (pl. szuverének), kisebb piacok (pl. Magyarország) esetében gyengébb vagy még kidolgozás alatt állnak. De Oustry (2020) esetében is a relatíve magas európai lefedettség csak 61-63 százalékot jelentett a zárolt forgalomképes eszközök között.
- **Nemzetközi benchmark:** A jegybanki közösség egyik központi eleme, hogy a piaci sajátosságok figyelembe vételével, de azonos irányba mozdulnak el a különböző intézmények. Ennek kapcsán a nagyobb jegybankok iránymutató lépései nagyot tudnának lendíteni, hogy globális szinten is érdemi elmozdulás legyen a fedezetkezelés zöldítése terén. A közel egységes eljárásrend a piaci szereplők számára is előnyös.
- **Piaci sajátosságok:** A megvalósítandó monetáris politikai célok és a potenciálisan alkalmazható eszközök listája a különböző jegybankok esetében hasonló, ugyanakkor a keretrendszer meghatározásakor az adott piac különlegességeit figyelembe kell venni. Az eltérések származhatnak a szabályozásbeli eltérésekből (pl. jegybanki mandátum), de fontos a piaci sajátosságok, jegybanki preferenciák figyelembe vétele is. A magyar fedezetkezelés számára adottság, hogy a piac nagyját magyar állampapírok képviselik, illetve, hogy a jellemző hitelminőség a Magyar Államé alapján a „BBB” vagy annál alacsonyabb. Az euróövezet piaci szerkezete, összetettsége, mérete ettől érdemben eltér, aminek hatása van az elfogadhatósági feltételekre és a haircutokra is. Ezek a szempontok relevánsak a zöld pénzügyi döntések fedezetkezelési aspektusainak meghatározásakor is.
- **Működtethetőség:** A fedezetkezelési keretrendszer módosításának lényeges eleme, hogy az transzparens legyen és mind a jegybank, mind a piaci szereplők számára alacsony költség és működési kockázat mellett, lehetőleg automatizáltan üzemeltethető legyen. Vagyis kizárólag olyan metrikák, eljárásrendek alkalmazhatók, amelyhez az adatok a bankoknál is rendelkezésre állnak gyakorlatilag értékpapír-szinten.

**Fentiek fényében érthető, hogy az egyértelmű jegybanki elköteleződés mellett is miért halad a várakozásokhoz képest lassabban a fedezetkezelési keretrendszerek átalakítása.** Adatelérés, metrikák vonatkozásában alapvető hiányosságok vannak

a piacon, amely a piac fiatal korára, a hiányzó standardokra, szabályozásokra vezethető vissza. Első körben, rövid távon ezen a területen (adatok, transzparencia, riportálás) szükséges fejlődés, amely megteremtheti a biztos alapot a további lépésekhez.

## 6. Összegzés

**Az MNB küldetésének tekinti, hogy a jegybanktörvényben rögzített mandátumával összhangban, elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, környezeti fenntarthatósági szempontok érvényesítése mellett lássa el feladatait.** A monetáris politika hatékony működéséhez elengedhetetlen a piacok likviditásának és a hatékony transzmisszióknak a megőrzése. Ebben jelentős szerepe van a fedezett hitelezésnek és ezen belül a fedezetkezelési keretrendszernek. Napjainkra világossá vált, hogy a klímakockázatokat nem lehet figyelmen kívül hagyni, mivel azok számos módon hatással vannak a gazdasági folyamatokra, így a banki és jegybanki működésre is. Bár a fedezetkezelési keretrendszer eddig is számos kockázatkezelési eszközt alkalmazott, az elemzett modellek bővítése a klímakockázatokkal kívánatos és indokolt. Emellett a fenntartható fejlődés és a kitűzött klímacélok elérésének érdekében a klímabarát finanszírozások támogatása is szükséges. Az MNB eddig is elfogadott zöld kötvényeket fedezetként, azonban 2021-től már ezt egy kedvezőbb, preferenciális haircut alkalmazása mellett teszi. A keretrendszer változtatásának célja – a kockázatkezelési megfontolásokon túl – a még kezdeti szakaszban járó, magyar zöld kötvény piac fejlesztése és ezzel a fenntarthatósági célok támogatása.

**Az MNB zöld kötvények fedezetként történő elfogadásával és preferenciális haircut alkalmazásával megtette az első lépéseket a klímakockázati szempontok fedezetkezelési keretrendszerbe építése kapcsán, ugyanakkor annak további finomhangolása, átalakítása mérlegelendő.** Az MNB eddigi lépései a bankot a jegybanki élemezőnybe sorolják a fedezetkezelés klímakockázati módosítását illetően. Habár a fedezetkezelés további zöldítésének több lehetséges iránya is erősen kutatott téma számos nemzetközi fórumon, a zöld fordulat még kezdeti szakaszában tart a globális pénzügyi piacokon. Egységesen elfogadott módszertan, legjobb gyakorlat még nem alakult ki, a legtöbb jegybank elkötelezettsége ellenére egyelőre szintén elemzi a helyzetet, az optimális cselekvési terveket. A legmarkánsabb kihívások között említhetők a megfelelő számosságú és minőségű adatok hiánya, a kiforratlan riportálási standardok, árazási paraméterek meghatározásának nehézségei és a hitelminősítésekkel kapcsolatos bizonytalanságok. Összességében kijelenthető, hogy a klímakockázati szempontok fedezetkezelési keretrendszerbe integrálása szükségszerű és kívánatos, viszont feltételezi a piac és a riportálás fejlődését, illetve kiemelő, hogy a monetáris politikai keretrendszer módosítása kizárólag nagy körültekintéssel, megfelelő ütemezéssel valósítható meg.

## Felhasznált irodalom

- Abdelli, A. (2021). *2021 SUSREG Annual Report, Baseline Assessment of Sustainable Financial Regulations and Central Bank Activities*. [https://www.susreg.org/WWF\\_SUSREG\\_Annual\\_Report\\_2021\\_FINAL\\_UPDATED.pdf](https://www.susreg.org/WWF_SUSREG_Annual_Report_2021_FINAL_UPDATED.pdf)
- Abdelli, B. (2022). *Driving sustainability from within The role of central banks' credit rating in mitigating climate and environmental risks*. <https://www.positivemoney.eu/2022/02/central-banks-credit-rating-climate/>
- André, G., Laut, P., & Sapey-Triomphe, W. (2022). *Climate Risk Measurement of Assets Eligible as Collateral for Refinancing Operations: Focus on Asset Backed Securities (ABS)*. Banque de France Working Paper #858. <https://publications.banque-france.fr/en/climate-risk-measurement-assets-eligible-collateral-refinancing-operations-focus-asset-backed>
- Anzizi, Van R. (2020). *A Green ECB Collateral Policy, A proposal for a minimum green share collateral policy*. cepInput No 19. [https://www.cep.eu/fileadmin/user\\_upload/cep.eu/Studien/ceplnput\\_Green\\_ECB\\_Collateral\\_Policy/ceplnput\\_A\\_Green\\_ECB\\_Collateral\\_Policy.pdf](https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Studien/ceplnput_Green_ECB_Collateral_Policy/ceplnput_A_Green_ECB_Collateral_Policy.pdf)
- Barmes, L. (2021). *The Green Central Banking Scorecard: How Green Are G20 Central Banks And Financial Supervisors?* Positive Money. <https://positivemoney.org/publications/green-central-banking-scorecard/>
- Banque de France (BdF). (2021). *Responsible Investment Report 2020*. Banque de France. [https://www.banquefrance.fr/sites/default/files/media/2021/03/30/rapport\\_ir\\_2020\\_angl.pdf](https://www.banquefrance.fr/sites/default/files/media/2021/03/30/rapport_ir_2020_angl.pdf)
- Berg, F., Kölbel, J. & Rigobon, R. (2019). *The Divergence of ESG Ratings*. 2019. augusztus 15. Forthcoming Review of Finance, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3438533>.
- Bindseil, C., & Sahel, V. (2017). *The Eurosystem collateral framework explained. Occasional Paper Series, No 189*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op189.en.pdf>
- Bank for International Settlements (BIS). (2013). *Central bank collateral frameworks and practices*. Markets Committee Papers, No 6. <https://www.bis.org/publ/mkct06.htm>
- Bank for International Settlements (BIS). (2021). *Climate-related risk drivers and their transmission channels*. Bank for International Settlements, April. <https://www.bis.org/bcbis/publ/d517.pdf>
- Bank of England (BoE). (2021). *The Bank of England's climate-related financial disclosure 2021*. Bank of England, 17 June. <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2021/june/climate-related-financial-disclosure-2020-21?sf145986189=1>
- Climate Bonds Initiative (CBI). (2019). *Climate Bonds Standard Version 3.0*. Climate Bonds Initiative, December. <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>

- Climate Bonds Initiative (CBI). (2021). *Climate Bonds Taxonomy*. Climate Bonds Initiative, September. <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>
- International Capital Market Association (ICMA). (2021). *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. International Capital Market Association, June. <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>
- Dafermos, G., & Nikolaidi, P. van L. (2021). *Greening the Eurosystem collateral framework, How to decarbonise ECB's monetary policy*. <https://neweconomics.org/2021/03/greening-the-eurosystem-collateral-framework>
- Dikau, S., Robins, N. & Volz, U. (2020). *A Toolbox of Sustainable Crisis Response Measures for Central Banks and Supervisors*. Second Edition: Lessons from Practice. *INSPIRE Briefing Paper*. <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/publication/a-toolbox-of-sustainable-crisis-response-measures-for-central-banks-and-supervisors-second-edition/>
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020): *Divergent ESG Ratings*. *Journal of Portfolio Management*, 47(1): 75–87. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.175>
- Environmental Finance. (2021). *Green Bond Funds – Impact Reporting Practices 2021*. Environmental Finance. <https://www.environmental-finance.com/content/focus/creating-green-bond-markets/publications/green-bond-funds-impact-reporting-practices-2021.html>.
- Európai Központi Bank (EKB). (2020). *ECB Decision 2020/506*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32020D0506>
- Európai Központi Bank (EKB). (2021a). *Detailed roadmap of climate change-related actions*. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1\\_annex~f84ab35968.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.en.pdf)
- Európai Központi Bank (EKB). (2021b). *Climate change and monetary policy in the euro area*. Occasional Paper Series, No 271 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271~36775d43c8.en.pdf>
- Európai Központi Bank (EKB). (2022). *Supervisory assessment of institutions' climate-related and environmental risks disclosures*. [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ECB\\_Report\\_on\\_climate\\_and\\_environmental\\_disclosures\\_202203~4ae33f2a70.en.pdf?2e88c1605db8adf0b748ad4aeb8721d7](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ECB_Report_on_climate_and_environmental_disclosures_202203~4ae33f2a70.en.pdf?2e88c1605db8adf0b748ad4aeb8721d7)
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). *ESMA letter to European Commission on ESG ratings*. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423\\_esma\\_letter\\_to\\_ec\\_on\\_esg\\_ratings.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf)



- Európai Parlament és a Tanács (EU). (2020). *Az Európai Parlament és a Tanács 2020/852 rendelete (2020. június 18.) a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/ALL/?uri=CELEX:32020R0852>
- Európai Tanács (EU). (2021a). *A Bizottság .../... felhatalmazáson alapuló rendelete (2021.6.4.) az (EU) 2020/852 európai parlamenti és tanácsi rendeletnek az éghajlatváltozás mérsékléséhez és az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodáshoz lényegesen hozzájáruló és az egyéb környezeti célkitűzéseket jelentősen nem sértő gazdasági tevékenységekkel szemben támasztott követelmények meghatározásához szükséges technikai vizsgálati kritériumok megállapítása érdekében történő kiegészítéséről*. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI\\_COM:C\(2021\)2800](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI_COM:C(2021)2800)
- Európai Parlament és a Tanács (EU). (2021b). *Az Európai Parlament és a Tanács rendelete az európai zöldkötvényekről (javaslat)*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>
- Fitch Ratings. (2021). *ESG in credit 2021* [White Paper]. Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/esg-in-credit-white-paper-2021-20-07-2021>
- Financial Stability Board (FSB). (2010). *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*. [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf?page\\_moved=1](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1)
- Hanming, F., Yongqin, W. & Xian, W., (2020). *The Collateral Channel of Monetary Policy: Evidence from China*. PIER Working Paper Archive 20-008, Penn Institute for Economic Research, Department of Economics, University of Pennsylvania.
- IOSCO. (2021). *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers*. Consultation Report, International Organization of Securities Commissions. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD681.pdf>
- Kolozsi, P. P., Ladányi, S., & Straubinger, A. (2022). *Pénzügyi eszközök klímakockázatának mérése – Módszertani kihívások és jegybanki gyakorlat*. Hitelintézeti Szemle, 21. évf. 1. szám, 2022. március, 113–140. o <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-21-1-je1-kolozsi-ladanyi-straubinger.pdf>
- Lagarde, C. (2020). *Climate change and the financial sector*. Speech delivered at the launch of the COP 26 Private Finance Agenda. 2020. február 27. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200227\\_1~5eac0ce39a.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200227_1~5eac0ce39a.en.html)
- Mastouri, A., Mendiratta, R., & Giese, G. (2021). *In Transition to a New Economy, Corporate Bonds and Climate Change Risk*. MSCI. <https://www.msci.com/www/research-paper/in-transition-to-a-new-economy/02871585497>



- McConnell, A., Yanovski, B., & Lessmann, K. (2020). *Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation*. (May 22, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3630662>
- Magyar Nemzeti Bank (MNB). (2020). *A Jegybank forint- és devizapiaci műveleteinek üzleti feltételei (2020. március 23-tól 2020. május 10-ig hatályos)*. <https://www.mnb.hu/letoltes/uzleti-feltetelek-20200511.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank (MNB). (2021). *Az MNB által elfogadott fedezetek esetében alkalmazott kockázatkezelési paraméterek (hatályos 2021. szeptember 1-től)*. <https://www.mnb.hu/letoltes/az-mnb-által-elfogadott-fedezetek-eseteben-alkalmazott-kockázatkezesi-parameterok-hatalyos-2021-szeptember-1-tol.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank (MNB). (2022a). *Zöld kötvény kibocsátási útmutató*. Magyar Nemzeti Bank, január. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-zold-kotveny-utmutato.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank (MNB). (2022b). *Az MNB klímaváltozással kapcsolatos pénzügyi jelentése*. <https://www.mnb.hu/letoltes/tcf-d-jelente-s-2022-hu.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2022c). *A Jegybank forint- és devizapiaci műveleteinek üzleti feltételei (hatályos)*. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-jegybank-forint-es-devizapiaci-muveleteinek-uzleti-feltetelei.pdf>
- Monnin, P. (2020). *Shifting Gears: Integrating Climate Risks in Monetary Policy Operations*. [https://www.researchgate.net/publication/338914421\\_Shifting\\_Gears\\_Integrating\\_Climate\\_Risks\\_in\\_Monetary\\_Policy\\_Operations](https://www.researchgate.net/publication/338914421_Shifting_Gears_Integrating_Climate_Risks_in_Monetary_Policy_Operations)
- MSCI. (2020). *Climate Value-at-Risk – Powering Better Investment Decisions for a Better World*. MSCI. <https://www.msci.com/documents/1296102/16985724/MSCI-Climate-VaR-Introduction-Feb2020.pdf>
- Nagy, Gy. L., Bozzai, R., Tóth, I. & Incze, Zs. (2021). *Zöld? Jelzáloglevél? Zöldjelzáloglevél!* *Gazdaság és Pénzügy*, 8(1): 2–25. <https://doi.org/10.33926/GP.2021.1.1>
- Network for Greening the Financial System (NGFS). (2021a). *Adapting central bank operations to a hotter world Reviewing some options*. <https://www.ngfs.net/en/adapting-central-bank-operations-hotter-world-reviewing-some-options>
- Network for Greening the Financial System (NGFS). (2021b). <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>
- Oustry, A., Erkan, B., Schwartzman, R., & Weber, P-F. (2020). *Climate-related Risks and Central Banks' Collateral Policy: a Methodological Experiment*. Banque de France Working Paper #790. <https://publications.banque-france.fr/en/climate-related-risks-and-central-banks-collateral-policy-methodological-experiment>

- Reuters. (2021). *Global sustainable bonds see record issuance in Jan-Sept 2021*. 2021. október 12. <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/global-sustainable-bonds-see-record-issuance-jan-sept-2021-2021-10-12/>
- Schoenmarker, D. (2019). *Greening monetary policy*. Rotterdam School of Management Erasmus University Working Paper [https://www.rsm.nl/fileadmin/Images\\_NEW/Erasmus\\_Platform\\_for\\_Sustainable\\_Value\\_Creation/Greening\\_monetary\\_policy.pdf](https://www.rsm.nl/fileadmin/Images_NEW/Erasmus_Platform_for_Sustainable_Value_Creation/Greening_monetary_policy.pdf)
- Stroebel, W. (2021). *What do you think about climate finance?* 2021. NBER Working Paper No. 29136. <https://doi.org/10.3386/w29136>
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). (2021). *Task Force on Climate-related Financial Disclosures 2021 Status Report*. October. [https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-TCFD-Status\\_Report.pdf](https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-TCFD-Status_Report.pdf)
- Villeroy, F. (2021). *The role of central banks in the greening of the economy*. Speech by Francois Villeroy de Galhau, Governor of the Banque de France. 2021. február 11. <https://www.banque-france.fr/en/intervention/role-central-banks-greening-economy>
- Wass, S. (2021.). *Rule change set to spur EU green covered bond market*. S&P Global. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/rule-change-set-to-spur-eu-green-covered-bond-market-64119451>
- Weber, C. (2016). *The Collateral Policy of Central Banks – An Analysis Focusing on the Eurosystem*. ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung. [https://www.ifo.de/DocDL/ifo\\_Beitraege\\_z\\_Wifo\\_72.pdf](https://www.ifo.de/DocDL/ifo_Beitraege_z_Wifo_72.pdf)
- Weidmann, J. (2021). *What role should central banks play in combating climate change?* <https://www.bis.org/review/r210128a.htm>

# A zöld lakáshitel-piac ösztönzése: az NHP Zöld Otthon Program

Komlóssy Laura – Winkler Sándor

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) zöld eszköztár stratégiájában célként tűzte ki, hogy támogassa a fenntartható módon megvalósuló gazdasági transzformációt és a klímacélok elérését, emellett növelje a pénzügyi rendszer klímatudatosságát. A lakáshitelek piaca megfelelő kiindulópontot jelent a zöld szempontok beépítésének jegybank általi ösztönzéséhez, tekintettel arra, hogy a hazai primerenergia-felhasználás harmadát kitevő lakóingatlanállomány energetikai hatékonysága alacsony, korszerűsítésére jelentős tér áll rendelkezésre. A Növekedési Hitelprogram részeként, a zöld monetáris politikai eszköztár stratégiával összhangban és annak egyik első lépéseként 2021. októberben elindult Zöld Otthon Program a zöld lakáshitel piac létrejöttét és a környezeti fenntarthatósági szempontok hazai lakáspiacon történő érvényesülését segíti elő kedvező kamatozású jegybanki forrással, amely energiahatékony új lakások építésére és vásárlására fordítható. 2022 első hónapjaiban jelentősen megnőtt az igény a Zöld Otthon Hitelek iránt, ezért az MNB a program keretösszegét megemelte.*

## 1. A program elindításának indoka

**Az NHP Zöld Otthon Program (ZOP) új szemléletet vezet be a lakás- és hitelpiacon, elősegítve ezzel a fenntarthatósági célok elérését.** A Magyar Nemzeti Bank a ZOP elindításával a „zöld” szempontok hitelpiaci hiányát és a lakásállomány tekintetében tapasztalható alacsony energiahatékonyságot kívánja kezelni. A ZOP a lakáspiacot segíti „zöld” irányba terelni a fenntartható otthonok iránti kereslet növelésével, amivel egyrészt áttételesen ilyen társasházi lakások fejlesztésére ösztönzi a kínálati oldalt, másrészt elősegíti az energiahatékony családi házak építését is. A lakáspiac mellett a hitelpiacon is új szemléletet vezet be a program azzal, hogy az energiahatékonyabb lakóingatlanok finanszírozási feltételei jelentősen kedvezőbbé váltak. A program a hitelpiaci kondíciók alakításán, illetve a pénzügyi stabilitás erősítésén keresztül a monetáris politikai célokat is támogatja.

**A hazai lakóingatlan-állomány energetikai szempontokból elavult.** A lakóingatlanok energetikai hatékonyságáról a használt lakóingatlanok tranzakcióinál és az új építésű lakóingatlanok használatbavételekor kiadott energetikai tanúsítványok alapján részletes képet kaphatunk. A 2016 és 2021 között kiadott energetikai tanúsítványok csupán 23,9 százaléka kapott CC vagy annál jobb besorolást, míg

a BB tanúsítvány szintet, amely 2022. július 1-től már követelmény lesz új építésű lakóingatlanok átadásához, mindössze 3,2 százaléka teljesíti (1. ábra)<sup>1</sup>. A kiadott tanúsítványok besorolásainak eloszlásában 2016 óta láthatunk egy fokozatos javulást, ami elsősorban az új építésű lakások száma emelkedésének tudható be. A legalább CC, vagyis „korszerű” besorolású tanúsítványok aránya a 2016-os 19,3 százalékról 2020-ra 32,1 százalékra emelkedett, 2021-ben ugyanakkor az átadott új építésű lakások jelentős visszaesése miatt 25,3 százalékra csökkent. A kiadott tanúsítványokon belül a legalább BB besorolásúak, vagyis a közel nulla energiaigényre vonatkozó követelményt elérő lakóingatlanok aránya a 2016-os 0,9-ről 6,4 százalékra nőtt 2021-re, ez azonban még mindig nagyon alacsony. Budapesten az arányaiban több új építésű lakás miatt valamivel magasabb volt a jobb besorolású ingatlanok aránya vidékhez képest.

**A teljes lakásállomány energetikai tulajdonsága összességében még rosszabb lehet<sup>2</sup>**, tekintve, hogy a kiadott tanúsítványok az összes új építésű lakást és az eladott használt lakások csak bizonyos – többségében az elmúlt évek tranzakciói során minősített – részét fedik le, a tranzakciókban pedig vélhetően a piacképesebb, jobb állapotú ingatlanok felülreprezentáltak. A Kormány által 2021. februártól bevezetett otthonfelújítási támogatást az MNB 2021. novemberi Lakáspiaci jelentésében bemutatott adatok szerint az igénylők közel 50 százaléka használja energetikai hatékonyságot is javító beruházás finanszírozására, ami ugyanakkor azt is jelenti, hogy a felújítási programban igényelt összeg fele nem segíti elő a lakóingatlanok energetikai javítását. A hazai lakásállomány energetikai hatékonysága annak tükrében különösen fontos, hogy az EBRD tanulmánya alapján Magyarországon a végső energiafogyasztás harmadáért ezen ingatlanok felelnek, így e téren érdemi megtakarítás is elérhető lenne<sup>3</sup>.

---

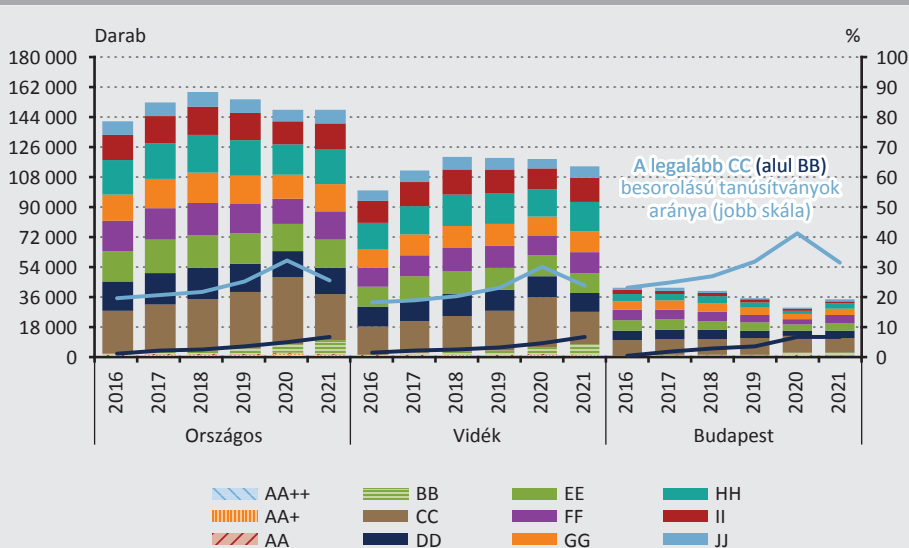
<sup>1</sup> 2022. július 1-től – az eredeti 2021. január 1-i hatálybalépés többszöri elhalasztása után – új építésű lakóingatlanok esetén szigorodik az energetikai megfelelés szabályozása, így CC, vagyis korszerű helyett már csak legalább BB energetikai besorolású, vagyis a közel nulla energiaigényre vonatkozó követelményeknek megfelelő lakóépület kaphat használatbavételi engedélyt.

<sup>2</sup> Erre utal az is, hogy a KSH 2015-ös lakásfelmérése alapján a lakóingatlanok 61 százaléka felújításra szorul, 81 százaléka 1990 előtt épült.

<sup>3</sup> Lásd: European Bank for Reconstruction and Development: Hungary: Modernisation of Public and Residential Buildings – Identification and Elaboration of Support Programmes, 30.11.2020. Link: <https://www.ebrd.com/news/2020/energy-efficiency-in-hungary-begins-at-home.html>

1. ábra

A lakó- és szállásjellegű épületekre (használt és új) kiadott energetikai tanúsítványok száma kategóriák szerint, valamint Budapest és vidék megbontásában

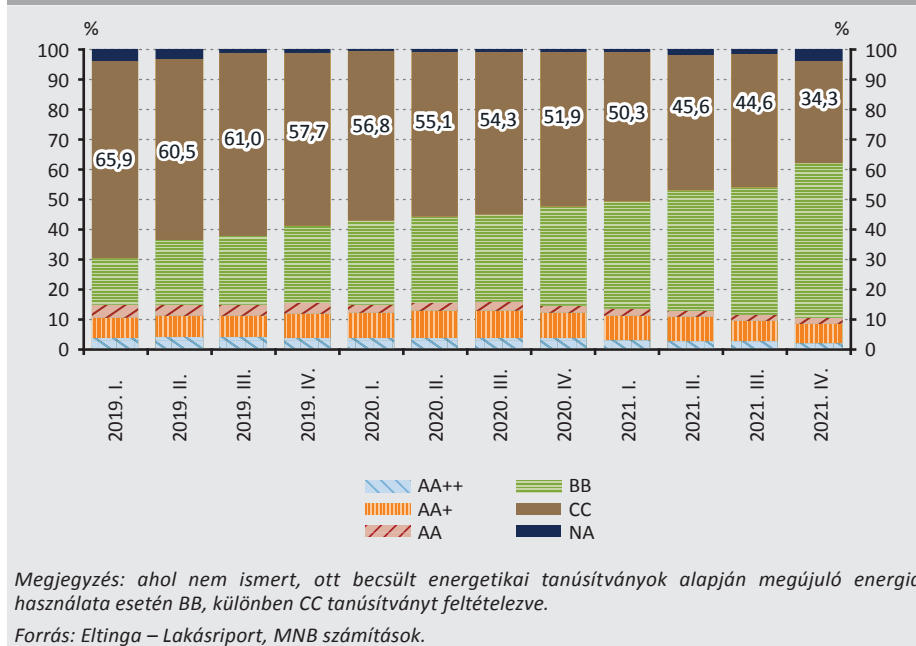


Megjegyzés: többlakásos lakóingatlanok esetén minden lakásra külön energiatanúsítvány készül. Az adatok tartalmazzák az új építésű ingatlanok használatbavételi engedélye előtt kiadott tanúsítványokat, valamint a használt lakások adásvételekor kiadott tanúsítványokat is.

Forrás: <https://entan.e-epites.hu>

**Az új építésű lakások piacán a közel nulla energiaigényre vonatkozó követelmény bevezetése előtt még számos megújuló energiát nem használó épület van.** A budapesti újlakás-piacot megvizsgálva látható, hogy 2019 óta folyamatosan növekszik a fejlesztés és értékesítés alatt álló új társasházi lakásokon belül a legalább közel nulla energiaigényre vonatkozó követelményt (a továbbiakban KNE követelmény), vagyis a BB energetikai besorolást elérő új lakások aránya (2. ábra). A KNE követelmény eléréséhez jelenleg az épületeknek egy 25 százalékos megújuló energia arányt is teljesíteniük kell. A KNE követelményt teljesítő új lakások a fővárosi kínálat 29,9 százalékát tették ki 2016 első negyedében, míg részarányuk 2021 negyedik negyedévére 61,8 százalékra nőtt. A KNE követelményt el nem érő, vagyis energiahatékonyságban nem kellően jó, vagy megújuló energiát nem használó új lakások aránya a kínálatban ugyanakkor még mindig számottevő, közel egyharmad, ami miatt indokolt a piac ösztönzése a fenntarthatóbb energetika irányába.

**2. ábra**  
**Fejlesztés és értékesítés alatt álló budapesti új társasházi lakások megoszlása energetikai besorolások alapján**



**A lakóingatlan-állomány megújulását nehezíti, hogy a hitelpiacon a zöld szempontok nem érvényesülnek.** A bankok jelenleg nem veszik figyelembe a fenntarthatósági szempontokat a hitelezés során, vagyis nincsenek dedikált „zöld” célokat előtérbe helyező piaci alapú hiteltermékek a bankok kínálatban. Mindezek hiánya a háztartásokat nem ösztönzi arra, hogy lakásvásárlási és hitelfelvételi döntésük meghozatalakor környezeti fenntarthatósági szempontokat is figyelembe vegyenek. Finanszírozási oldalról az ún. „zöld hipotézis” szerint érdemes lehet kedvezőbb kondíciókat biztosítani energetikai szempontból hatékonyabb ingatlanok vásárlására vagy építésére. Egyrészt ezen ingatlanok fenntartási költségei tartósan alacsonyabbak lehetnek, ami a nemfizetési valószínűsége (PD) és nemteljesítéskori veszteségrátára (LGD) is mérséklően hathat, másrészt hosszú távon a kereslet „zöld” irányba tolódása és a korszerűbb műszaki tulajdonságok miatt értékállóbbak is lehetnek ezen ingatlanok, ami a bankok szempontjából összességében alacsonyabb hitelkockázatot eredményez. A nemzetközi szakirodalomban több tanulmány is bemutatta, hogy a kedvezőbb energetikával rendelkező ingatlanok finanszírozása esetén alacsonyabb kockázatokkal szembesülnek a hitelezők. Baccega et al. (2019) négy EU ország adatait vizsgálva Belgium és Hollandia esetén, Billio et al. (2021) dániai adatokon, míg Guin et al. (2020 és 2022) az Egyesült Királyságra vonatkozó adatokon mutattak ki a finanszírozott ingatlanok energetikai jellemzői és a hitelek

késedelembe esése közötti szignifikáns negatív kapcsolatot. Ezen tanulmányok mellett Schütze (2020) németországi adatokon a zöld jelzaloghitek alacsonyabb várható veszteségét tárta fel.

## 2. Az NHP Zöld Otthon Program feltételrendszere

**A ZOP az MNB zöld eszköztár-stratégiája keretében, a Növekedési Hitelprogram (NHP) részeként indult el 2021. október 4-én, 200 milliárd forintos keretösszeggel.**

A program kedvező és a futamidő végéig rögzített, így kiszámítható kamatozású hitellel támogatja a lakosság energiahatékony újlakás-vásárlását és -építését. A jegybank az NHP korábbi – a kkv szektor forráshoz jutását támogató – szakaszaihoz hasonlóan ezúttal is 0 százalékos kamat mellett biztosít a hitelintézeteknek refinanszírozási forrást, amelyet azok maximum 2,5 százalékos kamat mellett hitelezhetnek tovább lakossági ügyfelek részére (3. ábra). A hitelt tehát csak természetes személyek igényelhetik, energiahatékony (legalább BB energetikai besorolású és – az április közepéig hatályos feltételek szerint – legfeljebb 90 kWh/m<sup>2</sup>/év primer energiafelhasználású<sup>4</sup>) új lakások és családi házak saját lakhatás céljából történő vásárlására, illetve építésére. Legfeljebb 70 millió forintnyi hitel vehető fel, a maximális futamidő pedig 25 év lehet. Tekintettel az elhúzódo építkezésekre, 4 év áll rendelkezésre az utolsó hitelrész lehívására, azonban az első folyósításnak (egyösszegben történő lehívás esetén a teljes összeg folyósításának) meg kell történnie a szerződés kötéstől számított 3 éven belül. A lakhatási céllal összefüggésben a tulajdonossá is váló adós(ok)nak vállalnia kell, hogy a lakóingatlanban legalább 10 évig életvitelszerűen tartózkodik (nem minden adóstársnak kell tulajdonossá válnia és bejelentkeznie az ingatlanba).

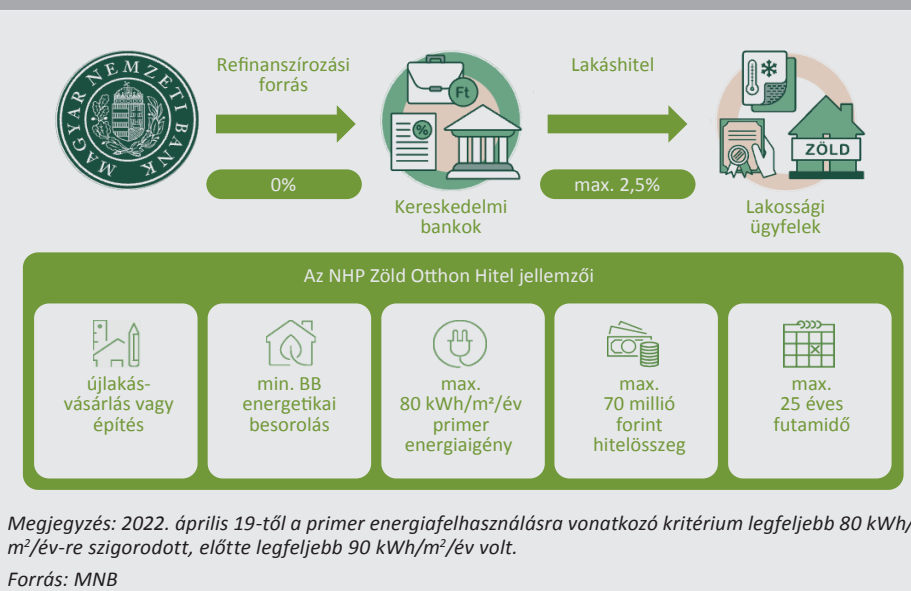
**A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelekhez hasonlóan a ZOP esetében is számos fogyasztóbarát feltétel került beépítésre a hitelfelvevők érdekében.**

Az ügyféltájékoztatásra vonatkozó előírások és a maximális bírálati idő meghatározása mellett korlátozva van a bankok által felszámítható költségek köre és mértéke is. A kamaton felül csak folyósítási díj (legfeljebb a hitelösszeg 0,75 százaléka, de maximum 100 ezer forint), előtörlesztési díj (az előtörlesztett összeg legfeljebb 1 százaléka, de alkalmanként és szerződésenként maximum 30 ezer forint) és a harmadik fél felé fizetendő költségek (pl. a közjegyzői díj, értékbecslési díj) számolhatók fel.

<sup>4</sup> Az Európai Bizottság által kiadott taxonómia alapján „zöld”-nek tekinthető (az éghajlatváltozást mérsékli) az az építés eredményeként létrejövő lakó- és nem lakáscélú épület, aminek energiahatékonyágát meghatározó primerenergia-igény legalább 10 százalékkal kisebb, mint a közel nulla energiaigényű (BB) épületekre meghatározott küszöbérték (négyzetméterenként, évente legfeljebb 100 kWh).

3. ábra

Az NHP Zöld Otthon Program működése, főbb paramétere



**Az emelkedő kamat- és inflációs környezet jelentős szerepet játszott abban, hogy 2022 első hónapjaiban számottevően megnőtt az igény a Zöld Otthon Hitelek iránt és nagymértékben fokozódott a hitelkérelmek benyújtása.** Tekintettel arra, hogy a bankokhoz beérkező hitelkérelmek volumene – a már megkötött szerződésekkel együtt – március végéig elérhette a program teljes keretösszegét, több bank is leállította (egy részük átmenetileg) a hitelkérelmek befogadását. A ZOP keretében felvehető kedvező hitel iránt tapasztalt, korábban vártnál nagyobb érdeklődéshez egyrészt hozzájárul, hogy a program elindulása óta egyre inkább nyílik az olló a Zöld Otthon Hitel és a piaci lakáshitel-kamatok között, másrészt a jelentősen alacsonyabb törlesztőrészlet használt lakás vásárlása helyett új, energiahatékony lakás vásárlására ösztönözheti a lakossági ügyfeleket. Emellett az emelkedő infláció és a háború miatt bizonytalanabb környezet következtében egyre több lakossági ügyfél választhatja inkább az ingatlan vásárlását egyéb megtakarítási formák helyett, továbbá a keret kimerülésétől és a program esetleges leállításától való félelem miatt többen előrehozhatták lakásvásárlásukat, hitelkérelmük elindítását.

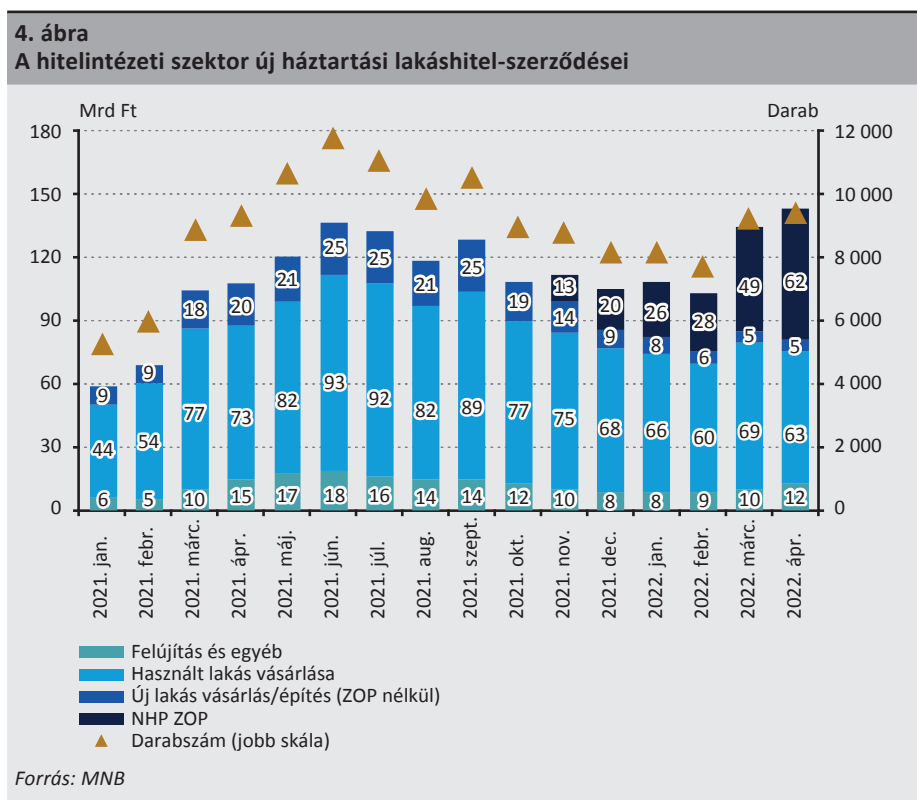
**A Zöld Otthon Hitelek iránt mutatkozó jelentős igényre és a fenntarthatósági szempontok fontosságára tekintettel a Monetáris Tanács április 5-i ülésén a program keretösszegét 100 milliárd forinttal 300 milliárd forintra emelte.** Szigorodtak ugyanakkor a finanszírozható ingatlanokra vonatkozó energetikai elvárások annak érdekében, hogy még zöldebb lakások, családi házak vásárlását, illetve építését ösztönözze a program. A változatlanul megkövetelt BB kategória mellett az ingatlan primer energiafelhasználásának felső korlátja az addig megkövetelt 90 kWh/m<sup>2</sup>/év



helyett 80 kWh/m<sup>2</sup>/év értékre csökkent<sup>5</sup>. Április végére a hitelintézetek többsége esetén az addig befogadott hitelkérelmek volumene elérte a rendelkezésükre bocsátott újabb keretet is, ezért leállították a hitelkérelmek befogadását.

### 3. Az NHP Zöld Otthon Program eddigi alakulása és a konstrukcióban kötött hitelek jellemzői

**2021. november óta az újlakás-hitelek magasabb volumenéhez jelentősen hozzájárult a ZOP, ami iránt az indulás óta jelentős érdeklődés mutatkozik a lakossági ügyfelek részéről.** Míg tavaly októberben a néhány banknál elhúzódó termékfejlesztés és a hitelbírálatok időigénye miatt nem történt szerződéskötés a ZOP keretében, addig novemberben az új lakás vásárlására vagy építésére kibocsátott hitelvolumen 47 százaléka, decemberben már 68 százaléka, az idei év januárjában és februárjában mintegy 80 százaléka, márciusban és áprilisban pedig már több mint 90 százaléka kapcsolódott a programhoz, együttesen 198 milliárd forint összegben (4. ábra). Márciusban a ZOP az összes lakáscélú hitelkibocsátás harmadát is meghaladta, míg áprilisban már a kibocsátott volumen közel fele a ZOP keretében jött létre.



<sup>5</sup> 2022. április 19. napjától kezdődően kizárólag olyan lakáshitel szerződés köthető a program keretében, amely vonatkozásában teljesülnek a szigorúbb energetikai elvárások.

**A ZOP volumenének és részarányának növekedésében szerepet játszott a Zöld Otthon Hitelek egyre jelentősebb kamatelőnye a piaci kamatozású hitelekhez képest, így az alacsonyabb törlesztőrészlet a keresletet az új lakások irányába mozdította el.** A ZOP keretében kötött szerződések hitelösszegegel súlyozott átlagos THM értéke (az államilag támogatott ügyletek kiszűrésével) ugyanis 2,6 százalékpont körül alakult, miközben az új lakás vásárlása és építése céljából felvett piaci, állami támogatást nem tartalmazó hiteleké az év eleji 4,7 százalékról áprilisra 5,7 százalékpontra nőtt az emelkedő kamatkörnyezetben. A hosszú referencia-kamatok monetáris szigorítási ciklusból adódó emelkedését tapasztalataink szerint csak késve követi a piaci jelzáloghitelek kamatszintje, ugyanakkor a bankok egyre nagyobb hányada, illetve egyre nagyobb mértékben érvényesíti a növekvő forrásköltségeket a kamatkondíciókban.

**A ZOP keretében kötött szerződések átlagos hitelösszege magasabb, mint az új lakás vásárlására és építésére igényelhető piaci konstrukciókban szerződött ügyleteké.** Az állami támogatással (CSOK) érintett hitelszerződések nélkül a ZOP-ban az átlagos hitelösszeg a november-áprilisi időszakban 28,2 millió forint volt, míg a piaci konstrukcióban felvett hiteleké 17 millió forint körül alakult. A medián hitelösszeg a ZOP esetén 25 millió forint, a piacnál 12 millió forint volt. Az állami támogatással érintett ügyleteket is figyelembe véve a ZOP-ban az átlagos hitelösszeg 34 millió forintot tett ki. A futamidő tekintetében is különbség mutatkozik a jegybanki és piaci konstrukciókban megkötött hitelszerződések között. A Zöld Otthon Hitelek átlagos futamideje a szerződéskötéstől számítva 22,6 év körül alakult, a piaci alapon létrejött újlakás-hitelek átlagos futamideje pedig 18,8 év volt a november-áprilisi időszakot tekintve.

**2022. június 3-ig a programban részt vevő hitelintézetek 6625 ügyletet jelentettek az MNB felé 222 milliárd forint összegben<sup>6</sup>.** A szerződések közel 60 százaléka esetében a hitelhez állami kamattámogatást („zöld CSOK”) is igénybe vettek az adósok. A 2022. június 7-én ténylegesen kinn lévő – azaz a már lehívott, de nem törlesztett – állomány 74 milliárd forint volt, a szerződött összeg harmada, mivel a szerződések nagyobb része építés előtt/alatt álló ingatlanokhoz kapcsolódik, így későbbi lehívással (is) jár.

**A leszerződött volumen közel felét, összesen eddig mintegy 102 milliárd forintot családi ház építésére vagy vásárlására vették fel a háztartások** (5. ábra). Ezen hitelcél keretében a volumen több mint 80 százalékból családi ház építését finanszírozták, melynek 60 százaléka vidéki régiókban valósul meg, az átlagos hitelösszegük pedig 30 millió forintot ért el. Lakásokhoz kötődött a hitelek 41 százaléka, melyek 59 százaléka épülő lakás, 41 százaléka kész lakás vásárlására fordítódott. Ez utóbbi

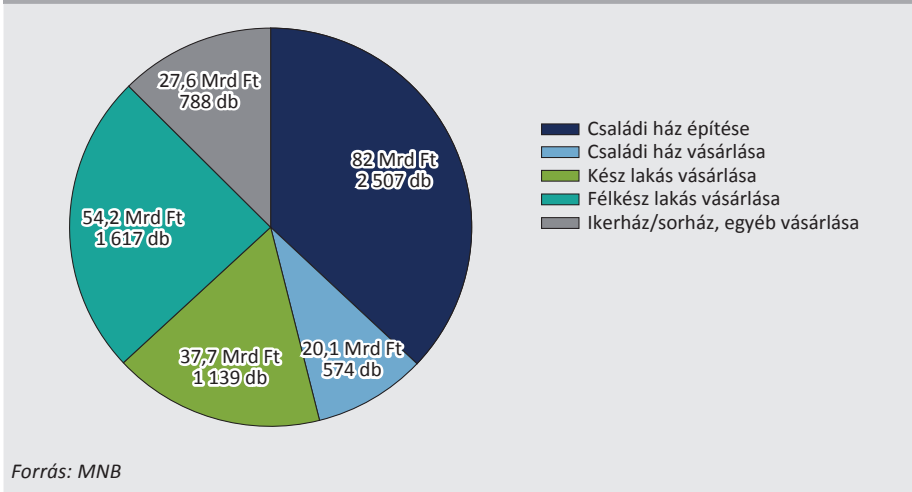
---

<sup>6</sup> Az MNB felé 2022. június 3-ig, az AL12 adatszolgáltatás keretében jelentett szerződéses volumen. A ténylegesen létrejött szerződések volumene/száma ezt kismértékben meghaladhatja.

hitelek több mint négyötöde a Közép-Magyarország régióba áramlott (közel 60 százalékuk pedig közvetlenül Budapesthez kapcsolódott). A fővárosi kész lakások vásárlására felvett hitelek átlagos összege meghaladta a 36 millió forintot. A félkész lakások esetében némileg alacsonyabb a Közép-Magyarország régió és Budapest dominanciája, a kihelyezett hitelvolumen 76 százaléka áramlott a középső régióba, melyből 43 százalék kapcsolódott közvetlenül Budapesthez. A budapesti félkész lakások vásárlására felvett hitelek átlagos hitelösszege közel 4 millió forinttal volt magasabb, mint a kész lakásoké. Ikerház, sorház vásárlására a volumen mintegy 12 százalékát fordították, melynek több mint 50 százaléka a Közép-Magyarország régióhoz kötődött. Az átlagos hitelösszeg 32 millió forint körül alakult.

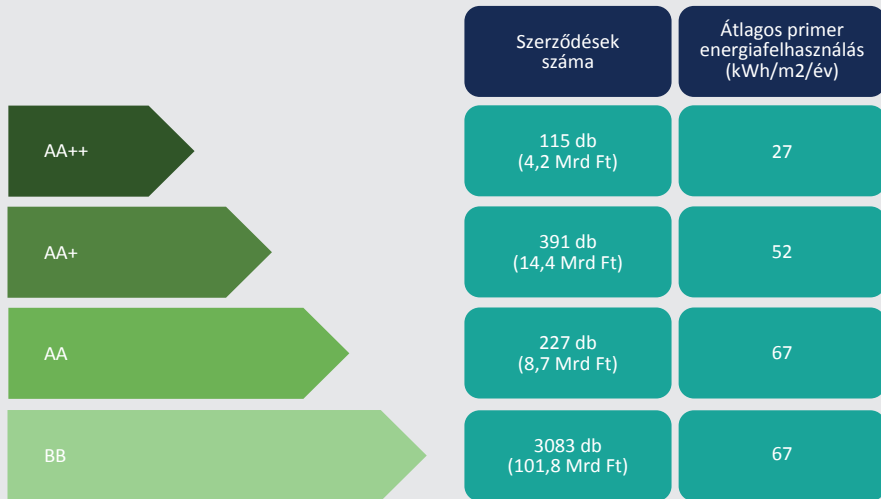
5. ábra

A ZOP keretében létrejött szerződések volumenének hitelcél szerinti megoszlása



A ZOP keretében eddig finanszírozott ingatlanok közel 60 százalékánál ismert már az energetikai besorolás, melyből 81 százalék BB, 19 százalék pedig ennél is kedvezőbb energetikai besorolással rendelkezik (6. ábra). Az átlagos primer energiafelhasználás a programban megkövetelt legfeljebb 90 – április 19-től már csak legfeljebb 80 – kWh/m<sup>2</sup>/év-nél a BB energetikai tanúsítvánnyal rendelkező ingatlanok esetében is jelentősen alacsonyabb, éves szinten négyzetméterenként 67 kWh körül alakul (tehát lényegében az AA besorolási osztály összesített energetikai mutatóra vonatkozó kritériumait is teljesíti), míg a legjobb energetikai besorolású AA++-os ingatlanok esetén mindössze 27 kWh/m<sup>2</sup>/év.

**6. ábra**  
**A ZOP keretében finanszírozott ingatlanok energetikai besorolás szerinti megoszlása**



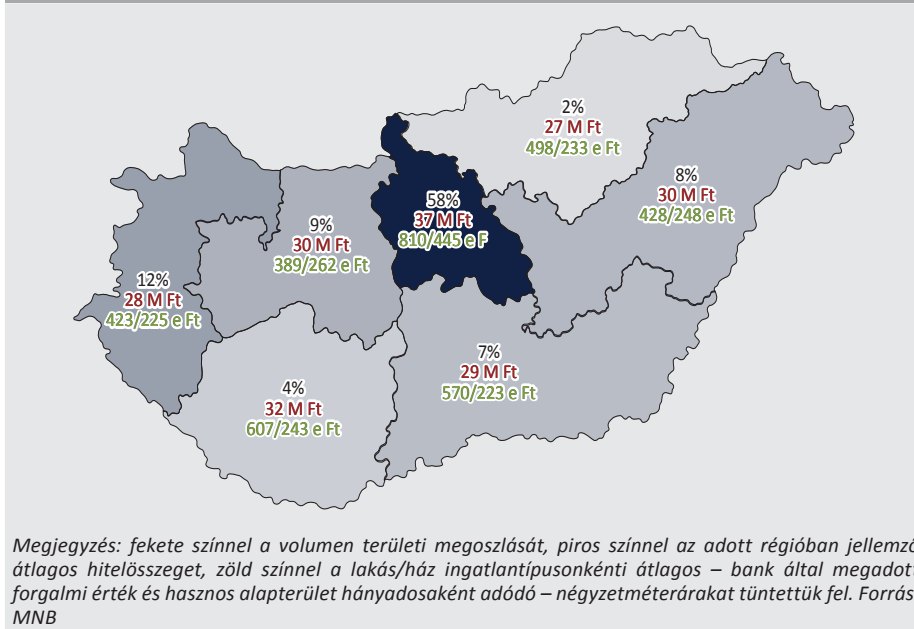
Megjegyzés: a részt vevő bankoknak az ingatlan energetikai besorolását elegendő az ingatlan energetikai tanúsítványának elkészültét követően jelenteniük.

Forrás: MNB

**A létrejött szerződések eddigi volumenének közel 60 százaléka a Közép-Magyarország régióban épülő vagy már felépített ingatlanokhoz kapcsolódott,** darabszám szerint is a hitelek több mint felét használták fel ebben a térségben (7. ábra). Itt az átlagos hitelösszeg 37 millió forint, mely meghaladja a teljes portfólió 34 millió forintos átlagos hitelösszegét. Ezzel szemben a vidéki régiók ingatlanjaihoz kapcsolódó hitelek átlagos hitelösszege 29,4 millió forintot ért el. Míg a vidéki régiókban a házak átlagos négyzetméterára 239 ezer forint volt, régióként kisebb mértékű eltérésekkel, a lakásoké közel 486 ezer forintot ért el, ugyanakkor a régiókénti egyes értékek között itt már jelentős szórás mutatkozott. A teljes ZOP portfólió átlagos futamideje 21 év.

7. ábra

A ZOP keretében létrejött szerződések volumen szerinti területi eloszlása



#### 4. Összegzés

A Zöld Otthon Program elindításával az MNB célja a zöldlakáshitel-piac létrejöttének és a környezeti fenntarthatósági szempontok hazai lakáspiacon történő érvényesülésének elősegítése volt. A program az elmúlt hónapokban kiemelkedő szerepet töltött be a lakáshitelezésben, idén áprilisban már az összes lakáscélú hitelkibocsátás közel fele valósult meg a ZOP keretében, azonban április vége után már érdemben nem maradt szabad kerete a bankoknak új kérelmek befogadására. A programban június elejéig létrejött 222 milliárd forintnyi szerződés több mint 6,5 ezer háztartás újlakás-vásárlását és -építését támogatta, a teljes keretösszeg pedig mintegy 10 ezer háztartás számára teszi majd lehetővé, hogy kedvező hitellel zöld ingatlanhoz jussanak. Az MNB – a tavaly júliusban elfogadott zöld eszköztár-stratégiával összhangban – hosszú távon kívánja támogatni a hazai ingatlanállomány megújulását, és vizsgálja, hogy a 300 milliárd forintos keret kimerülése után milyen feltételek mellett tudja fenntartható módon támogatni a hazai zöld átmenetet.

## Felhasznált irodalom:

Baccega, T., Bedin, A., Billio, M., Hristova, I., & Riedel, M. (2019). *Technical report on the portfolio analysis of banks' loan portfolios*. EeMAP - Energy efficient Mortgages Action Plan, WP5/D5/2

Billio, M., Costola, M., Pelizzon, L., & Riedel, M. (2021). *Buildings' Energy Efficiency and the Probability of Mortgage Default: The Dutch Case*. Journal of Real Estate Finance & Economics. <https://doi.org/10.1007/s11146-021-09838-0>

Európai Bizottság. (2021). *Taxonómia Climate Delegated Act*. Link: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0023.02/DOC\\_2&-format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d84ec73c-c773-11eb-a925-01aa75ed71a1.0023.02/DOC_2&-format=PDF)

European Bank for Reconstruction and Development. (2020). *Hungary: Modernisation of Public and Residential Buildings – Identification and Elaboration of Support Programmes*. 30.11.2020. Link: <https://www.ebrd.com/news/2020/energy-efficiency-in-hungary-begins-at-home.html>

Guin, B., & Korhonen, P. (2020). *Does energy efficiency predict mortgage performance?* Bank of England Working Papers, No. 852

Guin, B., Korhonen, P., & Moktan, S. (2022). *Risk differentials between green and brown assets?*. Economics Letters, 110320.

Központi Statisztikai Hivatal. (2016). *Miben élünk? A 2015. évi lakásfelmérés főbb eredményei*. 2016. augusztus. Link: [https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/pdf/miben\\_elunk15.pdf](https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/pdf/miben_elunk15.pdf)

Magyar Nemzeti Bank. (2021). *Lakáspiacei jelentés, 2021. november*. Link: <https://www.mnb.hu/letoltes/laka-spiaci-jelente-s-2021-november-hu.pdf>

Schütze, F. (2020). *Transition Risks and Opportunities in Residential Mortgages*. DIW Berlin Discussion Papers, No. 1910.

# Az állampapír-vásárlási program zöld vonatkozásai és helyzetkép a magyar zöld állampapírokról

Sulyok András

*Az MNB 2020. május 4-én, a koronavírus-járvány okozta pénzüpiaci turbulenciára reagálva indította el az állampapír-vásárlási programot, amelynek részét képezte a 2021. április 28-án kibocsátott 30 éves zöld állampapír (2051/G) vásárlása is. Ezzel az MNB a monetáris politikai céljai mellett, a környezeti fenntarthatósági mandátumával összhangban hozzájárult a forint zöld kötvény piacának fejlesztéséhez, valamint a magyar állam adósságprofiljának javulásához. A magyar Zöld Kötvény Keretprogram stabil hátteret ad a megvalósult és leendő zöld állampapír-kibocsátásoknak, amelyben a nemzetközi kibocsátások mellett egyre hangsúlyosabb szerepet kapnak a rendszeres kibocsátású forint zöld államkötvények.*

## 1. Az MNB állampapír-vásárlási programja

**A Magyar Nemzeti Bank (MNB) Monetáris Tanácsa 2020. április 7-én arról döntött, hogy az állampapírpiac stabil likviditási helyzetének megteremtése és a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása érdekében állampapír-vásárlási programot indít a másodlagos piacon.** A koronavírus-járvány okozta, 2020. márciusi pénzüpiaci turbulencia idején a hazai hozamok jelentősen megemelkedtek, az akkori 10 éves benchmark papír (2031/A) hozama a 2 százalékos szintről egy nap alatt több, mint 100 bázispontot emelkedett. Az MNB mandátuma a járvány kezdetének idején tapasztalt rendkívüli makrogazdasági környezetben is az árstabilitás elérése és fenntartása, a pénzügyi stabilitás megőrzése, valamint a Kormány gazdaságpolitikájának támogatása volt. Ezzel összhangban kiemelt feladattá vált a pénzüpiaci következmények tompítása és a hazai pénzügyi folyamatok stabilitásának biztosítása a bizonytalan gazdasági környezetben is, ezzel megelőzve a monetáris transzmisszió sérüléseit. Az állampapír-vásárlási program ezen a részpiacra célzott, gyors és szükséges mértékű válaszra, valamint a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítására adott lehetőséget.

**Az MNB a program részleteit 2020. április 28-án hozta nyilvánosságra<sup>1</sup>, majd május 4-én indította el a vásárlásokat.** A vásárlások kizárólag a másodlagos piacon zajlottak, vagyis az MNB közvetlenül nem vásárolt az államkötvények kibocsátásaiból, csak a már forgalomban lévő papírok piacán jelent meg vevőként, ezzel betartva a monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó szabályokat. A jegybank a vásárlásokat piaci áron hajtotta végre, melyek nagyrészt az MNB által meghirdetett, keddenkénti aukciókon zajlottak. Az aukciók mellett lehetősége volt az MNB-nek a tőzsdén, valamint a tőzsdén kívüli piacon közvetlen adásvétel formájában is állampapírt vásárolni, az egyedi ügylet kondícióinak mérlegelésével, a piaci semlegesség és egyenlő bánásmód elveinek érvényesítésével. A program partnerkörét az ÁKK Zrt. elsődleges forgalmazói körébe tartozó hitelintézetek, valamint a 10 legnagyobb befektetési alapkezelő által kezelt nyilvános és nyílt végű értékpapíralap alkották<sup>2</sup>. A vásárolható állampapírok futamidejére az MNB nem tett korlátozást, ugyanakkor deklarálta, hogy a vásárlásokat a legalább 3 éves futamidejű papírokra fogja koncentrálni, amellyel a program az állampapír-piaci hozamgörbe középső és hosszú szakaszát támogatta. A programnak nem volt keretösszege, de 1000 milliárd forintos állományonként átfogó értékelés és technikai felülvizsgálat készült.

**Az állampapír-vásárlási program később kibővült az állami készfizető kezesség mellett kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal, valamint az MNB egyes sorozatokban lévő tulajdoni limitje is többször felülvizsgálatra került.** A program kezdetben kizárólag állampapírokra vonatkozott, de a program hatékonyságának növelése érdekében 2020. október 6-tól a megvásárolható eszközök köre kibővült az állami készfizető kezesség mellett kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal, az állampapír-vásárlásokkal megegyező stratégiai paraméterek alkalmazása mellett<sup>3</sup>. A program indulásakor feltételként kikötésre került, hogy az MNB által vásárolt állampapírok esetében a vásárlások eredményeként az egyes állampapír-sorozatokból az MNB tulajdonában lévő mennyiség nem haladhatta meg az adott állampapír-sorozat forgalomban lévő névértékének 33 százalékát. A program kibővítésével együtt, 2020. október 6-án a Monetáris Tanács arról is döntött, hogy az egyes értékpapír-sorozatok esetében a megvásárolható mennyiség a korábbi 33 százalékról 50 százalékra változik. Erre azért volt szükség, hogy a korábbi limit ne korlátozza az MNB-t a hozamgörbe adott pontján történő beavatkozásban. Végül 2021. március 9-én az 50 százalékos limit

<sup>1</sup> Az MNB 2020. április 28-i sajtóközleménye: Az MNB május 4-től elindítja állampapír- és jelzáloglevél-vásárlási programjait. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2020-evi-sajtokozlemenyek/az-mnb-majus-4-tol-elinditja-allampapir-es-jelzaloglevel-varaslas-programjait>

<sup>2</sup> MNB (2020a)

<sup>3</sup> Az MNB 2020. október 6-i sajtóközleménye: A Monetáris Tanács döntése a Magyar Nemzeti Bank eszközvásárlási programjának technikai módosításairól. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2020-evi-sajtokozlemenyek/a-monetaris-tanacs-dontese-a-magyar-nemzeti-bank-eszkozvasarlas-programjanak-technikai-modositasairol>



is feloldásra került<sup>4</sup>, hogy amennyiben az állampapírpiac stabilitási és likviditási helyzete indokoltá teszi, az MNB vásárlásai az egyes sorozatoknál az 50 százalékos részarányt is meghaladhatják. Az MNB tulajdoni aránya a későbbiekben négy, 10 év feletti állampapír-sorozat esetén haladta meg az 50 százalékot, de akkor is annak közelében maradt.

**Az MNB vásárlási mennyisége a kezdeti beavatkozást követően mérséklődött, majd 2020 nyarának végétől a pénzügyi turbulencia elkerülése érdekében a heti vásárlások lépcsőzetesen emelkedtek, és a program fokozatos kivezetésének 2021. augusztusi megkezdéséig heti 50-60 milliárd forintos szint körül alakultak.**

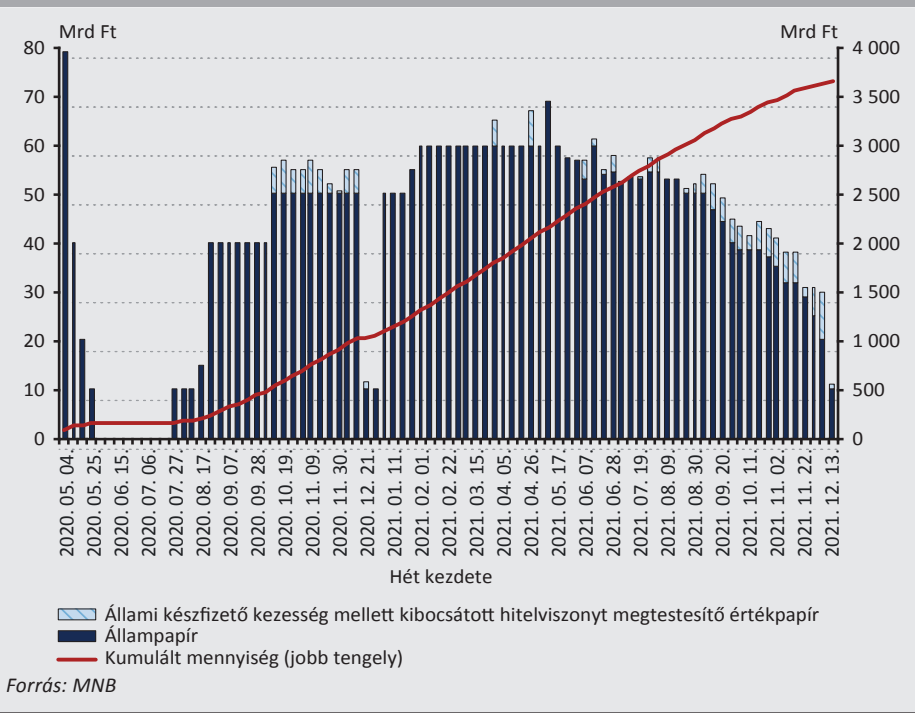
Az MNB a program első hetén közel 80 milliárd forint állampapírt vásárolt, főként a 10 éves szegmensre koncentrálna. A kezdeti vásárlásokat követően az állampapírpiac stabilizálódott, és 2020 nyarán egy időre az MNB meg is szakította a célzott vásárlásokat (a jegybanki fedezett hiteltender továbbvitele mellett). Ezt követően a vásárlási mennyiségek heti 40 milliárd forinton stabilizálódtak, majd 2020. október elejétől 50 milliárd forintra emelkedtek, és a 2020. év végi visszaesett forgalom miatti kisebb vásárlásokat követően heti 60 milliárd forint körül alakultak a heti vásárlások. A folyamatos jelenlét mellett a jegybank kommunikációjának megfelelően rugalmasan alakította nemcsak a vásárlási szerkezetet, hanem a vásárlási mennyiséget is. Amikor lehetőség adódott, akkor csökkentette a vásárlási mennyiséget, ugyanakkor pénzügyi feszültség fokozódása esetén a jegybank kész volt a heti 60 milliárd forintos szint felett is vásárolni, mint történt ez a 2021. május 10-i héten (1. ábra). Az MNB 2021. augusztus 24-i döntésével megkezdte a program fokozatos és óvatos kivezetését<sup>5</sup>, és a heti vásárlási mennyiség fokozatos csökkentésével végül 2021. december 14-én a program lezárásáról döntött<sup>6</sup>. Ugyanakkor az MNB az állampapírpiac likviditási folyamatait a jövőben is szoros figyelemmel követi, és szükség esetén készen áll átmeneti és célzott állampapír-vásárlásokkal beavatkozni az állampapírpiac stabilitásának fenntartása érdekében (2. ábra).

<sup>4</sup> Az MNB 2021. március 9-i sajtóközleménye: A Monetáris Tanács döntése a Magyar Nemzeti Bank állampapír-vásárlási programjának technikai módosításáról. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2021-evi-sajtokozlemenyek/a-monetaris-tanacs-dontese-a-magyar-nemzeti-bank-allampapir-vasarlas-programjanak-technikai-modositasarol>

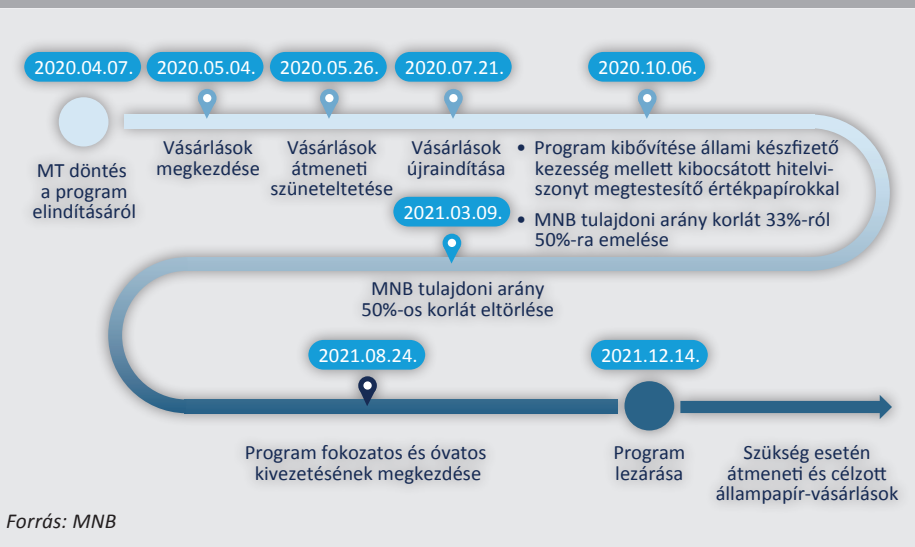
<sup>5</sup> Az MNB közleménye a Monetáris Tanács 2021. augusztus 24-i üléséről. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2021/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2021-augusztus-24-i-uleserol>

<sup>6</sup> Az MNB közleménye a Monetáris Tanács 2021. december 14-i üléséről. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2021/kozlemeny-a-monetaris-tanacs-2021-december-14-i-uleserol>

**1. ábra**  
Az MNB heti vásárlási mennyiségei az állampapír-vásárlási program keretében



**2. ábra**  
Az MNB állampapír-vásárlási programjával kapcsolatos főbb döntések



**Az állampapír-vásárlási programnak részét képezte a 2021. április 28-án kibocsátott 30 éves zöld állampapír vásárlása is.** Az MNB a program során a hozamgörbe hosszú végén kívánta javítani a monetáris transzmissziót, amelynek érdekében fix kamatozású, forintban denominált államkötvényeket vásárolt, főként az állampapír-piaci hozamgörbe hosszú végére koncentrálna. A 2051/G zöld államkötvény megfelelt a fenti feltételeknek, és az MNB a 30 éves futamidejű 2051/G vásárlásával a hozamgörbe legtávolibb pontján is jelen volt vásárlásaival.

## **2. Magyarország Zöld Kötvény Keretprogramja**

**Magyarország zöld állampapír kibocsátásait a 2020 májusában elkészített Zöld Kötvény Keretprogram<sup>7</sup> fogja össze, amely egységes célokat és felhasználási, beszámolási szabályokat fogalmaz meg a magyar állam által kibocsátott zöld államkötvényekből befolyt összegekre vonatkozóan.** Ebben a dokumentumban kijelentik, hogy Magyarország elkötelezett az éghajlatváltozás és biodiverzitás csökkenése elleni küzdelem mellett. A párizsi egyezmény alapján Magyarország támogatta az Európai Tanács 2019. decemberi ülésén az EU klímasemlegességi célját, és annak megfelelően törekszik a klímasemlegesség 2050-ig történő elérésére, amely sikeressége esetén az üvegházhatású gázok még fennmaradó hazai kibocsátása, valamint elnyelése a 2050. évre egyensúlyba kerül. Ezt a célt az Országgyűlés a klímavédelemről szóló 2020. évi XLIV. törvényben is rögzítette. Ennek elérésére több stratégiai dokumentum és intézkedési terv is készült, amelyek megvalósításához járul hozzá a Zöld Kötvény Keretprogram azzal, hogy a szükséges források egy részének a tőkepiacról, speciális zöld kötvények formájában történő bevonására egységes kereteket és szabályokat fogalmaz meg. A Zöld Kötvény Keretprogram összhangban van a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA) által publikált Zöld Kötvény Alapelvekben (2018) foglalt önkéntesen vállalható feltételekkel és iránymutatásokkal, valamint igyekezett a legújabb piaci gyakorlatokhoz is igazodni<sup>8</sup>.

**A zöld államkötvények kibocsátásakor a Zöld Kötvény Keretprogramra az állam közvetlenül hivatkozik, ezzel biztosítva, hogy a bevont források az egységesen lefektetett, átfogó stratégiai céloknak megfelelően kerülnek felhasználásra.** A zöld államkötvények a hagyományos államkötvényekhez hasonlóan kerülnek kibocsátásra, azoktól a felhasználásban és a jelentéstételi kötelezettségben térnek el. Az adósságkezelés egyik stratégiai célja a befektetői diverzifikáció növelése, ezért az ÁKK a magyar zöld államkötvények értékesítésekor nemzetközi befektetőket is igyekszik bevonni. Ennek érdekében, a Zöld Kötvény Keretprogramban rögzített céloknak megfelelően több nemzetközi, így az euro, japán és kínai piacokon is történt magyar zöld államkötvény kibocsátás a belföldi forint kötvénypiac mellett. A Zöld Kötvény Keretprogram lehetővé teszi, hogy a különböző kibocsátásokból bevont

<sup>7</sup> Magyarország (2020)

<sup>8</sup> Az ICMA a magyar Zöld Kötvény Keretprogram közzététele óta, 2021 júniusában frissítette a Zöld Kötvény Alapelveket.

források ne egyesével jelöljenek meg felhasználási célokat, hanem egységes, átfogó stratégia mentén kerüljenek felhasználásra. Ezenfelül a több, köztük nemzetközi zöld államkötvény-kibocsátás során a speciális szabályokat nem szükséges minden egyes kötvény esetén megismételni és a befektetőknek áttekinteni, hanem elegendő a Zöld Kötvény Keretprogramot megismerni.

**A befektetők bizalmát erősíti, hogy a Zöld Kötvény Keretprogramról a nemzetközileg elismert CICERO Shades of Green zöld kötvény minősítő is készített külső, független előzetes értékelést<sup>9</sup>, amely alapján háromfokozatú skálán a közepső minősítést kapta meg.** A Zöld Kötvény Keretprogram független minősítésére a Magyar Állam a CICERO Shades of Green kért fel, amelynek véleménye a Zöld Kötvény Keretprogram mellett az összes az alapján kibocsátott államkötvényre is kiterjed a 2020. májusi kiadástól számított 3 évig. A projektek minősítésének 3 skálája van, amely a klíma és környezeti kockázatok és célok átfogó és kvalitatív értékelését tükrözi annak megfelelően, hogy érdemben hozzájárulnak-e a hosszú távon alacsony szén-dioxid kibocsátású és klímareziliens jövőképhez, vagy csak „klímabarátok” (pl. ugyan fosszilis technológiákba történő, de hatékonyságot növelő beruházások, amelyek mérséklik az üvegházhatású gázok kibocsátását). A fentiek alapján a projektek összesített besorolásából adódik egy összesített minősítés. Az értékelés másik része az irányítás („governance”) minősítése, amely a program céljait, a projektek kiválasztási folyamatát, a befolyt összegek kezelését, valamint a befektetőknek nyújtott jelentéseket veszi figyelembe. A magyar Zöld Kötvény Keretprogram mindkét szempontból a közepső kategóriába került: a projektek összessége „közepes zöld” minősítést, az irányítás „jó” besorolást kapott.

**A kötvénykibocsátásból befolyt összegeket a Magyar Állam hat zöldágazatba sorolt célokra használhatja fel, a forrás jelentős része a közlekedéssel kapcsolatban felmerülő kiadásokat finanszíroz.** A kötvénykibocsátásból befolyt nettó összegeket Magyarország központi költségvetését terhelő, a Zöld Kötvény Keretprogramban meghatározott ún. „Támogatható Zöld Kiadásokra” lehet fordítani. A felhasználási területük lehet beruházási, intervenciós, adózással kapcsolatos vagy működési kiadás is (pl. személyi költségek, bérek). A Támogatható Zöld Kiadások között lehetnek kormányhivataloknak és más állami gazdálkodó szervezeteknek fizetett kiadások azzal a feltétellel, hogy maguk nem gyűjtenek forrásokat zöldfinanszírozásra. A kettős elszámolás elkerülése érdekében kizárásra kerülnek az olyan kiadások, amelyek más célzott támogatásban (pl. EU finanszírozás) részesülnek. A Zöld Kötvény Keretprogram hat zöldágazatba sorolja a Támogatható Zöld Kiadásokat (1. táblázat). Mivel Magyarország károsanyag kibocsátásának 21 százaléka a közlekedésből származik és ez a részarány több, mint megkétszereződött 1990 óta, a befolyt összegek közel 90 százalékát tervezik erre a szektorra allokálni. A tervek szerint a teljes befolyt összeg harmada elektromos közösségi közlekedést (vasút, metró, troli vagy villamos)

---

<sup>9</sup> CICERO Shades of Green (2020)

finanszíroz, de a vasúti közlekedéssel, vasúti hálózat fejlesztésével, működtetéssel kapcsolatos kiadások egy része közvetve finanszíroz fosszilis elemeket is, ugyanis a vasúti hálózatnak csak 41 százaléka volt elektromos a Keretprogram kiadásakor. A nukleáris energiával, fegyverkezési és védelmi szektorral, valamint a fosszilis üzemanyag- és energiatermeléssel kapcsolatos kiadások teljes mértékben ki vannak zárva a Támogatható Zöld Kiadásokból.

<b>1. táblázat</b>	
<b>Zöldágazatok és azokba besorolható zöld kiadások</b>	
<b>Zöldágazat</b>	<b>Besorolható zöld kiadások</b>
1. Megújuló energia	Megújuló energiatermelés fejlesztését támogató kiadások
2. Energiahatékonyság	Az állami és magánszektorban energiahatékonyság javítását támogató kiadások
3. Földhasználat és élő természeti erőforrások használata	Fenntartható mezőgazdaságot, biodiverzitást és az élő természeti erőforrások megőrzését elősegítő kiadások
4. Hulladék- és vízgazdálkodás	Vízkezelést és vízellátást, hulladékgazdálkodást, szennyvízgyűjtést és -kezelést támogató kiadások
5. Tiszta közlekedés	Tiszta közlekedési szolgáltatásokat és a közösségi közlekedés irányába történő modellváltást elősegítő kiadások
6. Adaptáció	Éghajlatváltozással kapcsolatos szélsőséges időjárási eseményeket megfigyelő rendszerek fejlesztésére fordított és az adaptációval összefüggő infrastruktúrát támogató kiadások

*Forrás: Zöld Kötvény Keretprogram*

**A Támogatható Zöld Kiadások kiválasztására évente kerül sor.** A Pénzügyminisztérium koordinálása mellett az illetékes minisztériumok megküldik a Támogatható Zöld Kiadások definíciójának megfelelő kiadásait egy tárcaközi munkacsoportnak, amely ezt követően áttekinti azokat és ellenőrzi, hogy megfelelnek-e a Zöld Kötvény Keretprogram szerinti kritériumoknak és definíciónak. Végül az irányító bizottság hagyja jóvá a kiválasztott Támogatható Zöld Kiadásokat. A tárcaközi munkacsoportban és az irányító bizottságban is a Pénzügyminisztérium elnökletével az Innovációs és Technológiai Minisztérium, az Agrárminisztérium, a Belügyminisztérium és az ÁKK Zrt. képviselteti magát (a 2022-es új kormány megalakulását követően ebben változás lehetséges).

**A kötvénykibocsátásból befolyt összegek évente kerülnek allokálásra a kiválasztott Támogatható Zöld Kiadásokra.** A következő Támogatható Zöld Kiadásokra lehetséges a befolyt összegek allokálása:

- (i) a kibocsátást megelőző két költségvetési évben keletkezett,
- (ii) a kibocsátással azonos évben keletkezett és/vagy
- (iii) a jövőbeni költségvetési kiadások.

Ez azt jelenti, hogy érdemes „vízesésszerűen” a minél korábban keletkezett Támogatható Zöld Kiadásokraallokálni a befolyt összegeket, ugyanis következő évben már kieshetnek a korábban még elszámolható kiadások. A tárcaközi munkacsoport monitorozza a még fel nem használt és a fentieknek megfelelő Támogatható Zöld Kiadások mértékét, majd allokálja le rájuk a befolyt összegeket, amelyet végül az irányító bizottság hagy jóvá. Ennek érdekében a tárcaközi munkacsoport rendszeresen, az irányító bizottság legalább évente ülésezik. A még le nem osztott összegekről a Pénzügyminisztérium vezet nyilvántartást.

**A transzparenciát szolgálja, hogy a befektetők részére rendszeres jelentés készül a zöld államkötvény kibocsátásokból származó összegek felhasználásáról, valamint azok hatásairól.** A Zöld Kötvény Keretprogram két jelentés közzétételét írja elő. Az éves Allokációs jelentés tartalmazza, hogy mekkora összeg került bevonásra a zöld államkötvények kibocsátásából, annak allokációját a Támogatható Zöld Kiadásokra, valamint megbontását zöldágazatonként. A Hatásvizsgálati jelentés a Támogatható Zöld Kiadásokról nyújt bővebb információt, valamint a kiadások különböző mutatókra gyakorolt hatásait részletezi. A jelentésekhez az illetékes minisztériumok gyűjtik össze a jelentéstételhez szükséges adatokat és készítik el a rájuk vonatkozó szövegrészeket a Pénzügyminisztérium koordinációja mellett. A riportokat a tárcaközi munkacsoport vizsgálja felül és az irányító bizottság hagyja jóvá. Az Allokációs jelentést az irányító bizottság jóváhagyását megelőzően külső, független fél is értékeli (CICERO Shades of Green). A jelentések jóváhagyást követően publikálásra kerülnek az ÁKK honlapján<sup>10</sup>.

### 3. Megvalósult és várható zöld államkötvény kibocsátások

**A Zöld Kötvény Keretprogram megjelenését követően az első kibocsátás nemzetközi piacon, euro devizanemben valósult meg 2020 júniusában, amelyből 517 milliárd forintnak megfelelő forrás került bevonásra<sup>11</sup>.** Magyarország a kibocsátás főszervezői feladataival három nagy nemzetközi szereplőt, a Credit Agricole CIB-t, az ING Bankot és a J.P. Morgan Securities-t bízta meg. Az euróban denominált zöld államkötvény futamideje 15 év, amely jelentősen meghaladja a deviza adósság 2019 végi, 4,8 éves átlagos hátralévő lejáratát. A kötvény 1,75 százalékos éves kamatot fizet. A kibocsátás összege kimagasló, több mint ötszörös befektetői érdeklődés mellett 1,5 milliárd eurót (517 milliárd forintot) ért el. A kialakult hozam 190 bázisponttal haladta meg a referenciának számító hasonló futamidejű euro midswap hozamát, amely 50 bázisponttal volt alacsonyabb az eredeti árindikációnál, a jelentős túljegyzésnek köszönhetően.

---

<sup>10</sup> <https://akk.hu/zold-kotveny>

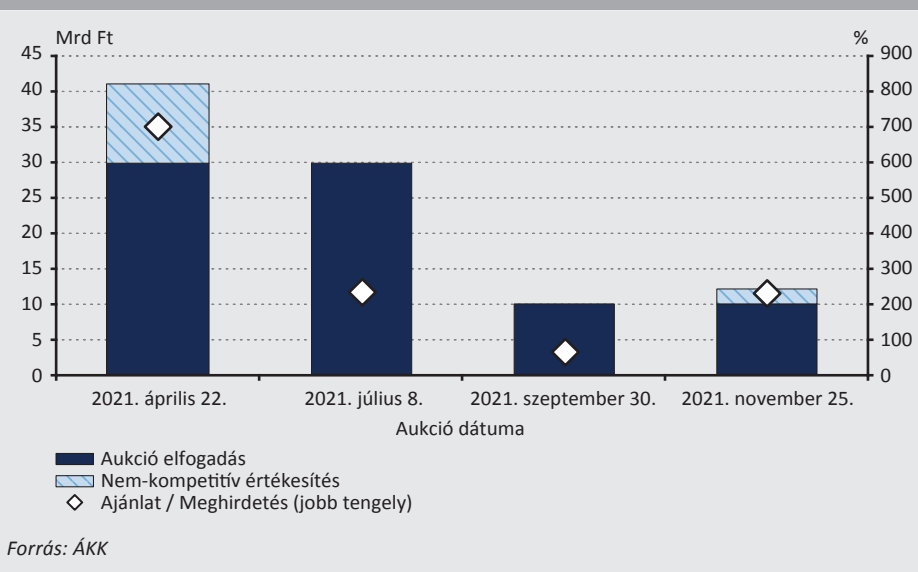
<sup>11</sup> Az ÁKK Zrt. 2020. június 2-i sajtóközleménye. <https://akk.hu/download?path=1b44a2ab-11bf-42a3-9e88-aa-af966c978a.pdf>

**Az euro kibocsátást japán jenben denominált „szamuráj” zöld kötvény kibocsátás követte 2020 őszén, 57 milliárd forintnak megfelelő összegben<sup>12</sup>.** A zöld kötvény kibocsátására hagyományos japán jen kötvények kibocsátásával együtt került sor. A szamuráj kötvény kibocsátások főszervezői a japán székhellyel rendelkező Daiwa Securities Co. Ltd., a Nomura Securities Co. Ltd. és az SMBC Nikko Securities Inc. voltak. A kibocsátott négy sorozatból a két leghosszabb, a 7 és 10 éves futamidejű zöld kötvény volt, és a teljes 62,7 milliárd japán jen kibocsátási összegből 20 milliárd japán jen (57 milliárd forint) forrást sikerült bevonni a zöld sorozatokból. A két sorozat 1,03, illetve 1,29 százalék kupont fizet, valamint a kialakult hozamfelár 1,00, illetve 1,20 százalék lett a jen swap felett. A kibocsátással Magyarország lett az első külföldi állam, amely zöld kötvényt bocsátott ki Japánban.

**A 2020-as sikeres deviza kibocsátásokat követően 2021-ben megkezdődött a forint zöld államkötvények értékesítése is, és az év végéig összesen közel 94 milliárd forint 2051/G zöld államkötvény került értékesítésre.** Az új forint zöld államkötvény az intézményi befektetők részére elérhető forint kötvényekkel megegyező módon kerül(t) kibocsátásra, és ennek megfelelően a hazai és külföldi befektetők részére is elérhető, ideértve a kincstári árjegyzésen keresztül a lakosságot is. Az ÁKK Zrt. a kibocsátást szimbolikus módon 2021. április 22-re, a Föld Napjára időzítette. Amellett, hogy ez volt az első forintban denominált zöld államkötvény, a 2051/G megnevezésű új sorozat lett a leghosszabb futamidővel rendelkező forint államkötvény is, amelynek 30 éves lejáratára 10 évvel meghaladta a kibocsátáskor forgalomban lévő leghosszabb, 20 éves futamidejű 2041/A kötvényét. A kötvény fix, 4 százalékos éves kamatot fizet. Az első aukció sikerességét mutatja, hogy a meghirdetett 20 milliárd forint hétszeresét meghaladó ajánlat érkezett, így a meghirdetett összeg feletti, 30 milliárd forint összegű ajánlat került elfogadásra, valamint az aukciót követő nem-kompetitív szakaszban további 11,2 milliárd forint került értékesítésre. Az év hátralévő részében további három alkalommal jelent meg a 2051/G aukción, az első kibocsátásnál mérsékeltebb érdeklődés mellett (3. ábra).

<sup>12</sup> Az ÁKK Zrt. 2020. szeptember 15-i sajtóközleménye. <https://akk.hu/download?path=0695c33f-de71-4d4d-b0cc-6533a7733cf8.pdf>

**3. ábra**  
**A 2021/G aukciói és nem-kompetitív értékesítései**



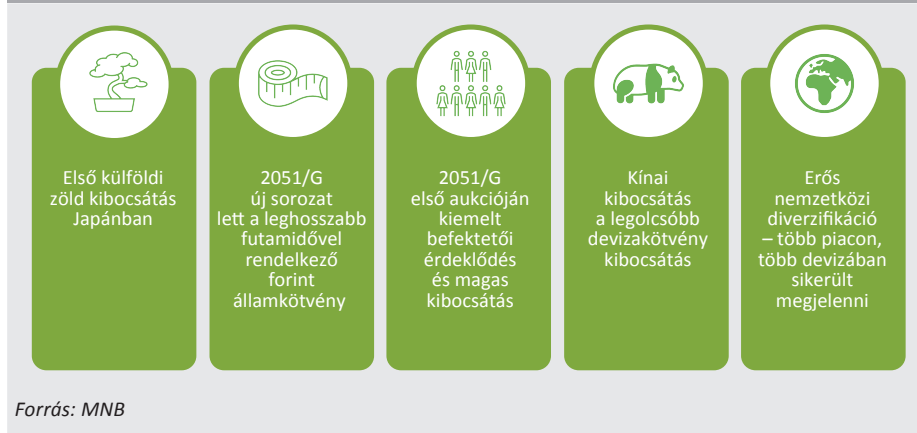
**A 2021/G forint zöld államkötvény mellett 2021 végén új nemzetközi piacon, Kínában történt júanban denominált zöld államkötvény kibocsátás 50 milliárd forintnak megfelelő összegben<sup>13</sup>.** Az új panda kötvény futamideje 3 év, és éves 3,28 százalék kamatot fizet. A kötvénykibocsátás főszervezője a Bank of China (Peking) volt. A kötvény iránt jelentős volt az érdeklődés, és az 1,78-szoros túljegyzésnek köszönhetően a korábbi 2018-as panda kibocsátás hozamfelárjához képest jóval kedvezőbb árazás alakult ki (China Development Bank hozamgörbe 3 éves pontja + 0,59 százalék), a fix kamatozású devizacsere ügylet keretében történt euróra váltás révén pedig a Magyar Államot terhelő euro kamat 0 százalék alatti (-0,013%), amellyel ez lett a magyar szuverén valaha volt legolcsóbb devizakötvény kibocsátása. A kibocsátásból 1 milliárd júan (kb. 50 milliárd forint) került bevonásra. A 2021 végéig megvalósult zöld állampapír-kibocsátások kiemelt sikereit és eredményeit a 4. ábra szemlélteti.

<sup>13</sup> Az ÁKK Zrt. 2021. december 15-i sajtóközleménye. <https://akk.hu/download?path=5b475706-6134-4b87-bec5-4487ca6c639e.pdf>



#### 4. ábra

#### A 2021 végéig megvalósult zöld állampapír-kibocsátások kiemelt sikerei és eredményei



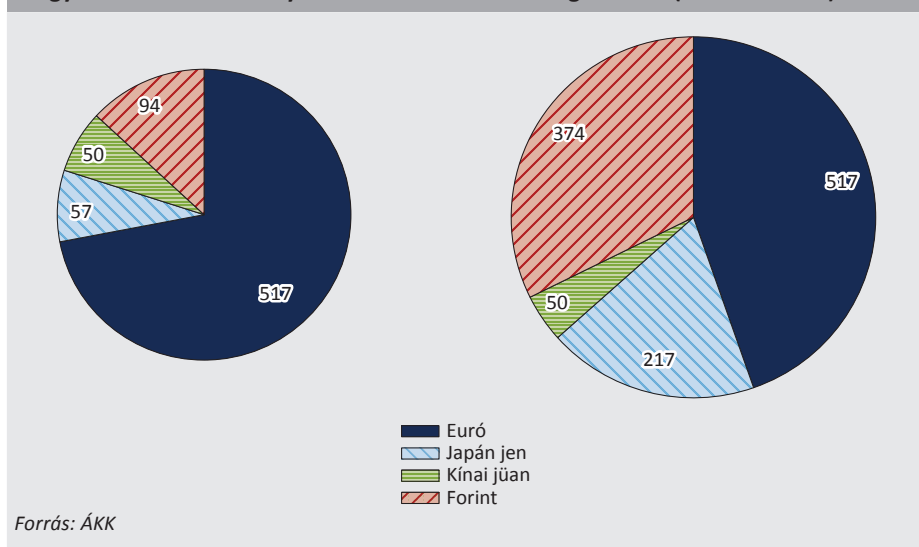
**A Zöld Kötvény Keretprogrammal összhangban lévő zöld államkötvény kibocsátásokat a Magyar Állam 2022-ben is folytatja, ahol a hangsúly a forint kibocsátások irányába tolódik.** A központi költségvetés 2022-es finanszírozási terve<sup>14</sup> szerint az ÁKK Zrt. a fix kötvény aukciók értékesítési rendszerében folytatja a 2051/G értékesítését negyedéves gyakorisággal, amely mellett egy új, 10 éves futamidejű zöld államkötvényt is bevezet, havi meghirdetéssel. Az ÁKK Zrt. a 2022-es évben a 30 éves zöld kötvényből 40, a 10 évesből 240 milliárd forintot tervez bevonni, amely a tervezett nettó államkötvény-kibocsátás 1, illetve 7 százalékának felel meg. 2022 első két hónapjában 48,7 milliárd forint került kibocsátásra a 2032/G megnevezésű 10 éves, fix 4,5 százalékos kamatot fizető zöld kötvényből, amely az éves terv időarányos részét 8,7 milliárd forinttal haladja meg. A 2051/G jelű zöld államkötvény nem került meghirdetésre az év első két hónapjában. A finanszírozási terv japán jénben denominált zöld államkötvény újbóli kibocsátását is tartalmazza, amelyre az év elején, 2022. február 18-án került sor<sup>15</sup>. A 2020-as szamuráj kibocsátáshoz hasonlóan most is négy sorozat került meghirdetésre, de a 7 és 10 éves mellett már az 5 éves sorozat is zöld államkötvény volt. A kötvénykibocsátás főszervezői a Daiwa Securities Co. Ltd., a Mizuho Securities Co. Ltd. és a Nomura Securities Co. Ltd. voltak. A 2020. szeptemberi szamuráj kötvényhez képest kedvezőbben alakult az árazás minden futamidőn, és a teljes 75,3 milliárd jénből 59,3 milliárd jén (kb. 160 milliárd forint) származott a zöld kötvényekből, amely közel háromszorosa a 2020. szeptemberben lejegyzett zöld szamuráj kötvények összegének.

<sup>14</sup> ÁKK Zrt. (2021)

<sup>15</sup> Az ÁKK Zrt. 2022. február 18-i sajtóközleménye: Újabb sikeres japán jén devizakötvény kibocsátást hajtott végre Magyarország. <https://akk.hu/download?path=5e54ec38-fa5a-4e40-bd4b-a67107f4f6d2.pdf>

A fentiek következtében 2021 végéig a magyar zöld államkötvény kibocsátások 87 százaléka devizában valósult meg, de a 2022-es finanszírozási terv teljesülése esetén 2022 végére a forint denominációjú zöld államkötvények aránya megközelíti az egyharmadot. A 2022-es finanszírozási terv alapján az év hátralévő részében nem várható további zöld államkötvény kibocsátás a nemzetközi piacon, és a 2032/G rendszeres, havi aukciói mellett a 2021-est jóval meghaladó összeg kerülhet bevonásra 2022-ben forint zöld kötvények révén, így a forint kötvények aránya 13,1 százalékról várhatóan 32,3 százalékra növekszik Magyarország szuverén zöld kötvényein belül. A deviza zöld államkötvények közül továbbra is az euro dominál, de az eurós kötvények 2022 végén várhatóan már nem fogják elérni a teljes zöld államkötvény kibocsátások felét (5. ábra).

**5. ábra**  
Magyar zöld államkötvények devizanem szerinti megbontása (milliárd forint)



#### 4. A befolyt összegek felhasználása

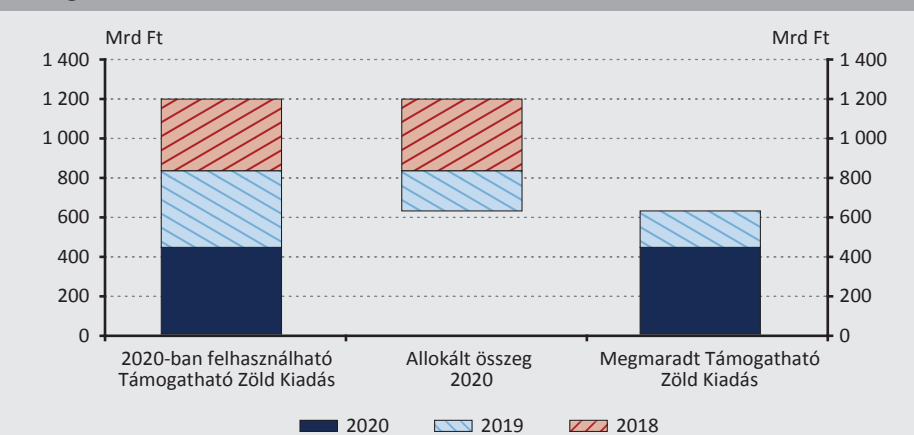
A 2020-as allokációs jelentés alapján a 2020-as zöld kötvénykibocsátásból 574 milliárd forint került bevonásra, és ennek megfelelő összegű Támogatható Zöld Kiadásra megtörtént az allokáció. Az ÁKK Zrt. 2021. március 17-én tette közzé a 2020-as allokációs jelentést<sup>16</sup>. A 2020-as évre a 2020-ban kibocsátott euro és japán jen zöld államkötvényekből származó 574 milliárd forintot lehet leallokálni, a 2 éves szabály miatt a 2018-tól felmerült Támogatható Zöld Kiadásokra, ahol

<sup>16</sup> Magyarország (2021a)

prioritás szerint a régebbiek felől az új kiadások felé haladva történik a szétosztás. Ezzel összhangban a 2018-as Támogatható Zöld Kiadások egészére (372 milliárd forint), valamint a 2019-es kiadások egy részére (202 milliárd forint) valósult meg az allokáció. A 2019-es kiadások fennmaradó részére (190 milliárd forint), a 2020-as kiadásokra (441 milliárd forint), valamint a későbbi években jelentkező Támogatható Zöld Kiadásokra a 2020-at követő zöld kötvénykibocsátásokból származó összegeket lehet szétosztani (6. ábra). A 2021-es allokációs jelentés jelen tanulmány készítésekor még nem érhető el, ezért a továbbiakban a 2020-ig felmerült Támogatható Zöld Kiadásokat vesszük számba a 2020-as allokációs jelentés alapján.

6. ábra

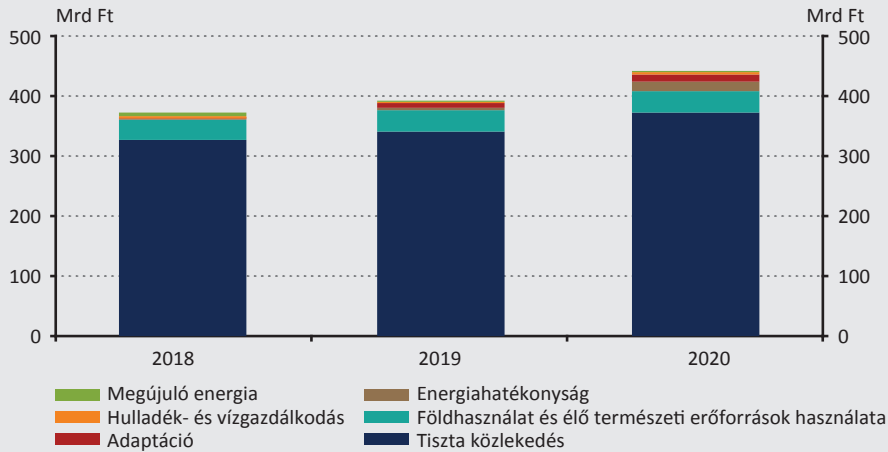
A 2020-as zöld államkötvény kibocsátásokból befolyt összegek allokációja Támogatható Zöld Kiadásokra



Forrás: HUNGARY Green Bond Allocation Report 2020

**A 2020-as allokációs jelentés a Támogatható Zöld Kiadásokat a Zöld Kötvény Keretrendszer szerinti hat zöldágazatba sorolja, amelyek közül a terveknek megfelelően a tiszta közlekedés kategóriába tartozik a kiadások jelentős része.** A Támogatható Zöld Kiadások éves szerkezete a 2018 és 2020 közötti három évben nem változott jelentős mértékben. A tiszta közlekedés kategória részaránya mindhárom évben 80 százalék feletti volt, bár enyhén csökkent. A második legnagyobb részarányt kitevő zöldágazat a földhasználat és élő természeti erőforrások használata 30 milliárd feletti évenkénti kiadással, de annak részaránya nem érte el a 10 százalékot egyik évben sem. Az energiahatékonyság, valamint az adaptáció szektorba sorolt Támogatható Zöld Kiadások többszöröződtek, ugyanakkor részarányuk így is 5 százalék alatt maradt 2020-ban is (7. ábra). A kiadások több mint fele intervenciós kiadás, negyedét a működési kiadások teszik ki, és mindössze 20 százalékuk kapcsolódik beruházásokhoz.

**7. ábra**  
**Támogatható Zöld Kiadások 2018-2020**



Forrás: HUNGARY Green Bond Allocation Report 2020

**A tiszta közlekedéssel kapcsolatos 2018-2020 közötti kiadásokat évi 300 milliárd forint feletti összegben finanszírozhatják a zöld államkötvény kibocsátások, főként a vasúti közlekedést támogatva.** A tiszta közlekedéssel kapcsolatos kiadások jelentős része a vasúti közlekedéshez volt köthető, ideértve beruházási és működési, személyzeti költségek megtérítését is. A támogatás célja, hogy a vasút versenyképes maradjon a kevésbé zöld közlekedési eszközökhöz, kifejezetten a személygépkocsikhoz képest, amely közvetten hatással van a lakosság nagy részére azáltal, hogy csökkenti a közlekedési dugók előfordulását és a károsanyag kibocsátást. A tiszta közlekedés kategóriájába estek nem a vasúti közlekedéssel kapcsolatban felmerült kisebb kiadások is, így a városi közösségi közlekedés modernizációját célzó kiadások. A környezetbarát járművekre vonatkozó adókedvezményre is elszámolták a zöld kötvény kibocsátásból bevont források egy kisebb részét.

**A földhasználat és élő természeti erőforrások használata kategóriába sorolt Támogatható Zöld Kiadások évi 30-35 milliárd forintot tettek ki.** Ezek közel fele a mezőgazdasági termelőket támogató, fenntartható és versenyképes agrár-élelmiszeripari ágazat létrehozatalát célzó állami programmal kapcsolatos kiadások voltak. Emellett évi 7-11 milliárd forint működési költséget is ide számoltak el, többek közt a nemzeti parkok kiadásait. További ide tartozó kiadások a természetvédelem és biodiverzitás megőrzése (pl. génbank fenntartása), valamint oktatási és figyelemfelhívási programok.

**A többi zöldágazatba sorolt Támogatható Zöld Kiadás együtt nem érte el a 10 százalékos részarányt.** Ide tartoznak az energiahatékonyság, az adaptáció, a megújuló

energia, valamint a hulladék- és vízgazdálkodás kategóriák, amely területeket számos állami programon keresztül támogattak a zöld kötvénykibocsátásból befolyt összegek.

**A 2020-as allokációs jelentést a CICERO Shades of Green is megvizsgálta, és véleménye szerint a Zöld Kötvény Keretprogramnak, valamint a releváns nemzetközi alapelveknek és iránymutatásoknak megfelelt<sup>17</sup>.** A külső jelentés ugyanakkor felhívta a befektetők figyelmét, hogy a zöld kötvényből bevont összegeket a Magyar Állam működési költségekre is allokálta. Ez ugyan a keretprogramnak megfelel, de a működési kiadások kapcsán további transzparenciára bátorít a hatásvizsgálati jelentésben.

**A zöld kötvény kibocsátások jelentős mértékben járultak hozzá a környezetünk megóvásához és az üvegházhatású gázok kibocsátásának mérsékléséhez.** A 2020-as hatásvizsgálati jelentést<sup>18</sup> 2021. december 6-án tették közzé. A hatásvizsgálati jelentés alapján a fenntartható mobilitás gerincét jelentő vasúti közlekedés támogatása döntő szerepet játszott a dekarbonizációs célok elérésében és éghajlatváltozás elleni küzdelemben betöltött szerepének erősítésében. A tiszta közlekedés zöldágazaton belül végrehajtott intézkedések következtében több, mint 1100 kilotonna széndioxidnak megfelelő üvegházhatású gáz kibocsátást kerültünk el, míg ugyanez a mérték a megújuló energia, valamint az energiahatékonyság kategória kiadásai révén 8, illetve 50 kilotonna volt (együttesen minden elköltött milliárd forintra 1,09 kilotonnát jelent). A földhasználat és élő természeti erőforrások használata kategória kiadásai keretében több, mint 120 ezer projekt valósult meg, amelyek közel 800 ezer hektáron támogatták a fenntartható mezőgazdaságot. A víz- és hulladékgazdálkodás kiadások egyik eredménye, hogy további területeket csatlakoztattak az ivóvíz- és csatornahálózatához, így 2019 végén a magyar háztartások 94,9 százaléka fért hozzá az ivóvízhálózatához, és 82,6 százalékuk a szennyvíz-csatornarendszerhez.

## **5. Az MNB szerepvállalása a forint zöld államkötvény piacán**

**Az MNB állampapír-vásárlási programja keretében a 2051/G kötvény vásárlásával az MNB a monetáris politikai céljai mellett, a környezeti fenntarthatósági mandátumával összhangban hozzájárult a forint zöld kötvény piacának fejlesztéséhez, valamint a magyar állam adósságprofiljának javulásához.** A zöld államkötvényből befolyt forrásokat zöld célokkal kapcsolatos kiadásokra kell fordítani, így a szuverén zöld kötvény piac kiépülésének támogatása összeegyeztethető az MNB környezeti fenntarthatósági mandátumával. Emellett a zöld kötvények iránt érdeklődő befektetők megjelenése a magyar állampapír-piacon diverzifikálja a befektetői bázist, ezzel egy olyan réteg is bekerült az állam finanszírozásába, amely a hagyományos

<sup>17</sup> CICERO Shades of Green (2021)

<sup>18</sup> Magyarország (2021b)

állampapírok iránt nem feltétlenül mutatna keresletet, és tipikusan hosszú távú befektetőként a lejáratig tartásban érdekelt. A 2021-ben kibocsátott 2051/G zöld államkötvény pedig 30 éves lejáratával 10 évvel meghaladja a korábbi leghosszabb lejáratú államkötvényt, így a kibocsátás hozzájárul az államadósság hosszításához is, amely a megújítási kockázatot csökkenti. A 30 éves 2051/G bevezetésével a korábbi 20 évről 30 éves futamidőig bővült az állampapír-piaci hozamgörbe, amely referenciát jelent más intézményi befektetéseknek, és hozzájárul a hosszú futamidejű intézményi befektetések még hatékonyabb kezeléséhez is. A zöld szempontokon túlmenően a fentiek kedvező hatást gyakorolnak az adósságprofilra, ellenállóbbá teszik a magyar szuverén adósság finanszírozását és csökkentik a sérülékenységet, valamint hozzájárulnak a forint pénzpiac hosszú végének építéséhez.

**Az MNB a kezdetektől fogva támogatta a forint zöld államkötvény kibocsátást.**

Az MNB a 2020 nyarán megjelent zöld kötvénypiac beindításának lehetőségeiről szóló kiadványban<sup>19</sup> szorgalmazta a deviza zöld államkötvény kibocsátások után forint alapú zöld állampapír kibocsátását is, a lakossági állampapírokra építve, azokkal lehetőleg azonos pénzügyi feltételekkel, amellyel kapcsolatban a Start-értékpapírszámlákhoz kapcsolva Zöld Babakötvények bevezetése is felmerült. Az elsősorban intézményi befektetők részére kibocsátott, de magánszemélyek által is megvásárolható 2051/G első, 2021. április 22-i aukciója előtt az MNB szintén kommunikálta támogatását és egyértelművé tette, hogy az MNB állampapír-vásárlási programja kiterjed az újonnan kibocsátandó zöld államkötvényre is<sup>20</sup>. Az MNB kommunikációja is szerepet játszott a 2051/G első kibocsátásának sikerességében, amelynek aukcióján a meghirdetett mennyiség hétszeresére érkezett ajánlat, és az ÁKK Zrt. másfélszeresére növelte az elfogadási mennyiséget.

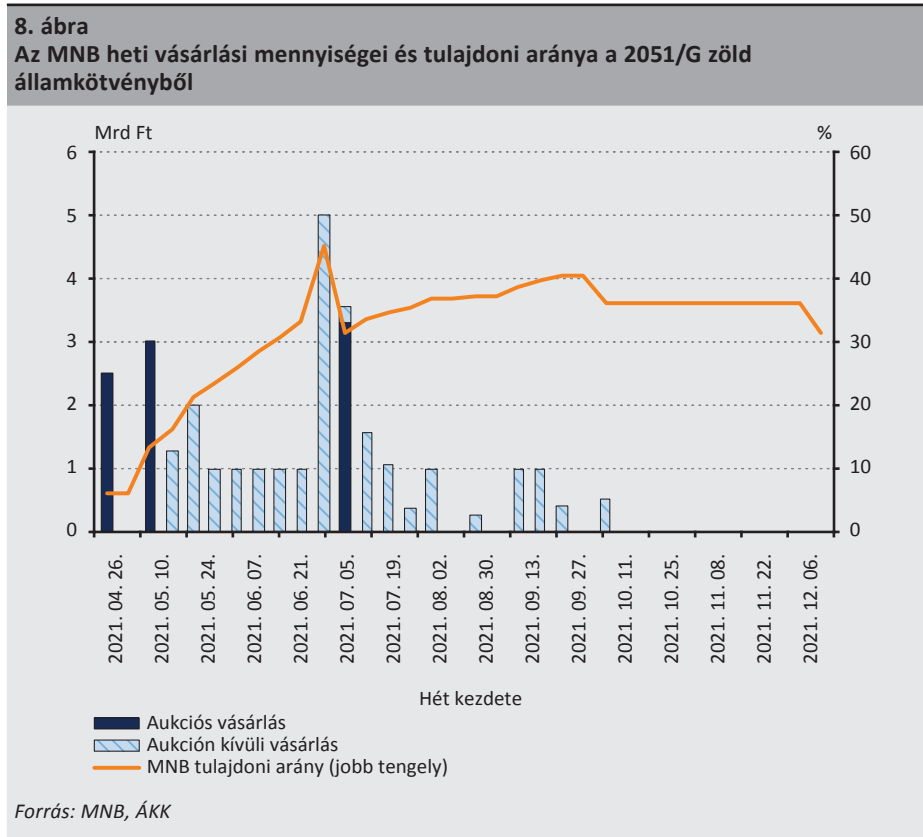
**Az MNB főként aukción kívül vásárolt a 2051/G zöld államkötvényből, összesen 29,4 milliárd forint összegben, amely az állampapír-vásárlási program lezárásakor a piaci állomány 31,4 százalékát tette ki.** A 2051/G-t az elsődleges forgalmazóknak az ÁKK Zrt. 2021. április 22-i, Föld Napjára eső aukcióján volt lehetőségük megvásárolni, amelyet követő kedden, 2021. április 27-én az MNB szerepeltette a saját aukcióján megvásárolandó papírok között, és a benyújtott 2,5 milliárd forint mennyiséget teljes mértékben elfogadta. A 2051/G még kétszer szerepelt az MNB aukcióján: két héttel később, valamint a 2021. júliusi ÁKK aukciót követően. Az MNB ezen kívül rendszeresen vásárolt a 2051/G-ből aukción kívül kisebb mennyiségekben, legtöbbször csak 1-1 milliárd forint összegben, így folyamatos jelenlétével támogatta a 2051/G piacát. Az ennél nagyobb összegek az első kibocsátás utáni, valamint a júliusi ÁKK aukció körüli hetekre korlátozódtak. A piac általában nem igényelte a 2051/G papír nagyobb fokú támogatását, nem volt tapasztalható eladási nyomás e papír esetén, ezért az MNB a program kivezetésének előrehaladtával, 2021. október

---

<sup>19</sup> MNB (2020b)

<sup>20</sup> Portfolio.hu (2021)

közepétől már nem is vásárolt ebből a papírból, a heti teljes vásárlási mennyiségek csökkenésével párhuzamosan (8. ábra).

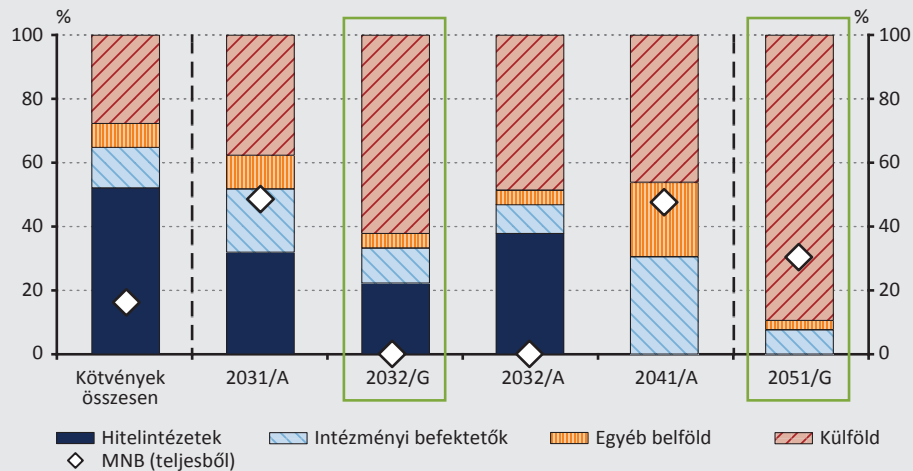


## 6. A forint zöld államkötvények befektetői

**A forint államkötvényeket legnagyobb részben hazai hitelintézetek tartják, de az MNB is jelentős tulajdoni hányadra tett szert.** Az MNB 2020-2021-ben folytatott állampapír-vásárlási programjának következtében 2022. február végén a hazai forint kötvények piacán jelentős, 16 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkezik, amely a program fókuszát jelentő, hosszabb államkötvény sorozatok esetén megközelíti az 50 százalékot. Ha az MNB tulajdoni részarányától eltekintünk, akkor a forint államkötvények több, mint felét belföldi hitelintézetek tartják, 13 százalék van hazai intézményi befektetők kezében, 7 százalék egyéb belföldi szereplők tulajdonában, és a külföldi szereplők tulajdoni hányada egyharmad alatti (9. ábra).

9. ábra

A magyar zöld kötvényekben és egyéb kötvényekben az MNB tulajdoni aránya, valamint az MNB-n kívüli rész tulajdonosi megoszlása (2022. február 28.)



Forrás: MNB

**A 2032/G és a 2051/G forint zöld kötvényeket főként külföldi szereplők tartják.** A 2032/G zöld államkötvényt a lejáratban hozzá közeli 2031/A és 2032/A megnevezésű hagyományos államkötvényekhez képest is magasabb arányban tartják külföldi szereplők, akiknek részaránya a 2032/G papírban 2022. február végén meghaladta a 60 százalékot. Ha csak a két új, 2022. januári kibocsátású 2032/G és 2032/A papírokat vizsgáljuk, akkor úgy tűnik, hogy a 2032/G zöld kötvény esetén magasabb külföldi részarányt az alacsonyabb hazai hitelintézeti arány ellensúlyozza. A 2051/G esetén is 60 százalék körüli a külföldiek részaránya, ugyanakkor az MNB 30 százalék feletti tulajdoni arányától eltekintve a külföldiek részaránya már a 90 százalékot közelíti. Ez a második leghosszabb lejáratú 2041/A papírhoz képest is kimagasló, ahol a külföldiek aránya 24 százalék (MNB tulajdoni részétől eltekintve 46 százalék).

**A hazai intézményi befektetők (biztosítók és pénztárak) tulajdoni aránya a 2032/G és a 2051/G forint zöld kötvények esetén nem magasabb az átlagosnál, de ezen szegmens erősítése növelhetné a hazai részarányt a zöld kötvényeknél is.** A zöld kötvényekkel kapcsolatos általános feltételezés, hogy azokat hosszú távú befektetők lejáratiig tartják. Tipikusan ilyen szereplőnek számítanak a biztosítók és pénztárak, akik eszközeik jelentős részét hosszú lejáratú eszközökbe teszik. Ugyanakkor úgy látszik, hogy a belföldi intézményi befektetők még kisebb részben tették be portfólióikba a forint zöld kötvényeket. A 2032/G papír esetén az intézményi befektetők – az MNB részétől eltekintve – 10 százalékos tulajdoni hányada megfelel az államkötvények átlagának, míg a 2051/G esetén látott 7 százalék elmarad attól.



Mindeközben más hosszú kötvények esetén jelentősebb szereplőnek számítanak az intézményi befektetők: a közel 10 éves hátralévő lejáratú 2031/A és a 20 évhez közeli futamidejű 2041/A esetén az átlagosnál magasabb, 20, illetve 30 százalékos részarányt tartanak (az MNB tulajdoni részétől eltekintve). A hazai részarányok növelése a zöld papírokban ugyanakkor korlátokba ütközhet, ha fennmarad az erőteljes külföldi érdeklődés és ezen szereplők buy-and-hold típusú befektetésként tekintenek a papírra.

**A forint zöld kötvények külföldi befektetői Európára, azon belül főként a pénzügyi központnak számító Benelux-államokra és Nagy-Britanniára koncentrálnak, de a 2051/G-t jelentős mennyiségben tartják USA befektetők is.** A külföldiek forint zöld kötvény állományának nagyobb részét (kb. 60%) hazai hitelintézetek, kisebb részét (kb. 40%) külföldi intézmények letétkezeltek 2022. február végén. A végső letétkezelő és befektető sajnos nem feltétlenül ismert, ezért feltételezzük, hogy a külföldi letétkezelők esetén a végső befektető származása az első jelentett letétkezelő székhelyével egyezik meg. Ezek alapján a 2032/G külföldiek kezében lévő állományának közel 90 százalékát kb. fele-fele részben belga és brit befektetők tartották, míg a 2051/G esetén a külföldi állomány közel 40 százaléka Európán kívüli, USA befektetőknél volt, és 30 százalékot belga, 20 százalékot luxemburgi befektetők tartottak. 1 milliárd forintot meghaladó befektetés származott továbbá Ausztriából, Franciaországból és Németországból (10. ábra).

10. ábra

A 2032/G és 2051/G zöld kötvények külföldi befektetőinek földrajzi eloszlása (2022. február 28.)



■ 2032/G  
■ 2051/G

Megjegyzés: külföldi letétkezelő esetén a letétkezelő országa alapján

Forrás: MNB

## 7. A forint zöld államkötvények árazása

**A zöld kötvénykibocsátás előnyeként szokás említeni a befektetői bázis diverzifikációja mellett a zöld kötvények kedvezőbb árazását is, vagyis a „greenium” meglétét.** A greenium, vagyis a zöld prémium elmélete azon alapul, hogy a zöld kötvény kibocsátói oldalán prémium keletkezik, mivel bizonyos befektetők hajlandóak többet fizetni azért, hogy zöld címkével ellátott eszközbe fektethessenek be. A greeniumra okot adhat a kiszélesített befektetői bázis, akik kifejezetten zöld kötvényeket kívánnak vagy tudnak csak vásárolni, valamint zöld eszközök tartásával a befektetők prezentálni tudják elkötelezettségüket az éghajlatváltozás elleni küzdelem iránt. Továbbá a fenntarthatósági célok következtében biztonságosabb, kevésbé volatilis befektetésnek hat, így vonzóbb lesz a befektetők számára, amelyet a hosszú távú célhoz igazodóan a lejáratig tartási attitűd is elősegít. A greenium meglétéhez a zöld termékek népszerűsége is hozzájárulhat, ahogyan azok egyre felkapottabbá válnak. Ugyanakkor vannak ellenérvek is a greenium meglétére, ugyanis a feltehetően kisebb kibocsátási volumennel rendelkező speciális zöld kötvények likviditása is alacsonyabb a hagyományosakénál, amely miatt a befektetők magasabb hozamelvárással rendelkeznének a zöld kötvény piacán. Mindemellett a racionális befektető, aki indifferens a zöld célok iránt, a magasabb hozamút választaná két, a zöld címkétől eltekintve minden más tekintetben (pl. szenioritás, lejárat, kuponfizetés stb.) azonos tulajdonságokkal rendelkező kötvény közül, végül kiegyenlítve a két kötvény árazását. A greenium mérését több bizonytalanság is nehezíti, ugyanis nem triviális megfelelő viszonyítási pontot találni, és ha még találunk is olyat, nehéz a hozameltérés okaiból a keresleti-kínálati, pillanatnyi likviditási és egyéb hatásokat kiszűrni.

**Számos tanulmány tett kísérletet a greenium kimutatására és mérésére.** Ezeknek már az átfogó összefoglalása is szétfeszítené jelen tanulmány kereteit, ezért közülük csak a legrelevánsabbnak ítélt elemzéseket emeljük ki. A Climate Bonds Initiative (CBI) elsődleges kibocsátásokat elemző rendszeres tanulmánya szerint 2021 első felében a vizsgált 33 nem szuverénhez kötődő zöld kötvény kibocsátásból 26 árazódott a hozamgörbén vagy az alatt, és a három vizsgált szuverén zöld kötvényei is greeniumot értek el kibocsátáskor (hozamgörbén történő árazásból az új kibocsátási prémium hiánya miatt következtethetünk greeniumra)<sup>21</sup>. Gianfrate és Perri 2019-es tanulmánya 2007 és 2017 közötti, több szektorra kiterjedő minta alapján megállapította, hogy az elsődleges piacon létezik greenium (átlagosan 18 bázispont), és a greenium fennmarad a másodlagos piacon is<sup>22</sup>. Egy 2021-es tanulmány a Next Generation EU program keretében kibocsátott zöld kötvények árazásának becslésével kapcsolatosan vizsgálta meg állami és szupranacionális zöld kötvények greeniumát 2014 és 2021 között, és 0,7 bázispont greenium létezését erősíti meg a vizsgált adatok és a regressziós eredmény alapján, amely

---

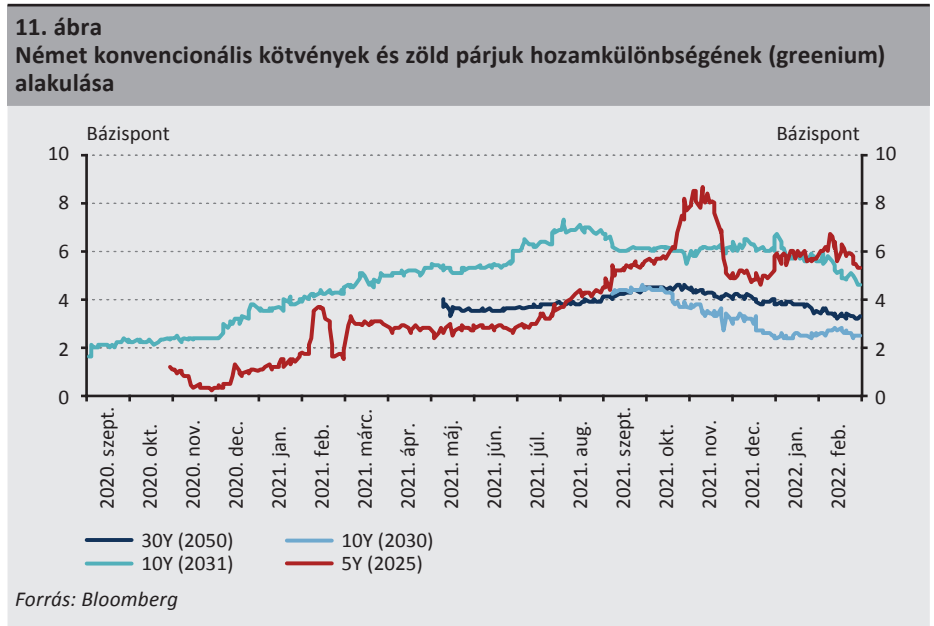
<sup>21</sup> Climate Bonds Initiative (2021)

<sup>22</sup> Gianfrate & Peri (2019)

AAA minősítés és szupranacionális kibocsátó esetén növekszik (2,6, illetve 3,8 bázispont)<sup>23</sup>. Kapraun et al szintén 2021-es tanulmánya csak azokban az esetekben talál greeniumot, amikor a kibocsátó szuverén, szupranacionális szervezet vagy nagy sorozatot kibocsátó vállalat, amelyekhez a befektetők nagyobb hitelességet és környezeti hatást kapcsolhatnak<sup>24</sup>. Ezzel szemben Larcker és Watts nem azonosítanak greeniumot 2020-as vizsgálatukban, amelyet amerikai helyhatósági kibocsátások összehasonlítása alapján végeztek el<sup>25</sup>.

**Bár a greenium mértéke a német zöld kötvényeken egyelőre még nem állt be stabil szintre, de a kialakított struktúra következtében a megléte igazolható és jól mérhető.**

A greenium mérésének egyik legegyszerűbb és legkézenfekvőbb módja, ha az adott ország kibocsátott ugyanolyan tulajdonságokkal (devizanem, lejárat, törlesztés, kuponfizetés, névleges kamat stb.) „konvencionális” és „zöld” kötvényt is, így a két papír hozamának különbözetéből egyenesen mérhető a greenium. Erre példa Németország esete, ahol amellet, hogy minden zöld kötvényt egy konvencionális kötvényhez kötnek („twin bonds”), egy teljes zöld állampapír-hozamgörbét terveznek kiépíteni az évek során, amely referenciaként szolgálhat az európai zöld tőkepiacok számára<sup>26</sup>. Egyelőre 5, 10 és 30 éves zöld kötvények kerültek kibocsátásra, amelyek hozamai alapján a német zöld állampapírok greeniuma átlagosan 2-6 bázispont közé tehető (11. ábra).



<sup>23</sup> Hinsche (2021)

<sup>24</sup> Kapraun, Latino, Scheins & Schlag (2021)

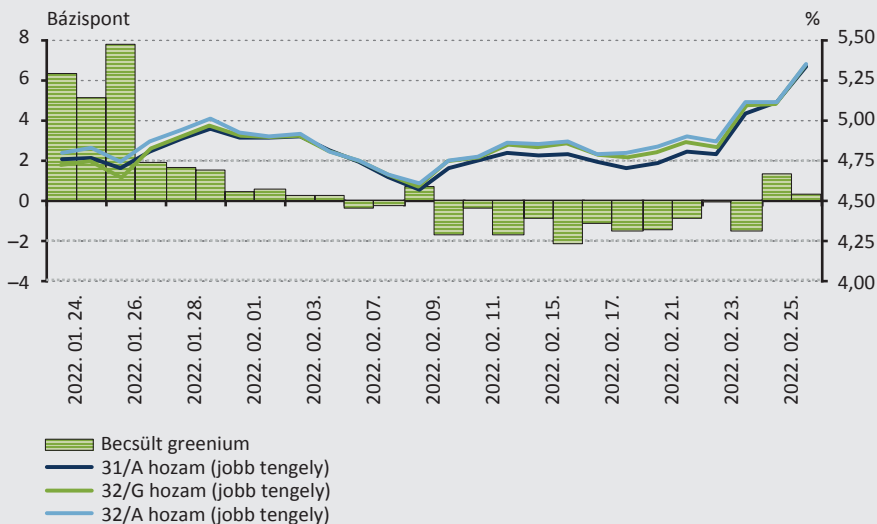
<sup>25</sup> Larcker & Watts (2020)

<sup>26</sup> Bundesrepublik Deutschland, Finanzagentur GmbH: The Bund's green twins – Green Federal securities <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/green-federal-securities/>

**A magyar szuverén zöld kötvényeken nehezebben mérhető a greenium pontos mértéke.** A német zöld kötvényektől eltérően a 2051/G forint zöld kötvénynek nem létezik hasonló hagyományos kötvény alternatívája, ráadásul lejárata 10 évvel meghaladja a következő leghosszabb 2041/A kötvényét. Ezért meglehetősen nagy a greenium becslésének bizonytalansága, és az alkalmazott hozamgörbe modellről, valamint egyéb torzító hatások kiszűrésétől, annak módszertanától függ a becslés eredménye. Mindenesetre elmondható, hogy 2021. augusztus vége és november közepe között a 2051/G hozama nem érte el a tíz évvel rövidebb lejáratú 2041/A hozamát sem (bár a két kötvény átlagidejének eltérése kisebb a lejáratok közötti különbségnél). A 2032/G kötvény esetén sem létezik hagyományos pár, de lejáróban hozzá közel esik a 2031/A és 2032/A kötvény. A 2032/G 2022. január 26-i kibocsátásától 2022. február végéig a kettő közel eső kötvény átlaghozama és a 2032/G hozama közötti különbség a kibocsátást követő napokban 5-8 bázispont körül alakult, amely különbség ezt követően lényegében eltűnt, és a 2032/G árazása közel megfelelt a két közeli lejáratú államkötvény átlagának (12. ábra). Az államkötvény aukciókon mind a 2032/A, mind a 2032/G iránt nagy volt az érdeklődés 2022. január-februárban, de míg a 10 éves referenciapapír 2032/A négy aukcióján átlagosan 45 milliárd forint ajánlat érkezett be, addig a 2032/G két aukcióján átlagosan 49 milliárd forint volt a benyújtott mennyiség. Ez alapján ugyan árazásban nincs jelentős különbség a két papír között, de a befektetők érdeklődése erőteljesebb a zöld kötvény iránt.

12. ábra

**A 2032/G és a lejáróban közel eső magyar államkötvények hozamának, valamint azok átlagától vett különbségének (becsült greenium) alakulása**



Forrás: Bloomberg

## **8. Összegzés**

**A 2020-ban közzétett Zöld Kötvény Keretprogramon belül a Magyar Állam több mint 1100 milliárd forintnak megfelelő forrást vonhat be a hazai és nemzetközi piacról 2022 végéig, amely a központi költségvetés dedikált zöld, fenntarthatósági és környezetvédelmi kiadásait finanszírozza.** A 2020-ban bevont 574 milliárd forint már leosztásra került zöld célú kiadásokra, amelynek közel 90 százaléka a tiszta közlekedés, azon belül döntően a vasúti közlekedés támogatására került felhasználásra. Ezzel kapcsolatban a 2018-2020 között megvalósított intézkedésekkel több, mint 1100 kilotonna széndioxid ekvivalens üvegházhatású gáz kibocsátása vált elkerülhetővé, ezzel nagy lépést téve a dekarbonizációs célok elérése felé, hozzájárulva az éghajlatváltozás elleni küzdelemhez. A fennmaradó összeg is számtalan projektet és állami programot támogatott többek közt a fenntartható agrár-élelmiszeripari ágazat fejlesztése, az ivóvíz- és szennyvíz-csatornahálózat kibővítése vagy az energiahatékonyságot elősegítő beruházások terén.

**A fenti eredményekhez környezeti fenntarthatósági mandátumával összhangban az MNB is hozzájárult támogató kommunikációjával, valamint az állampapír-vásárlási programjának keretében a 30 éves forint zöld államkötvény piacának kiépüléséhez is támaszt nyújtott.** Az MNB támogatását a monetáris politikai és a zöld célokon túlmenően indokolja továbbá, hogy a 30 éves lejáratú zöld államkötvény az ország sérülékenységét mérséklő hatással is bír. A zöld államkötvény kibocsátása a befektetői bázist olyan szereplőkkel diverzifikálja, amelyek hosszú távú befektetéseket keresnek és a lejáratig tartásban érdekeltek, így az adósság átlagos hátralévő lejáratánál hosszabb futamidejű kötvények kibocsátása hozzájárul az államadósság hosszításához és a megújítási kockázat mérsékléséhez. Az új, 30 éves zöld államkötvénnyel 30 évesre bővülő állampapír-piaci hozamgörbe pedig segíti a forint pénzpiac hosszú végének kiépítését azzal, hogy referenciát jelent más intézményi befektetéseknek, amely által hatékonyabbá válhat a hosszú futamidejű befektetések kezelése és a hosszú források bevonása más piaci szereplők számára is.

**Az MNB a 2020 és 2021 közötti állampapír-vásárlási programjában 29,4 milliárd forint összegben vásárolt a 2051/G megnevezésű, 30 éves futamidejű zöld államkötvényből, amely összeggel a program 2021. decemberi lezárásakor a kintlévő állomány 31,4 százaléka volt az MNB tulajdonában.** Az MNB heti vásárlásai keretében rendszeresen vásárolt a 2051/G zöld államkötvényből, nagyobb mennyiségben az első és második ÁKK aukció körüli hetekben. Ezen kívül legtöbbször mindössze 1-1 milliárd forintot ért el a heti vásárlások összege az 50-60 milliárd forintos heti vásárlási mennyiségekből, így az MNB folyamatosan jelen volt a 2051/G piacán, de az általában nem igényelt nagyobb fokú támogatást, a program fokozatos kivezetésének megkezdésével párhuzamosan pedig 2021. október közepétől az MNB már nem is vásárolt a zöld államkötvényből.

**A forint zöld államkötvények befektetői körében a külföldi szereplők dominálnak, súlyukat a hazai intézményi befektetői szektor megerősítése ellensúlyozhatja.**

A 2032/G és 2051/G papírok esetén kimagasló a külföldi tulajdonosok részaránya. Ezt részben magyarázza, hogy a 10 év feletti szegmensben kockázatkezelési okokból a hitelintézetek nem vállalnak aktív szerepet. A nyugdíjcélú megtakarításokat gyűjtő vagy a hosszú távú (pl. élet-) biztosításokat nyújtó intézmények tudnának jelentős természetes keresletet támasztani a hosszú futamidejű állampapírok piacán, hosszú távú profiljukba pedig kifejezetten illeszkednének a fenntarthatósági célokat szolgáló zöld államkötvények. Ezen szereplők megerősítése növelné befektethető vagyonukat, amelyből a hosszú lejáratú zöld kötvények is részesedhetnek, így a hosszítási célok elősegítése mellett növekedne a stabilabb befektetői bázis és csökkenthető lenne a szuverén külső adósság is.

### Felhasznált irodalom

ÁKK Zrt. (2021). *Éves finanszírozási kiadvány 2022*. 2021. december. <https://akk.hu/download?path=f8588d63-3f80-416a-8576-a54d62847f46.pdf>

CICERO Shades of Green. (2020). *Hungary Green Bond Second Opinion*. 2020. május 25. <https://akk.hu/download?path=974f9745-4920-4979-a389-ca51a3a02cec.pdf>

CICERO Shades of Green. (2021). *Hungary External Review of 2020 Green Bond Allocation Reporting*. 2021. február 18. <https://akk.hu/download?path=013555ed-84ff-471a-86b4-f136fdc2d53b.pdf>

Climate Bonds Initiative. (2021). *Green Bond Pricing in the Primary Market: January - June 2021*. [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h1\\_2021\\_03b.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2021_03b.pdf)

Gianfrate, G. & Peri, M. (2019). *The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds*. *Journal of cleaner production*, 219, 127-135

Hinsche, I. C. (2021). *A greenium for the next generation EU green bonds: Analysis of a potential green bond premium and its drivers*. CFS Working Paper Series 663, Center for Financial Studies (CFS)

Kapraun, J., Latino, C., Scheins, C. & Schlag, C. (2021). *(In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium?*. Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC

Larcker, D. F. & Watts, E. M. (2020). *Where's the greenium?*. *Journal of Accounting and Economics*, 69(2-3), 101312

Magyarország. (2020). *Hungary Green Bond Framework*. 2020. május. <https://akk.hu/download?path=64709b3f-e69d-4969-b271-9d1db8f469bd.pdf>

Magyarország. (2021a). *HUNGARY Green Bond Allocation Report 2020*. 2021. március. <https://akk.hu/download?path=d8776dc8-62b1-4f60-8ae4-4a2727529d02.pdf>

Magyarország. (2021b). *HUNGARY Green Bond Impact Report 2020*. 2021. november. <https://akk.hu/download?path=53c5ef43-3d10-4a42-897a-c77bb21e5e89.pdf>

Magyar Nemzeti Bank. (2020a). *Tájékoztató az MNB állampapír-vásárlási programjának feltételeiről*. 2020. április 30.

<https://www.mnb.hu/letoltes/tajekoztato-qe-2020apr30.pdf>

Magyar Nemzeti Bank. (2020b). *A magyarországi zöld kötvénypiac beindításainak lehetőségei*. 2020. augusztus 5. <https://www.mnb.hu/letoltes/a-magyarorszag-i-zold-kotvenypiac-beinditasanak-lehetosegei.pdf>

Portfolio.hu. (2021). *A jövő héten érkező új zöld kötvényből is vásárolna az MNB*. 2021. április 13. <https://www.portfolio.hu/befektetes/20210413/a-jovo-heten-erkezo-uj-zold-kotvenybol-is-vasarolna-az-mnb-478220>