

ZÖLD KÖTVÉNYEK A TŐKEPIACON

A környezettudatos finanszírozás a vagy zöldre festés eszközei?

HALÁSZ Zsolt
egyetemi docens (PPKE JÁK)

1. Környezeti és fenntarthatósági szempontok a finanszírozásban

1.1. A zöld kötvények kialakulása

A zöld kötvények (*Green Bonds*) olyan hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, amelyeket abból a célból bocsátanak ki, hogy az az általuk gyűjtött pénzügyi források segítségével klíma- vagy környezetvédelemmel kapcsolatos beruházási projektet finanszírozzanak. E kötvények jogi jellegüket tekintve csak a speciális finanszírozási cél tekintetében különböznek a hagyományos – általános, nem megkötött finanszírozási céllal kibocsátott – kötvényektől.

Az első zöldnek nevezett kötvényeket multilaterális fejlesztési bankok bocsátották ki. Az Európai Beruházási Bank (EIB) 2007-ben, a Világbank 2008-ban dobta piacra első zöld kötvényét. Ezeket a későbbiekben multilaterális fejlesztési bankok további kibocsátásai követték. Mára (2022) összesen 2,2 trillió USA dollár összegben került sor zöld kötvények kibocsátására, a már említett multilaterális fejlesztési bankok, államok (különösen: USA, Kína, Franciaország, Németország), valamint pénzügyi és nem pénzügyi intézmények, vállalkozások által. Míg 2020-ban a zöld kötvénykibocsátás globális volumene 289 milliárd dollárt tett ki,¹ 2022-ben 51 ország 741 kibocsátója már 487 milliárd dollár értékben bocsátott ki zöld kötvényt. E jelentősnek tűnő kibocsátási összegek azonban a világ összes kötvénykibocsátásának alig több,

¹ Faty DEMBELE – Rolf SCHWARZ – Paul HORROCKS: *Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries*. DCD (2021) 20, 10.

mint 3%-át teszik ki.² A legnagyobb egyösszegű kibocsátást 2022-ben az Európai Unió hajtotta végre 6,5 mrd USD értékben.³

A zöld kötvényeket egyes kibocsátók (pl. EIB) *Climate Awareness Bond*-nak nevezik. A fentarthatósági szempontok érvényesítését célzó kötvények körében a zöld kötvények mellett az elmúlt évtizedben megjelentek a társadalmi célokat finanszírozó kötvények: a *Social Bond*-ok (vagy másképp *Social Awareness Bond*-ok), valamint a környezeti és társadalmi célokat egyaránt finanszírozó fenntarthatósági kötvények (*Sustainability Bond*-ok) is.

A zöld kötvények kibocsátásával a kibocsátók számára lehetővé válik olyan befektetők – könnyebb – elérése, akik befektetési szempontjaikban, befektetési politikájukban különös hangsúlyt helyeznek azon célok finanszírozására, amelyek a környezet- és klímavédelmi szempontokkal összhangban vannak. A zöld kötvények kibocsátására sor kerülhet eseti jelleggel, vagy akár egy kibocsátási program részeként is. Finanszírozási program részeként a kötvények kibocsátása során alapvető követelmény a finanszírozandó projektek kiválasztási szempontjainak és a kiválasztási eljárásnak a meghatározása, a finanszírozásra kiválasztott projekt átlátható allokációja, valamint a végrehajtás folyamatos monitoringja. Nem pénzügyi kibocsátók esetében a kibocsátás során azt kell világossá tenni a befektetők számára, hogy melyek azok a konkrét beruházások, amelyeket a kibocsátó a kötvénykibocsátásból finanszírozni kíván és ezek mennyiben vannak összhangban a környezet- és klímavédelmi célokkal. A kibocsátók külső, független tanúsító szervezetek igénybevételével támasztják alá kötelezettségvállalásaik és ígéreteik hitelességét.

A környezetvédelmi szempontokat szem előtt tartó, ilyen beruházások finanszírozását szolgáló pénzügyi eszközök (kötvények), illetve pénzügyi szolgáltatások (zöld hitelek) kialakulása és elterjedése természetesen nem előzmények nélküli történet, hanem különösen Európában szorosan összefügg a nemzetközi közösség és Európai Uniónak a klímaváltozás hatásainak csökkentésére irányuló céljaival és tervezett intézkedéseivel. Nemzetközi szinten e körben alapvetően kiemelendő az Egyesült Nemzetek Szervezetének 2015. szeptemberi közgyűlésén elfogadott, a 2030-ig tartó időszakra vonatkozó fenntartható fejlesztési menetrend,⁴ és a 2015. december 12-én megkötött Párizsi Megállapodás.⁵ Ez utóbbi kiemelte, hogy az éghajlatváltozás mérsékléséhez speciális finanszírozási eszközökre és csatornákra van szükség, mivel a kibocsátások jelentős csökkentése nagyszabású beruházások megvalósítását igényli. E finanszírozási eszközök és csatornák ugyanilyen fontosak az alkalmazkodás szempontjából is, mivel jelen-

² Uo.

³ Adatok forrása: Carlotta MICHETTI – Neeraj CHOUHAN – Caroline HARRISON – Matthew MACGEOCH: *Sustainable Debt – Global State of the Market 2022*. Climate Bonds Initiative, Ápril 2023. <https://www.climatebonds.net/resources/reports/global-state-market-report-2022>

⁴ Világunk átalakítása: Fenntartható Fejlődési Keretrendszer 2030, Az Egyesült Nemzetek Közgyűlése által 2015. szeptember 25-én elfogadott, 70/1. sz. határozat (a továbbiakban: 70/1. számú határozat, kifejezetten a célokra vonatkozóan: SDG) magyar fordítás online elérhető: <http://tinyurl.com/2s4ejenx>

⁵ Az ENSZ Éghajlatváltozási Keretegyezményben Részes Feleinek 21. Konferenciáján elfogadott Párizsi Megállapodás. HL L 282., 2016.10.19., 4–18. o. Magyarországon kihirdette: a 2016. évi L. törvény. (A továbbiakban: Párizsi Megállapodás.)

tős pénzügyi forrásokra van szükség a változó éghajlat kedvezőtlen hatásaihoz való alkalmazkodáshoz és a hatások csökkentéséhez.⁶

Unió szinten a közpolitikai háttér keretében kiemelendő a 2019-ben az Európai Bizottság által közzétett *Európai Zöld Megállapodás*⁷ (*European Green Deal*), az ahhoz közvetlenül kapcsolódó, 2020-ban előterjesztett *Fenntartható Európa Beruházási Terv*⁸ (*Sustainable Europe Investment Plan*, vagy *Green Deal Investment Plan*) és a 2030-ra vonatkozó *Éghajlat-politikai Célterv*⁹ (*2030 Climate Target Plan*), valamint a 2021-ben a Bizottság által előterjesztett *Fenntartható finanszírozás jogalkotási csomag*,¹⁰ amelyben meghatározza, hogyan kívánja elérni, hogy az EU 2050-re klímasemleges legyen.

1.2. A Katolikus Egyház kapcsolódó tanítása

E közpolitikai célok már kezdenek átfedést mutatni a Katolikus Egyház tanításával, amely nem csak napjainkban, hanem már évtizedekkel ezelőtt is felvetette a gazdasági fejlődés, a pénzügyi javak igazságos elosztása, a tág értelemben vett környezet, valamint a fenntarthatóság gondolatának összefüggéseit. E rövid tanulmányban nincs lehetőség a teljes kapcsolódó katolikus egyházi tanítás bemutatására, de néhány gondolatot mindenképpen indokolt ebből kiemelni.

E körben elsőként Szent VI. Pál pápa *Populorum progressio* kezdetű enciklikájának zárógondolatára utalunk, amely összeköti a fejlődést a békével és kifejezi az Egyház ez iránti vágyát.¹¹ A béke tehát alapvető feltétele mindannak, ami lehetővé teszi a fejlődést, így a környezet védelmének és a fenntartható gazdasági működésnek is. Erre építve Szent II. János Pál pápa a *Sollicitudo rei socialis* kezdetű enciklikájában arra mutatott rá, hogy „a fejlődés erkölcsi jellege nem tekinthet el a teremtmények tiszteletétől sem, amelyek a látható természetet alkotják”, és amelynek következtében egyrészt a

⁶ Vö. Párizsi Megállapodás 9. cikk.

⁷ A Bizottság Közleménye: Az európai zöld megállapodás. COM(2019) 640 final. Brüsszel, 2019.12.11. [a továbbiakban: európai zöld megállapodás], különösen is annak 2.2.1 fejezete „Zöld finanszírozás és beruházás, valamint a méltányos átállás biztosítása”.

⁸ A Bizottság Közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának: A Fenntartható Európa beruházási terv – Az európai zöld megállapodáshoz kapcsolódó beruházási terv. COM(2020) 21 final, Brüsszel, 2020.1.14

⁹ A Bizottság Közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának: Az EU 2030-ra vonatkozó éghajlatvédelmi törekvésének fokozása – Beruházás a klímasemleges jövőbe az európai polgárok érdekében. COM(2020) 562 final, Brüsszel, 2020.9.17.

¹⁰ A Bizottság Közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – Uniói taxonómia, a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati beszámolás, a fenntarthatósági preferenciák és a vagyonkezelői kötelezettségek: a finanszírozási forrásoknak az európai zöld megállapodás felé történő irányítása. COM(2021) 188 final, Brüsszel, 2021.4.21. A csomag tartalmaz egy javaslatot egy EU Taxonomia Felhatalmazáson alapuló rendeletre [Bizottság (EU) 2021/2139 felhatalmazáson alapuló rendelete], egy irányelv javaslatot a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati beszámolásra vonatkozó szabályok módosítására [COM(2021) 189 final], valamint további hat javaslatot felhatalmazáson alapuló rendeletek módosítására.

¹¹ VI. PÁL pápa: *Populorum progressio kezdetű enciklikája*. Róma, 1967. március 26. [a továbbiakban: PP] (Fordította: Dér Katalin) 87. pont. <https://www.katolikus.hu/dokumentumtar/populorum-progressio>

természeti erőforrásokat nem lehet büntetlenül saját gazdasági céljainkra felhasználni, másrészt a korlátozottan rendelkezésünkre álló természeti erőforrások olyan abszolút felhasználása, mintha kimeríthetetlenek lennének, nem csupán a jelenlegi, hanem minden következő generáció számára is komoly veszélyt jelentenek, harmadrészt pedig figyelemmel kell lennie mindenkinek arra, hogy a termelési folyamatok milyen hatást gyakorolnak az élet feltételeire, a tág értelemben vett környezetre.¹²

Az egyházi tanítás legaktuálisabb elemei közül e téren Ferenc pápa *Laudato si'* kezdetű Enciklikájának azon gondolatát emelnénk ki, amelyben azt hangsúlyozza, hogy félrevezető az a vélekedés, miszerint a jelenlegi gazdaság és technológia képes minden környezeti problémát megoldani.¹³ Ezzel összefüggésben hivatkozik XVI. Benedek pápára, aki arra mutatott rá, hogy a gazdasági döntések meghozatala során indokolt figyelemmel lenni arra is, hogy a piac önmagában nem garantálja a teljes emberi fejlődést és a társadalmi beilleszkedést. A piac csak a szolidaritás és a kölcsönös bizalom által képes teljességgel betölteni gazdasági szerepét.¹⁴ A környezet védelmét nem lehet pusztán a pénzügyi költség-haszon elemzés alapján biztosítani. A környezet azon javak egyike, amelyeket nem lehet a piac mechanizmusai révén megfelelően védelmezni vagy előmozdítani.¹⁵

E célok eléréhez aktív kezdeményező beavatkozás – akár a jogalkotás irányából – is szükséges. Noha a környezeti szempontok beemelése a pénzügyi szabályrendszer elemei közé már megkezdődött, ez még korántsem tekinthető véglegesnek, amint arra a zöld finanszírozás eszközeinek hiányos, de folyamatosan kiteljesedő szabályrendszere is rámutat.

2. A zöld kötvénykibocsátás speciális szabályrendszere

A zöld kötvények kibocsátásának jelenleg még nincs sem nemzetközi, sem európai, sem pedig hazai általános jogszabályban meghatározott feltételrendszere.¹⁶ Annak taxonómiáját, hogy mi tekinthető „zöld” finanszírozási célnak, a multilaterális fejlesztési bankok (EIB, Világbank) kezdték el kidolgozni. E tapasztaltok alapján alkotta meg az *International Capital Markets Association* (Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség, a továbbiakban: ICMA) 2014-ben az azóta is rendszeresen aktualizált *Zöld Kötvény Alapelveket* (*Green Bond Principles – GBS*), a *Climate Bonds Initiative* pedig a *Zöld Kötvény Standardokat*.

¹² II. JÁNOS PÁL pápa *Sollicitudo rei socialis* kezdetű enciklikája a *Populorum progressio* kezdetű enciklika huszadik évfordulójára. Róma, 1987. december 30. [a továbbiakban: SRS] 34. pont. <https://www.katolikus.hu/dokumentumtar/sollicitudo-rei-socialis>

¹³ FERENC pápa: *Laudato si'* kezdetű enciklikája közös otthonunk gondozásáról. Róma, 2015. jún. 18. [a továbbiakban: LS] 109. pont. <https://katolikus.hu/dokumentumtar/laudato-si>

¹⁴ XVI. BENEDEK pápa: *Caritas in veritate* kezdetű enciklika az ember teljes értékű fejlődéséről a szeretetben és az igazságban. 2013. január 22. [a továbbiakban: CV] 35. pont. <https://katolikus.hu/dokumentumtar/2694>

¹⁵ LS i. m. 190. pont

¹⁶ John CARAMICHAEL – Andreas RAPP: The Green Corporate Bond Issuance Premium. *International Finance Discussion Papers*, nr. 1346, 2022. <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1346> .

Az európai uniós szabályozásban – nem kizárólag a kötvénykibocsátás tekintetében – a taxonómia rendelet határozza meg, hogy melyek azok a tevékenységek, amelyek környezet- és klímavédelmi szempontból elfogadhatónak tekintendők. Ennél jóval konkrétabb szabályozási környezetet fog teremteni elfogadását követően az EU zöld kötvényre vonatkozó rendelete.

A világ egyik legnagyobb zöldkötvény-piaca Kínában alakult ki az elmúlt évtizedben. A zöld kötvények kínai szabályozásának első eleme a *Kínai Népi Bank (People's Bank of China, PBOC)* által 2015-ben kibocsátott iránymutatás¹⁷ volt, amelyben a bankközi piac számára meghatározták zöld kötvények által finanszírozható projektek követelményeit és kategóriáit. (A finanszírozás fő céljai és területei: energiatakarékosság, a környezetszennyezés megelőzése és ellenőrzése, erőforrás-megőrzés és -újrahasznosítás, tiszta közlekedés, tiszta energia, valamint ökológiai védelem és az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodás. Ezen iránymutatást még ugyanabban az évben az Állami Fejlesztési és Reform Bizottság (National Development and Reform Commission, NDRC) iránymutatásai¹⁸ követték, amely a PBOC iránymutatásait kiegészítve az állami tulajdonú vállalatok számára határozta meg a finanszírozható projektek követelményeit a következő területeken: zöld urbanizáció (különösen az energiatakarékosság és a közlekedés terén), technológiafejlesztés az energiatakarékosság és a kibocsátáscsökkentés érdekében, energiatakarékos és a környezetet védő ipar, tiszta és hatékony energiafelhasználás, új energia (vízenergia, szélenergia, atomenergia, napenergia, bioenergia, geotermikus energia, sekély geotermikus energia, tengeri és légi energia, alacsony szén-dioxid-kibocsátású ipari projektek és demonstrációs projektek, a környezetszennyezés megelőzése és ellenőrzése, vízmegtakarítás és nem hagyományos vízhasználat, ökológiai mezőgazdaság és erdőgazdálkodás, ökológiai civilizációs demonstrációs projektek, körforgásos gazdaság). A tőzsdén jegyzett társaságok zöld kötvényeinek jóváhagyására további speciális rendelkezéseket határozott meg a Kínai Értékpapír Szabályozási Bizottság 2018-ban.¹⁹ A Kínai Népi Bank 2021-ben aktualizálta a zöld kötvények taxonómiájára, valamint a kötvények kibocsátására vonatkozó szabályokat.²⁰ Noha a kínai szabályrendszer és taxonómia is folyamatosan fejlődik, a kínai zöld kötvénykibocsátások csak mintegy fele van összhangban pl. az alább tárgyalt CBI Zöld Kötvény standardokkal.²¹

¹⁷ China Green Bond Endorsed Project Catalogue (2015 Edition). Green Finance Committee of China Society of Finance and Banking (China), 2015. 12. 22. <http://tinyurl.com/mryh4mfn>

¹⁸ Green Bond Guidelines Issued by China's National Development and Reform Commission (NDRC). *Green Finance Platform*, 2016. <http://tinyurl.com/yc238dk8>

¹⁹ China Securities Regulatory Commission (CSRC): Green Bond Verification Guidelines. *Green Finance Platform*, 2018. <http://tinyurl.com/mrcaufp5>

²⁰ A Kínai Népi Bank, a Fejlesztési és Reformbizottság, valamint a Kínai Értékpapír-szabályozási Bizottság közleménye a „Zöldkötvényekkel támogatott projektek katalógusa (2021-es kiadás)” kiadásáról és terjesztéséről, <http://tinyurl.com/mr36j4zh>, <http://tinyurl.com/5byp6j7c>

²¹ Muhammad USMAN KHURRAM – Wenwu XIE – Sultan SIKANDAR MIRZAD – Hao TONG: Green bonds issuance, innovation performance, and corporate value: Empirical evidence from China. *Heliyon*, Vol. 9., Issue 4. (April 2023) DOI: <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e14895>

2.1. A Zöld Kötvény Alapelvek

A *Zöld Kötvény Alapelvek* (a továbbiakban: Alapelvek, GBP²²) jelenleg a legfontosabb piaci szabvány a zöld kötvények kibocsátása tekintetében. Az Alapelvek nem tekinthető kötelező jogforrásnak, hanem önkéntes keretszabályok gyűjteményeként használatosak, amelynek kimondott célja ugyanakkor, hogy elősegítse a globális adósságtőke-piacok szerepét a környezeti és társadalmi fenntarthatóság felé történő haladás finanszírozásában.

Az Alapelvek kidolgozója az ICMA, a tőke- és értékpapírpiacon globális szervezete, amelynek tagjai magán- és közszektorbeli értékpapír-kibocsátók, bankok, befektetési vállalkozások, biztosítók, befektetési alapkezelők, központi bankok. Az Alapelveket folyamatosan frissítik (legutóbb pl. 2018-ban és 2021-ben²³) és a kötvénykibocsátások során a kibocsátók globálisan alkalmazzák.

Az ICMA által kidolgozott GBP az átláthatóságot és a nyilvánosságra hozatalt elősegítő globális iránymutatásokat és ajánlásokat fogalmaz meg, amelyek által felvázolja a kötvények kibocsátásának legjobb gyakorlatát. Ennek keretében meghatározza a kötvények által finanszírozott projektek kiválasztásának és a források allokációjának eljárásrendjét.

Az Alapelvek nem határozza meg, hogy mi a zöld kötvény, és nem határozza meg átfogóan sem a zöld kötvényprojektek támogatható kategóriáit, sem pedig a zöld gazdasági tevékenységek fogalmát, csak a zöld célokat (klímaváltozás hatásának csökkentése, klímaváltozás hatásához alkalmazkodás, biodiverzitás, természeti erőforrások védelme, valamint szennyezés megelőzése és kezelése), továbbá példálózó felsorolást tartalmaz arra nézve, hogy mely projektek lehetnek a zöld kötvények általi finanszírozásra jogosultak.²⁴ Az Alapelvek azt ajánlja, hogy a kibocsátók világosan és átláthatóan közöljék jelentéstétel keretében a bevételek felhasználását azért, hogy a befektetők annak alapján hozhassák meg döntésüket, hogy a kötvény összhangban van-e befektetési stratégiájukkal, valamint hogy megkönnyítsék a projektek átláthatóságát és a pénzeszközök nyomon követését. A GBP egyúttal azonban a tevékenységek zöld jellegének megítéléséhez és igazolásához külső szakértői felülvizsgálatot javasol, amely a kibocsátás hitelességének alapvető kulcsa.

Az Alapelvek meghatározása szerint a zöld kötvények olyan kötvénytípusok, amelyekből származó bevételt vagy azzal egyenértékű összeget kizárólag új és/vagy meglévő támogatható zöld projektek részben vagy egészben történő finanszírozására vagy refinanszírozására fordíthatók, és amelyek összhangban vannak a GBP négy fő összetevőjével. E négy fő összetevő a következő:

²² Green Bond Principles. ICMA, 2014. <http://tinyurl.com/4jcy6kba>

²³ Green Bond Principles. ICMA, 2022. <http://tinyurl.com/mr4bve92>

²⁴ Ilyen projektek lehetnek például: a megújuló energia felhasználásával, az energiahatékonysággal, a szennyezés megelőzésével, a természeti erőforrások fenntartható felhasználásával, a szárazföldi és vízi biológiai sokféleség megőrzésével, a tiszta közlekedéssel, fenntartható víz- és szennyvízgazdálkodással, az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodással, a körforgásos gazdasághoz igazított termékekkel, termelési technológiákkal és folyamatokkal, és a zöld épületekkel kapcsolatos projektek

1. a bevételek felhasználása;
2. a projektek értékelésének és kiválasztásának folyamata;
3. a bevételek kezelése;
4. jelentéstétel.

Az Alapelvek a zöld kötvények négy fő fajtáját különíti el:²⁵

- *Standard Green Use of Proceeds Bond* (általános zöld kötvény): fedezetlen kötvény, amely teljes és kizárólag a kibocsátói felelősség mellett igazodik a GBP-hez. E kötvény bevételeit a kibocsátó elkülönítetten és megfelelően tanúsítva tartja nyilván, és e bevételek kapcsolódnak a kibocsátó zöld projektjeivel kapcsolatos hitelnyújtási vagy befektetési műveleteihez;
- *Green Revenue Bond* (zöld bevételű kötvény): fedezetlen, a GBP-hez igazodó kötvény, amelynél nem a kibocsátó felel a kötvényből fakadó fizetési kötelezettség teljesítésért, hanem annak forrása közvetlenül a finanszírozott zöld projektek által termelt *cash flow* a projektből származó bevételek engedményezése által;
- *Green Projekt Bond* (zöld projektkötvény): egy vagy több zöld projekt(ek)re vonatkozó, a GBP-hez igazodó projektkötvény, amely esetében a befektető közvetlenül viseli a projekt(ek) kockázatát, a kibocsátóval szemben visszkereseti jog mellett vagy anélkül;
- *Secured Green Bond* (biztosított zöld kötvény): amelynek bevételét az adott kötvényt biztosító zöld projekt(ek) finanszírozására vagy refinanszírozására fordítják, és a visszafizetés forrásaként szolgálnak a projekt által generált *cash flow* mellett fedezetként a projekt eszközei is.

2.2. CBI Climate Bonds Standard

A *Climate Bonds Initiative* (a továbbiakban: CBI) egy nemzetközi szervezet,²⁶ amelynek célja, hogy finanszírozó forrásokat mozgósítson az éghajlatváltozás elleni küzdelem érdekében. Ezt az éghajlatváltozási kötvények kibocsátására vonatkozó Standard a kibocsátás tanúsítási rendszerének kidolgozásával szándékozik elérni. A Standard első közzétételére 2013-ban került sor, amelyek aktualizálása rendszeres (legutóbb 2023 áprilisában történt).²⁷

A Standard fő célja az üvegházhatású gázkibocsátás csökkentése, alacsonyabb karbon intenzitással működő gazdaság, valamint a Párizsi Megállapodás céljainak elérése. Ennek érdekében megköveteli:

- a bevételek célhoz kötött felhasználását,
- a tevékenység környezeti és szociális célokkal való összhangját,
- a projektvégrehajtás előzetes megtervezését és a végrehajtás mérőföldköveinek meghatározását,

²⁵ SÁGI Judit: Zöldkötvények kibocsátásának egyes kérdései, a környezeti célokkal összefüggésben. *Polgári Szemle*, 16. évf., 2020/4–6. 270–278. DOI: 10.24307/psz.2020.1019

²⁶ A szervezetet állami intézmények, magánalapítványok, és nem-kormányzati szervezetek hozták létre.

²⁷ Climate Bonds Standard. Version 4.0. Climate Bonds Initiative, Ápril 2023. <http://tinyurl.com/njvs3e9u>

- a folyamatok felelős menedzsmentjét, felügyeletét és monitoringját,
- a releváns információk nyilvánosságra hozatalát az átláthatóság biztosítása érdekében.

A Standard meghatározza az éghajlati kötvények taxonómiáját,²⁸ amely egy a kibocsátók, befektetők, kormányok és önkormányzatok számára készült útmutató, amelynek célja a globális piacokon a közös zöld definíciók használatának ösztönzése, és ezáltal egy koherens tematikus kötvénypiac növekedésének támogatása. A taxonómia meghatározza az alacsony szén-dioxid-kibocsátású gazdaság megvalósításához szükséges eszközöket, tevékenységeket és projekteket összhangban a Párizsi Megállapodás céljaival.²⁹

A CBI Standard egy olyan minősítési rendszer kötvények (és hitelek) számára, amely tudományos kritériumok alapján azt biztosítja, hogy az ilyen tanúsítvánnyal rendelkező kötvények (és kölcsönök) összhangban vannak a Párizsi Megállapodásban meghatározott 1,5 °C fokos felmelegedési határértékkel. A Standard kulcsfontosságú része egy ágazatspecifikus alkalmassági kritériumrendszer, amelyeket a finanszírozási projektek szűrésére használnak, hogy csak azok kapjanak tanúsítványt, amelyek az éghajlatváltozás mérsékléséhez és/vagy az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodáshoz és az éghajlatváltozással szembeni ellenálló képességhez való hozzájárulásuk révén klímavédelmi szempontból elfogadhatónak tekinthetők. A Standard is egy önkéntesen alkalmazott minősítési rendszer, amelyet azonban kötvénykibocsátók, kormányok, befektetők és pénzügyi piaci szereplők is világszerte használnak.

A Standard lényeges eleme egy a kibocsátás klímakövetelményekkel való összhangját igazoló tanúsítási rendszer is, amely tanúsítás a kiállítás dátumától számított öt évig érvényes.

A CBI Standard kidolgozása jelentős mértékben hozzájárult az EU fenntartható pénzügyi taxonómia szabályozásának kidolgozásához (ld. következő pont).

2.3. Az Európai Unió szabályrendszere

A zöld kötvények piaca jelenleg jogszabályok által nem szabályozott piac, hanem az előbbiekben bemutatott standardokon és olyan gyakorlatokon alapul, ahol a befektetők számára a pénzügyi források felhasználására vonatkozó bizonyosságot külső hitelesítő tevékenységet folytató szereplők biztosítják. Bár az alkalmazott piaci standardok magas szintű követelményeket, iránymutatásokat fogalmaznak meg, de fogalmi kereteik és követelményrendszerük nem tekinthető egységesnek. E szabályozási hiányosságok a befektetők és a kibocsátók számára is nehézségeket okoznak azáltal, hogy a befektetők nem mindig tudják könnyen beazonosítani a környezetvédelmi célkitűzésekkel

²⁸ Climate Bonds Taxonomy. Climate Bonds Initiative, September 2021. <http://tinyurl.com/4v5n84dy>

²⁹ A Standard a különböző tevékenységek egyes elemeit külön-külön értékeli az energetika, a közlekedés és szállítás, a vízellátás és szennyvízkezelés, a mezőgazdaság, az erdészet, a természetvédelem és a halászat, az ipari tevékenység, a szemét- és károsanyag-kezelés, valamint az IT és kommunikációs technológia területén.

összhangban lévő kötvényeket, és a kibocsátók is nehézségekkel szembesülhetnek, amikor környezeti szempontból fenntartható kötvényeket szándékoznak kibocsátani és felhasználni fenntarthatóbb üzleti tevékenységük finanszírozása érdekében. Az egységes és pontos szabályok hiányában nem biztosított a külső hitelesítő tevékenységet végző szervezetek tevékenységének átláthatósága sem. Összességében tehát bár az Európai Unióban is sok különféle piaci szereplő keresi, használja, alkalmazza a zöld-kötvények fogalomrendszerét, de ez még az Unión belül sem egységes, nem transzparens és ezáltal a kitűzött célok nem feltétlenül érvényesülnek e piaci szegmensben mindenhol megfelelően. Mindemellett nem léteznek – egymással összhangban lévő – tagállami jogszabályok sem a zöld kötvényekkel szemben támasztott követelmények meghatározására.

Az uniós szabályozás tehát ezt a szabályozási hiányosságot szándékozik globális szinten elsőként betölteni, amely által az európai és közvetve a nemzetközi zöldkötvény-piac egy egzakt szabályozási keretet kaphat, segítve e piac egységes fogalom- és feltételrendszerének meghatározását és elterjedését.

Az uniós szabályozás alapja az Európai Unióról szóló Szerződés (a továbbiakban: EUSZ), amelynek preambuluma értelmében a tagállamok azzal a szándékkal írták alá a szerződést, hogy a fenntartható fejlődés alapelveinek figyelembevételével és a belső piac megvalósításának, a megerősített kohéziónak és a környezetvédelemnek a keretében előmozdítsák népeik gazdasági és társadalmi fejlődését. E szándékot konkretizálja

- az EUSZ 3. cikk (3) bekezdése, amely szerint „az Unió Európa fenntartható fejlődéséért munkálkodik, amely olyan kiegyensúlyozott gazdasági növekedésen, árstabilitáson és magas versenyképességű, teljes foglalkoztatottságot és társadalmi haladást célul kitűző szociális piacgazdaságon alapul, amely a környezet minőségének magas fokú védelmével és javításával párosul”;
- az EUSZ 21. cikk (2) bekezdés f) pontja, amely az Unió közös külpolitikájának céljaként határozza meg, hogy azzal az Unió hozzájáruljon olyan nemzetközi intézkedések kidolgozásához, amelyek a fenntartható fejlődés biztosítása érdekében a környezet minőségének és a világ természeti erőforrásaival való fenntartható gazdálkodásnak a megőrzésére és javítására irányulnak;
- az Európai Unió működéséről szóló Szerződés (EUMSZ) 11. cikke, amely kimondja, hogy „a környezetvédelmi követelményeket – különösen a fenntartható fejlődés előmozdítására tekintettel – be kell illeszteni az uniós politikák és tevékenységek meghatározásába és végrehajtásába”, valamint
- az EU környezetpolitikájának alapjait képező rendelkezések az EUMSZ 191–193. cikkeiben.

Az alapszerződések közvetlen szabályokat nem tartalmaznak tehát a pénzügyi finanszírozási eszközökre és ezeken belül a környezeti szempontokat figyelembe vevő „zöld” finanszírozásra sem (nem is lehet ez az Alapszerződések rendeltetése), az azonban egyértelműen következik a hivatkozott rendelkezésekből, hogy a környezetvédelemnek kiemelt szerepe van a gazdasági és társadalmi fejlődés terén, az EU célja a fejlődés fenntartható mivoltának biztosítása, és ennek közvetlen folyománya, hogy a környezetvédelmi szempontokat minden uniós politika és tevékenység keretében érvényesíteni kell.

A pénzügyi finanszírozás terén ez azt jelenti, hogy az Unió pénz- és tőkepiaci szabályozásában is meg kell jelennie a fenntarthatósági és környezetvédelmi szempontoknak, másképp fogalmazva: a pénz- és tőkepiacok működésének az elsődleges finanszírozási céljaik mellett a fenntartható fejlődést is szolgálniuk kell. Az EU működésében ennek két közvetlen aspektusát találhatjuk meg.

Az egyik egy intézményi aspektus, jelesül az Európai Beruházási Bank (EIB) működése. Az EIB a Római Szerződés által létrehozott intézmény, amely bankszerű működése keretében csatornázza tőkepiaci forrásokat elsősorban a tagállamok területén megvalósított beruházások finanszírozására, hozzájárulva a belső piac kiegyensúlyozott és egyenletes fejlődéséhez.³⁰ A környezetvédelemmel és a klímaváltozás következményeinek mérséklésével összefüggő finanszírozási célok évtizedes múltat tekintenek vissza az EIB finanszírozási politikájában. A Bank már 2013-ban elhatározta, hogy az általa biztosított éves finanszírozási volumen 25%-át a klímaváltozás hatásainak és következményeinek mérséklését célzó projektekre biztosítja. Ezen arányt 2020-ra 35%-ra emelte.³¹ 2022-re az EIB klímavédelmi és környezeti fenntarthatósági projektekre fordított beruházásainak aránya az általa nyújtott összes 2022. évi finanszírozás 58%-ára emelkedett.³² Forrásgyűjtés tekintetében az EIB volt a világon az első zöld kötvényt kibocsátó intézmény,³³ és azóta is úttörő szerepet játszik a zöld kötvények – EIB elnevezéssel: klímatudatossági kötvények (*Climate Awareness Bonds*) – elterjesztésében és szabályozásuk kialakításában, meghatározva a kötvények kibocsátásának – belső – eljárásrendjét³⁴ és kritériumrendszerét.³⁵

A másik aspektus pedig egy szabályozási rendszer, amelynek alapjai már hatályba léptek, de kiteljesedése még folyamatban van. E még kialakulóban lévő rendszer két fő eleme:

- a 2020/852 (EU) Taxonómia rendelet,³⁶ valamint
- a 2023/2631 (EU) rendelet az európai zöld kötvényekről³⁷ (a továbbiakban EUGBS rendelet).

³⁰ EUMSZ 309. cikk.

³¹ EIB Group Climate Bank Roadmap 2021–2025. European Investment Bank, November 2020. 7–8.

³² <https://www.eib.org/en/about/priorities/climate-action/index.htm>

³³ EIB Group Climate Bank Roadmap 2021–2025. European Investment Bank, November 2020. 8.

³⁴ European Investment Bank: Climate Awareness Bonds Framework For the year ended December 31, 2021.

³⁵ Az EIB működésének részleteit ld. BARANYAY László – HALÁSZ Zsolt: Multilaterális Bank és Uniók Intézmény: Az Európai Beruházási Bank. *Iustum Aequum Salutare*, 2019/1. 5–24.; valamint Zsolt HALÁSZ: The European Investment Bank – An EU Institution Facing Challenges and Real European Added Value. *Hungarian Yearbook of International Law and European Law*, Vol. 8. (2020) 327–345.

³⁶ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2020/852 rendelete (2020. június 18.) a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról. HL L 198., 2020.6.22., 13–43.

³⁷ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2023/2631 rendelete (2023. november 22.) az európai zöldkötvényekről és a környezeti szempontból fenntarthatóként forgalmazott kötvényekre és a fenntarthatósághoz kapcsolódó kötvényekre vonatkozó opcionális közzétételekről. HL L, 2023/2631, 30.11.2023

Mivel a környezet védelme és a gazdasági-társadalmi fejlődés fenntartható mivoltának biztosítása globális válaszokat igényel, egyértelműen nem elégséges megoldás, ha csak az Európai Unió tesz lépéseket e célok érdekében, vagy lépéseit nem hangolja össze a világ más országainak szabályozásával. Egy globális szabályozás, egy globális „közös nyelv” kialakítása a zöld pénzügyek, a zöld finanszírozás terén alapvető szükségyszerűség, amint arra már 2017-ben az Európai Beruházási Bank és kínai *Green Finance Committee of China Society for Finance and Banking* közös jelentése³⁸ is rámutatott. Jelen tanulmány keretei nem teszik lehetővé, hogy a világ valamennyi releváns szabályozását áttekintsük, ezért most csak az Európai Unió szabályozási rendszerére, mint az egyik leginkább előremutató szabályozásra fókuszálunk.

2.3.1. Az Európai Unió taxonómia rendelete

A taxonómia rendelet a gazdasági tevékenységek környezeti fenntarthatósága megítélésének mindeddig legfontosabb uniós jogforrása. A rendelet elfogadásának előzménye, hogy a Bizottság 2016 végén megbízott egy szakértői csoportot azzal a feladattal, hogy dolgozza ki az Unió fenntartható finanszírozási stratégiáját. A szakértői csoport a 2018. január 31-én tette közzé jelentését,³⁹ amelyben egy uniós taxonómia-rendszer megalkotását szorgalmazta annak érdekében, hogy a gazdasági tevékenységek „zöld” vagy „fenntartható” mivolta egyértelműen meghatározható legyen.

A rendelet megalkotására alapvetően azért került sor, hogy európai szinten egységes kritériumokat állapítson meg annak eldöntésére, hogy egy befektetés környezeti szempontból milyen mértékben fenntartható annak függvényében, hogy az általa finanszírozott gazdasági tevékenység környezeti szempontból fenntarthatónak minősül-e.

Egy gazdasági tevékenység környezeti szempontból a rendelet értelmében akkor minősül fenntarthatónak, ha:

- a) lényegesen hozzájárul a rendeletben meghatározott egy vagy több környezeti célkitűzéshez;
- b) nem sérti jelentősen a rendeletben meghatározott egyik környezeti célkitűzést sem;
- c) azt a rendeletben megállapított minimális biztosítékokkal összhangban végzik; és
- d) megfelel a Bizottság által megállapított technikai vizsgálati kritériumoknak.

A rendelet leglényegesebb eleme azon környezeti célkitűzések meghatározása, és annak részletes kifejtése, hogy mely tevékenységek járulnak hozzá lényegesen e célki-

³⁸ The need for a common language in Green Finance. Phase I Report of Joint Research by the European Investment Bank and the China Society for Finance and Banking. 11 November 2017. <http://tinyurl.com/eh4jxshn> Ugyanezt a témát vizsgálja: Torsten EHLERS – Frank PACKER: Green Bond Finance and Certification. *BIS Quarterly Review*, September 2017. <https://ssrn.com/abstract=3042378>

³⁹ Financing a Sustainable European Economy. EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance Final Report 2018. <http://tinyurl.com/ys3fc69a>

tűzések megvalósításához, továbbá mely tevékenységek sértik azt. E célkitűzések a következők:

- a) az éghajlatváltozás mérséklése;
- b) az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodás;
- c) a vízi és tengeri erőforrások fenntartható használata és védelme;
- d) a körforgásos gazdaságra való átállás;
- e) a szennyezés megelőzése és csökkentése;
- f) a biológiai sokféleség és az ökoszisztémák védelme és helyreállítása.

A rendelet meghatározza a környezeti szempontból fenntartható befektetések és pénzügyi termékek átláthatósága vonatkozó követelményeket. A rendelet önmagában nem kötelezi a tagállamokat, hogy megköveteljék a gazdasági tevékenységek környezeti szempontból fenntartható végzését, illetve a gazdasági szereplőket sem kötelezi tevékenységük kizárólag ilyen tevékenység folytatására, azonban azt megköveteli, hogy a tagállamok hatékony, arányos és visszatartó erejű szankciókat alkalmazzanak arra az esetre, ha a gazdasági szereplők a környezeti szempontból fenntartható befektetések, a környezeti jellemzőket előmozdító pénzügyi termékek, valamint az egyéb pénzügyi termékek – környezeti – átláthatóságára vonatkozó rendelkezéseit megszegik.

2.3.2. Az Európai Bizottság európai zöld kötvényre vonatkozó rendelete

A taxonómia rendelet mellett az európai zöldkötvény-standard (a továbbiakban: EUGBS) az Európai Unió fenntartható finanszírozásra vonatkozó átfogó stratégiájának másik szabályozási alapeleme. A zöldkötvény-standard nem egy általános szabályrendszer, amelyet minden kötvénykibocsátásra alkalmazni kell, hanem az európai zöld kötvény megnevezés használatának általános feltételrendszerét határozza meg azon kötvények tekintetében, amelyek a taxonómia rendelet értelmében környezeti szempontból fenntartható célokat szolgálnak. Az EUGBS tehát egy önkéntesen alkalmazható szabvány, amely a zöldkötvény-piac fejlődését hivatott elősegíteni a zöld kötvény elnevezés használatára vonatkozó egységes követelmények meghatározása által.

Az európai zöldkötvény-standardra vonatkozó javaslatot az Európai Bizottság 2021 júliusában terjesztette elő. A jogalkotási folyamat keretében az Európai Parlament és a Tanács 2023 februárjában jutott el a rendelettervezetről szóló politikai megegyezésig, amely megnyitotta az utat a jogszabály formális elfogadásához 2023 novemberében.

A rendelet fogalomrendszere a taxonómia rendeleten alapul, amely meghatározza, hogy mely gazdasági tevékenységek tekinthetők a környezeti szempontból fenntartható tevékenységeknek, és ezáltal viszonyítási pontként szolgál annak eldöntéséhez, hogy a gazdasági tevékenységek mellett a hozzájuk kapcsolódó eszközök és projektek zöldek-e. Következésképpen a rendelet nem hoz létre egy újabb követelményrendszert, hanem a taxonómia rendeletet és annak felhatalmazáson alapuló jogi aktusait tekinti viszonyítási pontnak annak eldöntése során, hogy mi számít „zöldnek”.

Alapvető követelmény azon kibocsátókkal szemben, akik kötvényeikre az „európai zöld kötvény” vagy „EUGB” megnevezést akarják használni, hogy erre csak abban

az esetben jogosultak, ha az általuk kibocsátott kötvények lejáratukig megfelelnek a rendeletben meghatározott követelményeknek.⁴⁰

A rendelet meghatározza azon feltételeket, amelyeknek meg kell felelniük az európai zöld kötvényekkel kapcsolatos külső felülvizsgáló, hitelesítő tevékenységet végzőknek, valamint az ő tevékenységük kereteit.⁴¹

A rendelet külön fejezetben szabályozza az illetékes tagállami felügyeleti hatóságok hatáskörét az általuk alkalmazható közigazgatási szankciókat, továbbá az ESMA (az Európai Értékpapírpiaci Hatóság) felügyeleti hatáskörét.

A zöld kötvények kibocsátásával összefüggő követelmények megsértése esetén a kibocsátókkal szemben a tagállami felügyeleti hatóságok közigazgatási szankciókat alkalmazhatnak, azonban a rendelet – hasonlóan az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattétel alapvető uniós szabályozását képező Prospektus rendelethez⁴² – nem határoz meg magánjogi jogkövetkezményeket a szabálytalan kötvénykibocsátás esetére és arra az esetre sem, ha a kötvény teljes futamideje alatt a kibocsátók nem felelnek meg a rendelettervezetben meghatározott követelményeknek.

Ilyen közigazgatási szankciók legalább a következők lehetnek, de a tagállamok e szankciók körét bővíthetik:⁴³

- a felelős személyt és a jogsértés jellegét megnevező nyilvános közlemény közzététele,
- a felelős személy számára a jogsértést megvalósító magatartással való felhagyás előírása,
- közigazgatási bírság, (melynek felső határa legalább a jogsértésből származó nyereség vagy az amiatt elkerült veszteség összegének kétszerese),
- jogi személy esetében olyan közigazgatási bírság, amelynek felső határa legalább 500 000 EUR, vagy a jogi személy előző teljes éves árbevételenek 0,5 %-a,
- természetes személy esetében olyan közigazgatási bírság, amelynek felső határa legalább 50 000 EUR.

A közvetlen közigazgatási szankciókon túl a tagállami felügyeleti hatóságok hatásköre kiterjed arra is, hogy

- kötelezzék a kibocsátókat meghatározott információk, hatástanulmányok közzétételére;
- felfüggeszék az európai zöld kötvények kibocsátását egyszeri alkalommal, legfeljebb 10 egymást követő munkanapra, amennyiben alapos okkal feltételezhető, hogy a rendelet átláthatósággal és külső felülvizsgálattal kapcsolatos követelményeit megsértették;

⁴⁰ EUGBS rendelet 3. cikk.

⁴¹ EUGBS rendelet IV. cím 22–36. cikk.

⁴² Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1129 rendelete (2017. június 14.) az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy értékpapíroknak a szabályozott piacra történő bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályaon kívül helyezéséről, HL L 168., 2017.6.30., 12–82.

⁴³ EUGBS rendelet 49. cikk.

- betilthatják vagy felfüggeszthetik a hirdetéseket, vagy előírhatják az európai zöld kötvények kibocsátói vagy a pénzügyi közvetítők számára a hirdetések beszüntetését vagy felfüggesztését egyszeri alkalommal, legfeljebb 10 egymást követő munkanapra, amennyiben alapos okkal feltételezhető, hogy a rendelet átláthatósággal és külső felülvizsgálattal kapcsolatos követelményeit megsértették;
- nyilvánosságra hozhatják azt a tényt, amely szerint az európai zöld kötvények valamely kibocsátója nem teljesíti a rendelet átláthatósággal és külső felülvizsgálattal kapcsolatos követelményeit.

A szabályozás összességében tehát az eljárási követelmények megsértésének eseteére hangolja a felügyeleti hatásköröket és az alkalmazható közigazgatási szankciókat, ugyanakkor az általános értékpapírjogi-szabályozás keretein túl különleges magánjogi jogkövetkezményeket nem fűz a jogsértések bekövetkezéséhez.⁴⁴

3. A zöld kötvények kibocsátásával kapcsolatos felügyeleti gyakorlat

Noha a zöld kötvények kibocsátásának szabályozását a jogalkotó jelen tanulmány lezárásakor még nem fogadta el és amint fentebb láthattuk, a szabályozás jelenleg piaci standardokon alapul, a felügyeleti hatóságok gyakorlatát vizsgálva azt láthatjuk, hogy már most kezd kialakulni a kibocsátók tevékenységét befolyásoló hatósági felügyeleti gyakorlat.⁴⁵ E felügyeleti gyakorlat természetesen nem kizárólag a zöld kötvények kibocsátására, hanem a zöld pénzügyi és tőkepiaci szolgáltatások egésze tekintetében még kialakulóban van.

A felügyelet terén kiindulópontként az európai felügyeleti hatóságok (EBA, EIOPA és ESMA) iránymutatásait vehetjük alapul, amelyek 2023. június 1-jén tették közzé közös közleményüket a zöldre festés (*greenwashing*) fogalmának közös értelmezéséről, amely fogalom alatt azt a gyakorlatot értik, „amikor a fenntarthatósággal kapcsolatos nyilatkozatok, közlemények, intézkedések vagy kommunikáció nem tükrözik egyértelműen és tisztességesen egy szervezet, egy pénzügyi termék vagy pénzügyi szolgáltatás mögöttes fenntarthatósági profilját. Ez a gyakorlat pedig félrevezető lehet a fogyasztók, befektetők vagy más piaci szereplők számára.” Továbbá „a fenntarthatósággal kapcsolatos félrevezető állítások szándékosan vagy akaratlanul, az uniós szabályozási kereten belül vagy kívül eső jogalanyokkal és termékekkel kapcsolatban is előfordulhatnak és elterjedhetnek”.⁴⁶ Az európai felügyeleti hatóságok 2024 májusában tervezik közzétenni e témával kapcsolatos jelentésüket és ajánlásaikat. E témakörrel természetesen nem pusztán az európai felügyeleti hatóságok foglalkoznak, hanem e kérdés más országok hatóságainak homlokterében is ott áll, mint arra az Egyesült Királyság pénzügyi felügyelete, a *Financial Conduct Authority* (FCA) utal közleményében.⁴⁷

⁴⁴ EUGBS rendelet 45. cikk.

⁴⁵ A szerző köszönetet mond Orczifalvi-Kis Zsuzsannának e fejezet elkészítéséhez nyújtott szakmai segítségért.

⁴⁶ ESAs put forward common understanding of greenwashing and warn on risks. 01/06/2023. <http://tinyurl.com/5n6bzpr2>

⁴⁷ FCA proposes new rules to tackle greenwashing. 25/10/2022. <http://tinyurl.com/ym94pvxs>

Konkrétabb ügyekben egyes felügyeleti hatóságok gyakorlatában már találhatunk szankciós határozatokat, ezek azonban nem – a még nem létező – zöld pénzügyi jogszabályi előírásokon, hanem az általános értékpapíri jogi, vagy reklámjogi követelmények megsértésén alapulnak.

Ilyen például az Egyesült Államok értékpapír felügyeleti hatóságának (*Securities and Exchange Commission, SEC*) határozata, amelyben a *Bank of New York Mellon* szemben indított eljárást a Bank által kezelt egyes befektetési alapok befektetési döntéseinek meghozatalakor a ESG követelményekkel kapcsolatos téves állítások és mulasztások miatt,⁴⁸ illetve ugyancsak megemlítendő a SEC azon eljárása, amelyben a *Goldman Sachs Asset Management* befektetési bankot vádolta meg azzal, hogy nem tartotta be saját ESG befektetésekkel kapcsolatos irányelveit és eljárásait.⁴⁹

Az Egyesült Királyság reklámfelügyeleti hatósága (*UK Advertising Standards Agency, ASA*) a HSBC Bank esetében alkalmazott jelentős összegű bírság szankciót környezeti finanszírozás tekintetében félrevezető utcai reklámplakátok kihelyezése miatt.⁵⁰

E felügyeleti hatósági eljárási példákból jól látható, hogy az állami – nem csak pénzügyi – felügyeleti intézmények komolyan veszik a fenntarthatóság kérdését, és a már most a rendelkezésükre álló eszközökkel is kikényszerítik a fenntarthatóság terén tett egyéni vállalások betartását, illetve küzdenek e téren a félrevezető üzleti kommunikációval szemben.

A zöld kötvények kibocsátásával összefüggésben a szerző ugyan nem talált még olyan felügyeleti eljárást, amely kifejezetten a zöld kötvénybe befektetők félrevezetésére, vagy ezzel összefüggő megtévesztő piaci vagy reklámkommunikációra lett volna visszavezethető. Egyértelműnek tűnik azonban, hogy ha elfogadásra kerül és hatályba lép a zöld kötvényekre vonatkozó szabályozás Európában, akkor e rendelet alapján a felügyeleti hatóságoknak is könnyebb lesz fellépniük a fogalmak kreatív értelmezésével és az erre visszavezethető piaci magatartással szemben.

4. Összegzés

Összességben azt láthatjuk, hogy az első zöld kötvény kibocsátása óta eltelt másfél év-tizedben komoly piaci igény merült fel a környezeti és fenntarthatósági követelményeket figyelembe vevő értékpapírok kibocsátása iránt. Az ilyen kibocsátások volumene még valószínűleg nem meghatározó abban az értelemben, hogy e kötvénykibocsátások következtében olyan beruházások indultak volna el, melyekre nem került volna sor e

⁴⁸ Securities and Exchange Commission: Order Instituting Administrative and Cease-and-Desist Proceedings, Pursuant to Sections 203(E) and 203(K) of the Investment Advisers Act of 1940 and Section 9(f) of the Investment Company Act of 1940, Making Findings, and Imposing Remedial Sanctions and a Cease-and-Desist Order, File No. 3-20867. <https://www.sec.gov/litigation/admin/2022/ia-6032.pdf>

⁴⁹ Securities and Exchange Commission: Order Instituting Administrative and Cease-and-Desist Proceedings, Pursuant to Sections 203(E) and 203(K) of the Investment Advisers Act Of 1940, Making Findings, and Imposing Remedial Sanctions and a Cease-and-Desist Order, File No. 3-21245. <https://www.sec.gov/litigation/admin/2022/ia-6189.pdf>

⁵⁰ Complaint Ref:G21-1127656 HSBC UK Bank plc. 19. October 2022. <http://tinyurl.com/5axx6t6c>

különleges instrumentumok hiányában.⁵¹ A befektetők szempontrendszerében azonban mára egyértelműen megjelent a környezeti fenntarthatóság témaköre, és ez egyértelmű indoka lehet az évről évre növekvő volumenű kötvénykibocsátásnak. E kibocsátások ugyanakkor konkrét vállalásokat indukálnak a kibocsátói oldalon, így a pénzügyi eszközök elterjedése közvetett, de lényeges hatást gyakorol a pénzügyi finanszírozási célok meghatározásában. A szabályozás és a felügyeleti hatóságok feladata mindezzel összefüggésben kettős: egyrészt annak biztosítása, hogy minden szereplő „azonos nyelven beszéljen” és a releváns fogalmakat globális szinten is mielőbb egységesen használja mindenki, valamint hogy a piaci szereplők környezeti és fenntarthatósági kötelezettségvállalásait mindenki komolyan vegye és vehesse, és ezt megfelelő ellenőrzésekkel és szankciók alkalmazásával a felügyeleti hatóságok is biztosítani tudják, elkerülve ezzel a „zöld” címkék félrevezető alkalmazását. E téren megfontolásra érdemes lenne a közigazgatási jogi eszközök mellett a magánjog eszközrendszerének egyes elemeit is felhasználni.

⁵¹ GYURA Gábor: *Az adicionalitás vizsgálata a zöld kötvények kapcsán*. PhD értekezés. Pécs, Pécsi Tudományegyetem, 2020. 97–98.