

Fenntartható befektetések a biztosítási szektorban*

Deák Viktória – Törös-Barczel Nikolett – Holczinger Norbert –
Szebelédi Ferenc

A globális környezeti és klímamegállapodások eléréséhez a szupranacionális szervezetek és államok mellett a pénzügyi, így a biztosítási szektorra is szükség van. A biztosítók fő tevékenysége, a kockázatvállalás mellett kiemelt szerepe van befektetéseiknek is. Az utóbbi években megnövekedett azon unit linked (a befektetési egységhez kötött) termékek száma, melyek valamilyen fenntarthatósági célhoz kívánnak hozzájárulni. A befektetési alapok és a unit linked eszközalapok fenntarthatósági megközelítései és befektetői tájékoztatói azonban nem voltak egységesek, ezért a fokozódó "greenwashing" kockázat miatt a szabályozás indokolttá vált. Az új uniós jogszabály lehetőséget teremtett többek között a befektetési alapok, eszközalapok megkülönböztetésére fenntarthatósági szempontból, illetve a nagyobb átláthatóság biztosítására a befektetők részére. Bár a szabályozás szükségességéhez nem fér kétség, jelenlegi szakaszában számos kihívás elé állítja az intézményeket.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G22, G32, K29, Q56

Kulcsszavak: unit linked biztosítás, ESG, transzparencia, SFDR, klímaváltozás

1. Bevezetés

Napjainkban az élet minden területén egyre többször találkozunk a fenntarthatósággal. Nincs ez másképp a pénzügyi szektorban sem, ahol a kérdéskör több, különböző aspektusban jelenik meg. Egyrészt felmerül abban a vonatkozásban, hogy a különféle pénzügyi intézmények működésére milyen kockázatokat jelent a klímaváltozás (NGFS 2019, 2020, 2022; BIS–BDF 2020), másrészt hogy maga a pénzügyi rendszer mennyiben és milyen eszközökkel tudja befolyásolni a klímakockázatokat, hogyan tud részt venni az éghajlatváltozás és következményei mérséklésében.

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Deák Viktória a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: deakvi@mnb.hu
Törös-Barczel Nikolett a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: torosbarczen@mnb.hu
Holczinger Norbert a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: holczingern@mnb.hu
Szebelédi Ferenc a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: szebeledif@mnb.hu

A szerzők köszönetet mondanak Lencsés Katalinnak, a Magyar Biztosítók Szövetsége (MABISZ) tagozatvezetőjének és Farkas Ramónnak, a MABISZ életbiztosítási ágazatvezetőjének a tanulmány elkészítésében nyújtott segítségért, az értékes tanácsokért.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2022. szeptember 20-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.21.4.103>

A pénzügyi szektor zöldítésében kulcsszerepet játszanak a szabályozók és a központi bankok, felügyeleti hatóságok (*UN Environment Inquiry 2018; Dikau – Volz 2019; Matolcsy 2022*), amit jól példáznak az Európai Unió utóbbi években tett lépései. Miután az Európai Unió 2016-ban ratifikálta az ENSZ Párizsi Klímaegyezményét, még abban az évben életre hívott egy magas szintű szakértői csoportot (*High-level Expert Group, HLEG*), hogy előkészítse az átfogó reformokat. A csoport két irányt jelölt ki, miszerint növelni kell a pénzügyi szektor szerepét a fenntartható növekedés és a klímakockázatok kezelése érdekében, másrészt a pénzügyi stabilitást a környezeti, társadalmi és a vállalatirányítási szempontok¹ figyelembevételével kell erősíteni (*HLEG 2017*). A 2018-ban kiadott fenntartható pénzügyekkel kapcsolatos akcióterv három célt fogalmaz meg: a tőkeáramlást a fenntartható befektetések felé kell terelni, kezelni kell a klímaváltozásból eredő pénzügyi kockázatokat, növelni kell az átláthatóságot (*DG FISMA 2018, Veerle 2020*).

A fenntarthatósági kihívások üzleti lehetőséget is jelenthetnek a pénzügyi szereplők, így a biztosítói szektor számára is, hiszen befektetéseik révén képesek a tőkét a magas kibocsátású gazdasági tevékenységtől az alacsony kibocsátású, klímabarát beruházások felé allokálni, ezzel is segítve a kitűzött környezeti célok elérését. A fentiekben is említett globális klímaegyezményben meghatározott célok eléréséhez az IMF egyik friss elemzése szerint 2050-ig globálisan évi 3–6 billió dollárra lenne szükség, melyet az államháztartásokból származó források nem képesek önmagukban fedezni, így szükség van a pénzügyi szektorra a fenntartható beruházások és gazdasági tevékenységek finanszírozásához (*Prasad et al. 2022*).

A pénzügyi rendszer szereplői között a biztosítók helyzete speciálisnak tekinthető abból a szempontból is, hogy a fenntarthatósági kockázatokkal több irányból, vállalkozásként, kockázatvállalóként, kockázatkezelőként és befektetőként is szembeesülnek (*UNEPFI 2012*). Különösen igaz ez a klímakockázatok esetében, melyek tapasztalataink szerint az utóbbi időben a középpontban álltak e kockázatokon belül. A környezeti kockázatok kezelése önmagában a biztosítási szektor számára egyáltalán nem újdonság, a biztosítási kockázatok jelentős része eleve negatív környezeti hatások ellen kínál védelmet (pl. vihar, árvíz, aszály stb.). A klímaváltozásból eredő pénzügyi kockázatok kérdésével a biztosítási (illetve a még nagyobb információs bázissal rendelkező viszontbiztosítási) szektor nemzetközi szinten már a 2000-es évek végén aktívan foglalkozott, így később az első klímamodelleket főként biztosítók adatai segítségével állították fel (*Pandurics – Szalai 2017*).

A Biztosításfelügyelet Nemzetközi Szövetsége (IAIS) több kiadványában is foglalkozott a biztosítók és az ESG-kockázatok (kiemelten a klímakockázatok) kapcsolataival (*IAIS 2018, 2020*). E tanulmányok, valamint az angol (*BoE 2015*) és lehetséges hazai hatások (*Pandurics – Szalai 2017*) bemutatása alapján megállapítható, hogy

¹ environment, social, governance (ESG)

a biztosítási szektor mind a fizikai, mind az átállási (tranzíciós) kockázatoknak kitétt, ráadásul a felelősségi kockázatok is megjelennek. A fizikai kockázatok a biztosított eszközökre és vagyontárgyakra kifejtett hatásuk mellett befolyásolhatják a halandóságot és a demográfiai folyamatokat is, így mind az élet-, mind a nem életbiztosítások esetében felléphetnek. Befektetési kockázat forrásai is lehetnek, hiszen a megváltozó éghajlat vagy konkrét természeti események negatívan érintetik a biztosítói eszközök értékét. Az átállási kockázatok elsősorban befektetési kockázatot jelentenek, míg a felelősségi kockázatokra jó példa a klímakockázatok figyelmen kívül hagyó üzleti működésből fakadó potenciális veszteség.

E kockázatokat másik perspektívából vizsgálva megállapítható, hogy a biztosítók kockázatvállalása (azaz hogy mit biztosít, vagy nem biztosít az intézmény) és befektetési tevékenysége is nagymértékben kitétt a fenntarthatósági kockázatoknak. A téma terjedelmére tekintettel tanulmányunkban kizárólag a befektetési szempontokat vizsgáljuk, azon belül is elsősorban a befektetési egységekhez kötött életbiztosításokat. A befektetési tevékenység ugyanis több részre bontható, megkülönböztetjük azokat az eszközöket, melyek esetében elsősorban a biztosító, és azokat, melyeknél az ügyfelek vállalják a befektetési kockázatot. Előbbi csoportba tartozik többek között a hagyományos életbiztosítási termékek tartalékának eszközfedezete², míg utóbbi jelenti lényegében a befektetési egységhez kötött, más néven unit linked életbiztosításokat, ahol a biztosító által felkínált eszközalapok közül az ügyfél maga választhatja ki, mibe fektesse megtakarítását a biztosító. A konstrukció jellegéből fakadóan a döntési folyamat során meghatározó az elérhető befektetési opciók száma és jellemzőik, azaz hogy milyen lehetőségeket tesz elérhetővé a biztosító, továbbá a választható eszközalapokról elérhető információk mennyisége. Utóbbi nevezhető transzparenciakritériumnak is, mely Magyarországon már az etikus életbiztosítási szabályozás során is kiemelt szerepet játszott, elsősorban a költségek átláthatóságának fokozása révén (Mátyás et al. 2017). A befektetések fenntarthatósági jellemzőinek transzparenciáját a közelmúltban megjelent uniós joganyagok szolgálják.

Tanulmányunkban a fenntarthatósággal kapcsolatos tájékoztatásra irányuló európai szabályozás hatásait vizsgáljuk. Ennek érdekében először áttekintjük a magyar biztosítók befektetéseinek jellemzőit, majd bemutatjuk a hazai fenntartható eszközalapokat, külön kitérve a költségoldalon jelentkező esetleges eltérésre a „hagyományos” eszközalapokhoz képest. Az uniós szabályozás főbb pontjainak ismertetése után a gyakorlati problémákat is megvizsgáljuk, kiemelten a termékirányítási rendszert illető feladatokat.

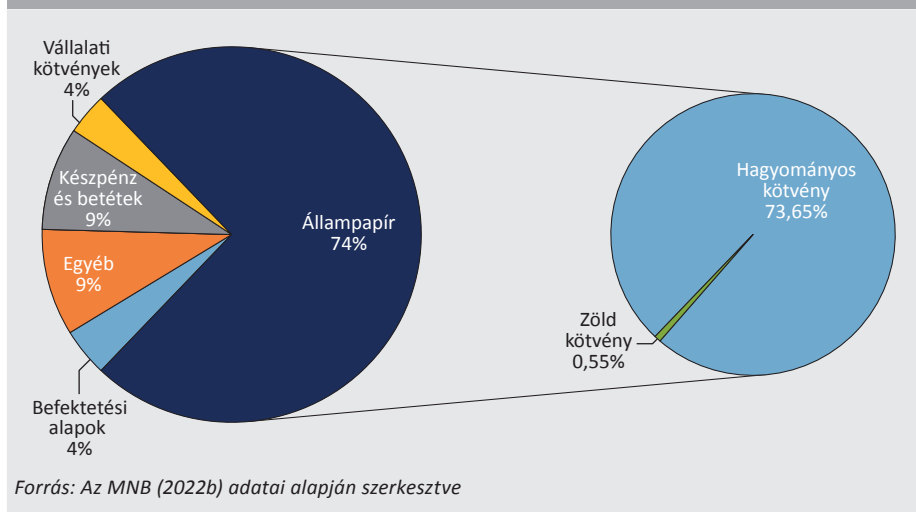
² A hagyományos megtakarítási életbiztosítási termékek esetében a többlethozam-visszajuttatás miatt a biztosító szolgáltatása a befektetési hozamtól is függ, azaz az ügyfél is fut befektetési kockázatot.

2. Áttekintés a hazai biztosítók befektetéseiről

A biztosítók a klímaváltozásra gyakorolt hatásukat jelentős részben a befektetéseiken keresztül tudják érvényesíteni. Az eszközök összetételének vizsgálata egy lehetséges módszer a biztosítási szektornak a fenntarthatóság melletti elköteleződésének megállapítására. A biztosítói eszközöket két nagy csoportra oszthatjuk aszerint, hogy az ügyfél (unit linked) vagy a biztosító (nem unit linked) az elsődleges kockázatviselő. A nem unit linked eszközök magukban foglalják a saját eszközöket, a nem-élet tartalékok fedezetét és az életbiztosítási tartalékok (kivéve unit linked) fedezetét. A unit linked eszközök pedig a unit linked tartalékok fedezetét ölelik fel, a két csoport között az eszközök mintegy fele-fele arányban oszlanak meg (MNB 2022b). Míg utóbbit a későbbi fejezetek bontják ki részletesen, addig a nem unit linked eszközökről a következő bekezdések adnak képet.

1. ábra

Nem unit linked eszközök eszköztípusonként és az állampapírok felbontása 2022. június 30.



A magyar biztosítók nem unit linked eszközeinek közel háromnegyedét az államkötvények teszik ki (1. ábra), melyek döntően magyar, kisebb részben egyéb európai uniós kitettséget jelentenek. Érdeemes megvizsgálni, hogy ezen belül mekkora a zöld államkötvények aránya. A zöld állampapírok a zöld projektek finanszírozását biztosítják, piacuk dinamikusan fejlődik az egész világon (Banga 2018). Nincs ez másképp Magyarországon sem, ahol a 2050-re kitűzött klímasemlegesség egyik forrását testesítik meg (ÁKK 2020). A magyar állampapírok magas arányával szemben a hazai zöld államkötvények mindössze 0,55 százalékot képviselnek az összes nem unit linked eszközből. Hasonló eredményre jutunk, ha csak a hosszú lejáratú

államkötvények között vizsgáljuk a magyar zöldpapírok részarányát: a 2032 és 2051 között lejáró állampapírok csupán 3,57 százaléka zöld. Az alacsony jelenlét indokai közül a legfontosabb, hogy az első hazai zöldállampapír-kibocsátás 2020 júniusában történt, ráadásul euróban denominálva, míg a forint alapú kibocsátás 2021 áprilisában zajlott le. Elemzésünk referenciaidőpontjáig (2022. június 30.) számítva tehát rövid időszak állt a biztosítók rendelkezésére ezen instrumentumok vásárlására. További ok, hogy a zöld államkötvények csupán három lejáratra érhetőek el (2032, 2035 és 2051), ami jelentősen szűkíti a befektetési lehetőségeket.

A zöld állampapírok mellett a biztosítók zöld vállalati kötvényeket is tartanak portfóliójukban, összesített részarányuk a nem unit linked eszközökön belül a 0,1 százalékot sem éri el, viszont itt érdemes azt is hozzátenni, hogy a vállalati kötvények részaránya csak 4 százalékot tesz ki. Összességében tehát a nem unit linked eszközökön belüli zöld, illetve fenntartható eszközök jelenléte minimális még azon biztosítók esetében is, ahol a unit linkedhez kötött fenntartható befektetési eszközalapok részaránya magasabb.

3. A fenntartható eszközalapok megjelenése és a hazai empirikus adatok elemzése

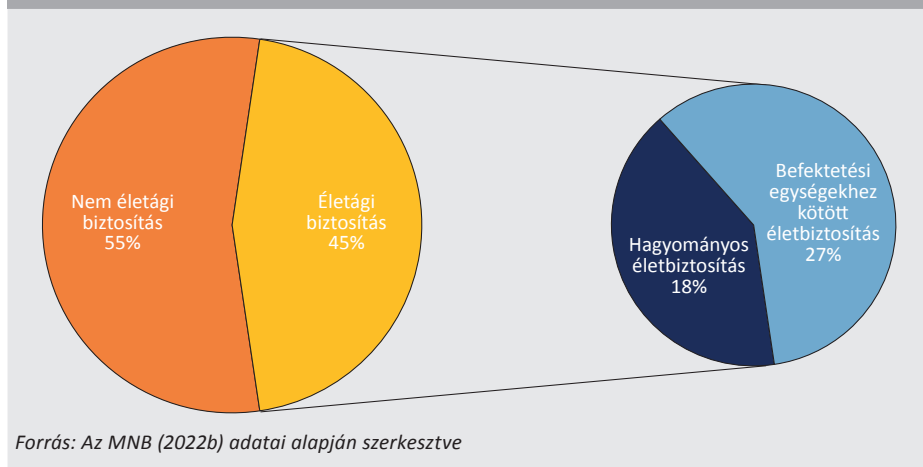
Ahogy az korábban is említésre került, a biztosítási szektornak jelentős szerepe van a fenntartható gazdaságra való átállás támogatásában. Sokat emlegetett tény, hogy az államháztartásból származó források önmagukban nem képesek kielégíteni a környezet- és klímacélok eléréséhez szükséges beruházások finanszírozási igényét, ezért a pénzügyi szektor – mint a bankok, biztosítók, alapkezelők, befektetési vállalkozások és pénztárak – bevonása elengedhetetlen a karbonszegény gazdaságra való átálláshoz (*DG Trésor 2017*). A tőke fenntartható beruházások felé történő átcsatornázásához a biztosítási szektornak is fontos szerepe van a biztosítási alapú befektetési termékeken (az ún. IBIP-eken) keresztül. Ezek közül a unit linked életbiztosításokat vizsgáljuk részletesen, amelyek egyesítik az életbiztosítások és a befektetési alapok által kínált szolgáltatásokat, így a biztosítási tartam végén esedékes lejáratú vagy a haláleseti kifizetés mértékét az ügyfél által kiválasztott befektetési alapok hozama határozza meg. A biztosítási termékhez kapcsolódó eszközalapok hozamnövelő céljaik mellett napjainkban megjelentek a fenntarthatósági szempontok is. Így a szerződő által a befizetett összeg igény szerint olyan alapba is kerülhet, mellyel közvetetten klímabarát vagy más fenntarthatósági célt szolgáló beruházások finanszírozása biztosítható.

Európai viszonylatban a fenntarthatósághoz, illetve zöld célokhoz hozzájáruló befektetési alapok már a 2010-es évek elején is megjelentek. A *Morningstar (2020)* jelentésében az európai fenntartható alapok exponenciális növekedéséről számol be, és megállapítja, hogy 2020-ban a koronavírus-járvány ellenére rekordnagyságú,

több mint egy billió euro értékű fenntartható befektetési alap állt rendelkezésre az európai tőkepiacon, amely 52 százalékos eszközállomány-növekedést jelentett az előző évhez képest. Ennek egyik oka lehet a befektetők növekvő fenntarthatósági igénye mellett az is, hogy az ESG-befektetésekre sokan menedékként tekintettek (Singh 2020). Közrejátszhatott ugyanakkor az is, hogy ezt az időszakot pénzbőség jellemezte, a járvány okozta kényszertakarékosság, illetve a megnyíló állami jövedelemtranszferek következtében. Adatelérhetőségi problémák miatt azonban nem állapítható meg pontosan, hogy az alapok értékének mekkora része köthető a befektetési egységekhez kötött életbiztosításokhoz. A felmérés ugyanakkor megjegyzi, hogy a fenntartható befektetési alapok egy igen tág univerzumot fednek le, melyek között a befektetési stratégiák széles skálája mentén a „fenntarthatóság” több árnyalata jelenik meg. Az egyes megközelítésektől függően tehát megkülönböztethetünk többek között úgynevezett ESG, SDG³, zöld, klíma, fenntartható, tematikus, illetve hatásbefektetéseket (Morningstar 2020). Ezt azért is fontos kiemelni, mert a különféle módszertanok igen eltérő hatást feltételezhetnek a fenntarthatósági célok hozzájárulásában.

Hazánkban azonban már pontosabb képpel rendelkezünk a Magyarországon forgalmazott unit linked életbiztosításokban kezelt vagyon nagyságáról és helyzetéről a hazai biztosítási szektorban.

2. ábra
A biztosítóintézetek (kivéve kisbiztosító-egyesületek) díjbevételének aránya termék-csoportok szerint (2021)



A unit linked biztosítások az életági termékek részesedésének több mint felét teszik ki, azaz jelentős szeletet képviselnek a biztosítási termékek palettáján. 2021-ben a biztosítóintézetek befektetési egységekhez kötött életbiztosításaiból származó

³ Sustainable Development Goals = Az ENSZ Fenntartható fejlődési céljait jelöli.

díjbevétele meghaladta a 356 milliárd forintot, amely 27 százaléka (2. ábra) a biztosítók teljes (élet és nem életági) díjbevételeinek. A fejlett nemzetközi piacokon tapasztaltakhoz hasonlóan hazánkban – bár jóval később, 2018 környékén – szintén megjelentek az olyan unit linked biztosítások, amelyek választható, mögöttes befektetési lehetőségei közül néhány esetben környezeti, illetve társadalmi célkitűzések is megfogalmazódtak. Ezek értéke 2020 végére meghaladta a 22 milliárd forintot, mely igen csekély, mindösszesen 1,7 százalékot tett ki a hazai befektetési egységekhez kötött eszközalapok⁴ teljes vagyonából. Ráadásul a fenntartható jellegű eszközalapokban kezelt vagyonból csupán 1,3 milliárd forintnyi tőkeállomány került a hazai befektetési alapokba (MNB 2021).

A hazai fenntartható eszközalapok azonosításához hivatalos besorolás és definíciós szett hiányában 2021-et megelőzően az alapok neveiben csupán kulcsszavas keresésre kerülhetett sor. Rögtön felmerül a kérdés, hogy megfelelő és egységes szabályozás hiányában az önminősítésen alapuló ESG, illetve fenntartható befektetési termékek mennyiben teljesítik a neveikben, illetve befektetési célkitűzéseikben előléptetett fenntarthatósági célkitűzéseket, és mennyiben járulnak ténylegesen hozzá akár a környezeti célok előmozdításához? Mivel ezek a pénzügyi eszközöket külső, független fél sokáig nem tanúsította, joggal merült fel a „greenwashing” kockázata a tőkepiacokon is. A „zöldre festés”-ként is ismert fogalom lényegében azt fejezi ki, amikor egy vállalat környezetbarát imázst alakít ki érdemi tevékenység nélkül⁵ (Cambridge Dictionary 2022).

A szabályozás szükségességét felismerve 2021 márciusában lépett hatályba az Európai Unió a befektetési szolgáltatókat érintő, fenntarthatósággal kapcsolatos közzétételéről szóló rendelete (SFDR)⁶, amely amellet, hogy segíti a befektetőket és a fogyasztókat a befektetések fenntarthatósági jellemzőinek minél nagyobb átláthatóságában, lehetővé teszi a pénzügyi termékek „kategorizálását”⁷ is a fenntartható célkitűzések mélysége szerint. Ennek keretében tehát megkülönböztethetjük a befektetési alapok, vagy jelen esetben eszközalapok három fajtáját: a) csak az SFDR 6. cikknek megfelelő termékek, amelyek nem rendelkeznek fenntarthatósági célkitűzéssel, ezért hagyományos befektetéseknek mondhatók; b) az SFDR 8. cikknek megfelelő termékek, melyek célja a környezeti, társadalmi szempontok előmozdítása a helyes vállalatirányítási gyakorlatok követése mellett (ESG); c) az SFDR 9. cikknek megfelelő termékek, melyek a fenntartható befektetések megvalósítását tűzték ki

⁴ Magyarországon a unit linked biztosítások mögötti befektetések lényegében az eszközalapokat jelentik, amelyek összetételét tekintve jellemzően a kapcsolódó intézmények hazai és külföldi befektetési alapjai találhatóak meg mögöttük, egyéni direkt befektetéseket – a nemzetközi gyakorlattal szemben – nem eszközölnék (MNB 2021).

⁵ Cambridge Dictionary (2022): Meaning of greenwashing in English. <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/greenwashing>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 15.

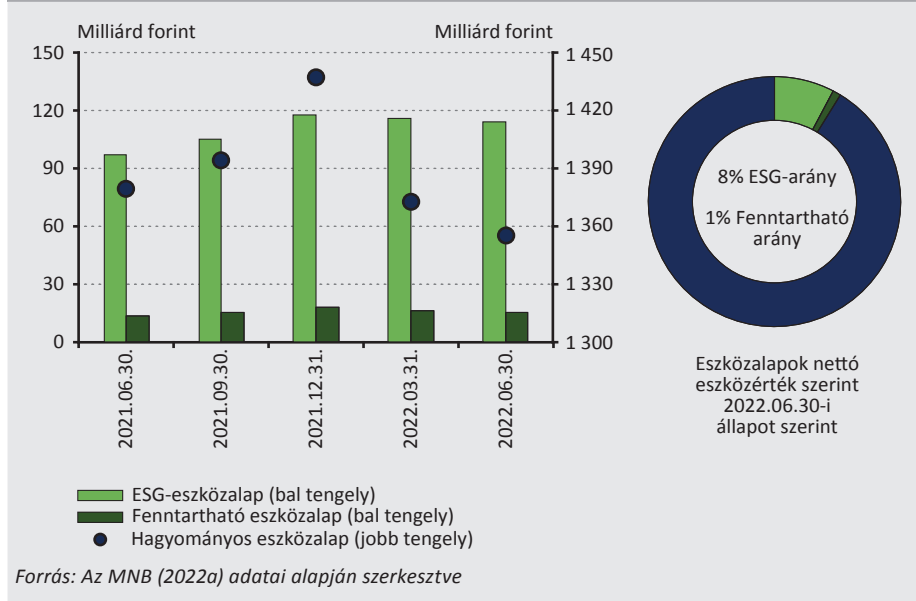
⁶ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/2088 rendelete (2019. november 27.) a pénzügyi szolgáltatási ágazatban a fenntarthatósággal kapcsolatos közzétételekről

⁷ Bár az SFDR elsősorban egy közzétételi rendelet, segít megérteni az egyes termékek közötti főbb különbségeket.

célul. Az egységes besorolás ezzel pontosabb képet teremtett az EU-s és a hazai befektetések fenntarthatóságáról, illetve támpontot jelenthet ezzel az ügyfeleknek abban, hogy a fenntarthatósági preferenciájuknak megfelelő eszközalapot válasszák ki az adott repertoárból.

A rendelet hatályba lépését követően az SFDR 8. cikk, illetve 9. cikk szerinti eszközalapokban kezelt vagyon állománya nőtt a korábban becsült 22 milliárd forinthez képest, melyek többek között új fenntartható témájú eszközalapok indítását és a korábban magát ESG, zöld, illetve fenntartható és egyéb hasonló jelzővel ellátott eszközalapok jelentik (3. ábra). De akadhatnak közöttük olyanok is, amelyek korábban nem rendelkeztek fenntarthatósági céllal, később a befektetési stratégia újragondolásával irányt váltottak, és a rendeletnek megfelelően átsorolták magukat az SFDR-kategóriák egyiké közé. Az MNB adatai alapján 2022 első félév végére a unit linked életbiztosítások mögött összességében már 56 környezeti-társadalmi szempontokat figyelembe vevő, illetve 7 fenntartható célkitűzéshez hozzájáruló eszközalap állt rendelkezésre az ügyfelek számára. Ezek együttes nettó eszközértéke meghaladta a 130 milliárd forintot, amely a hazai eszközalap-állomány vagyonának 9 százaléka.

3. ábra
A hazai ESG és fenntartható eszközalapok kezelt vagyon szerint



Közel másfél év alatt tehát több mint ötszörösére nőtt a hazánkban azonosított ESG vagy fenntartható jelleggel bíró unit linked eszközalapok vagyona. Ennek okai lehetnek egyrészt a korábbi becslési korlátok és ezzel együtt az SFDR rendelet hatálybalépése, mellyel láthatóvá váltak a már létező, fenntarthatósági politikát követő

befektetési termékek, másrészt a megnövekedett befektetői kereslet, a társadalmi igény, valamint a fenntarthatósági kockázatok felismerése és ennek révén az arra irányuló kezelési módszerek integrálása is a befektetési döntéshozatalba.

Az SFDR szerinti 8. illetve 9. cikknek megfelelő eszközalapok népszerűsége több faktortól is függ: egyrészt az ügyfél kockázati preferenciájának találokznia kell az alaphoz tartozó kockázat mértékével, másrészt a hozamelvárásnak is eleget kell tennie. Bár jelenleg még nehéz messzemenő következtetéseket levonni a fenntartható befektetések teljesítményéről, mert azokat többnyire a piacok befolyásolják, ugyanakkor a biztosítónak is lehet ráhatása a költségelvonások által, vagyis a költségmutató lehetőséget biztosít arra, hogy financiálisan összevessük az ESG-alapokat a hagyományos eszközalapokkal.

A biztosítási tevékenységről szóló *2014. évi LXXXVIII. törvény*⁸ és a teljes költségmutató számításáról és közzétételéről szóló *55/2015. (XII.22.) MNB-rendelet*⁹ alapján a biztosítók számára kötelező az egyes megtakarítási életbiztosításokhoz kapcsolódó teljes költségmutató (TKM) megjelenítése. Ez segítséget jelent a fogyasztóknak, akik számára átláthatóvá válnak a különböző biztosítók által kínált biztosítások költségei. A TKM megmutatja, hogy a biztosító előre meghatározott paraméterek mellett megközelítőleg mekkora hozamot von el az ügyféltől a költségmentes állapothoz képest. Elsődleges célja az ügyfelek informálása és a biztosítások összehasonlíthatóságának biztosítása. A TKM tartalmazza az összes, a termék kapcsán felmerült költséget, így pl. a unit linked biztosításoknál a vagyonkezelési költséget is. Tehát azonos unit linked biztosítási termék esetén, de eltérő eszközalapok kiválasztásával a teljes költségmutató eltérő értéket adhat a különböző vagyonkezelési díjak miatt.

1. táblázat

Az átlagos teljes költségmutató SFDR 8., illetve 9. cikknek megfelelő eszközalapoknál és ugyanazon termékeken belül az átlagos teljes költségmutató 20 éves időtartamra

	Átlagos teljes költségmutató az SFDR 8/9 szerinti eszközalapoknál (%)	Átlagos teljes költségmutató egyes termékenként (%)
Biztosító A	3,32	3,10
Biztosító B	3,50	3,41
Biztosító C	3,17	3,21
Biztosító D	3,37	3,20
Biztosító E	2,09	1,76
Biztosító F	3,17	3,17
Biztosító G	3,25	2,84

Forrás: Az MNB adatai alapján szerkesztve

⁸ 2014. évi LXXXVIII. törvény a biztosítási tevékenységről [Bit.]

⁹ 55/2015. (XII. 22.) MNB rendelet a teljes költségmutató számításáról és közzétételéről

A magyar biztosítói piacon megfigyelhetők az eszközalapokhoz tartozó, eltérő vagyonekezelési költségek (1. táblázat), amelyek a teljes költségmutatóba beépülve csökkentik az eszközalapok hozamait, azaz az ügyfelektől vonnak el hozamot. A legtöbb magyar biztosító átlagosan magasabb vagyonekezelési költséget számol fel az SFDR 8., illetve 9. cikknek megfelelő eszközalapoknál, amit az 1. táblázat is szemléltet. Az egyes biztosítók között viszont elég nagy eltérések adódnak, van, ahol az ESG-eszközalapok TKM-je átlagosan 5–6 százalékkal magasabb ugyanazon termék átlagos költségmutatójához képest, ami 15–25 bázispontos különbséget is jelenthet. Ugyanakkor akad olyan is, ahol akár 14–19 százalékkal is magasabb a költségmutató, ez már 30–40 bázispontos különbséget is eredményezhet. Az európai uniós trendek a unit linked biztosítások esetében ettől eltérőek, általánosan elfogadott, hogy a RIY-mutató¹⁰ (ami a teljes költségmutatóhoz hasonló funkciót lát el) megegyezik az ESG-vel rendelkező eszközalapok költségmutatójával (EIOPA 2022).

Természetesen ez nem jelenti azt, hogy minden eszközalapra érvényesül a fenti megállapítás, az átlagolás elfedi azokat az eszközalapokat, amelyeket választva az ügyfél a többi eszközalaphoz képest alacsonyabb teljes költségmutatóra tesz szert.

Összességében az esetek többségében az ESG-eszközalapok teljes költségmutatója, azaz a vagyonekezelési költsége magasabb, mely a következő indokokra vezethető vissza: Egy ESG-eszközalap összeállításához alapvetően több kutatómunka szükséges, hiszen a „szokásos” paraméterek mellett tipikusan megjelennek úgynevezett fenntarthatósági stratégiák is, amit figyelembe kell venni az eszközök kiválasztásakor. Mindemellett egy új eszközalapnak időre van szüksége ahhoz, hogy népszerűvé váljon, ezáltal megnövekedjen a nettó eszközértéke, így, főleg az elején ez egy költségesebb projekt, és több odafigyelést igényel. Érdemes viszont megjegyezni azt is, hogy ez elsősorban az SFDR 9. cikk szerinti eszközalapokat érinti, az enyhébb feltételeket előíró SFDR 8. cikk esetében kisebb erőfeszítést igényel, hogy egy létező alapot alakítsanak át fenntarthatóbbá, ezzel áthidalva a kezdeti nehézségeket. Továbbá a biztosító a termék iránt megemelkedett érdeklődést is beárazhatja, azaz pusztán a nagyobb kereslet is hozzájárulhat a magasabb költségmutatóhoz.

De nemcsak az alapkezelői oldalról merülhetnek fel extra kiadások, hanem az értékesítés költségvetése is megemelkedhet. Az eszközalap ajánlójának, az értékesítést végző személynek felkészültnek kell lennie, hiszen sok ügyfél még nem hallott például az ESG-ről, nem ismeri az előnyeit, hátrányait, emiatt akár plusz reklámköltség is felmerülhet, hogy népszerűsítsék azokat.

Az említett elemek viszonylag könnyen számszerűsíthetők, akadhatnak viszont olyan tényezők is, melyek mögött nincs tényleges tevékenység, mint például az ügyfél elköteleződése. Az elhivatottabb vásárlók hajlandók lehetnek többet is fizetni egy

¹⁰ Reduction in Yield

termékért csak azért, mert a preferenciájuknak jobban megfelel. Továbbá a klíma-változás ma már egy igen jelentős, sokakat foglalkoztató téma, így akár az iránta megnövekedett érdeklődés is okozhat egyfajta áremelkedést.

Mindenesetre az tisztán látható, hogy ahogyan az alapkezelők kínálata is egyre inkább kibővül az SFDR-nek is megfelelő ESG-jellegű és fenntartható alapokkal, úgy a biztosítási szektorban is érzékelhető, hogy egyre nagyobb teret nyernek a unit linked biztosítás keretein belül választható, fenntarthatóbb eszközalapok.

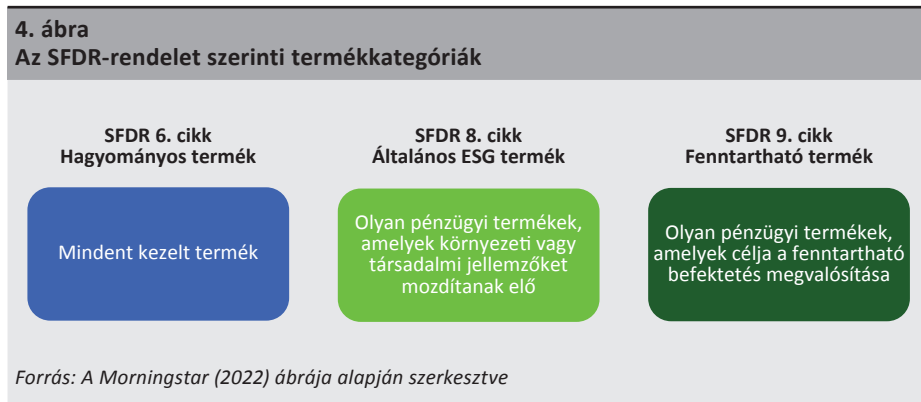
4. Az SFDR hatálybalépésének jelentősége és implementálása az életbiztosításhoz köthető befektetési egységek működésébe

Ahogyan az előzőekben már említésre került, az utóbbi évtizedben számos olyan pénzügyi megoldás született, amely különböző szintű, fenntartható vagy környezeti célokat képviselt. A befektetési szolgáltatási ágazatban az ilyen típusú pénzügyi eszközök fenntarthatósággal kapcsolatos megközelítései, de különösen a befektetőknek címkézett közzétételei azonban nem voltak standardizáltak, mivel erre a területre korábban nem vonatkoztak harmonizált követelmények. Az eltérő közzétételi standardok viszont megnehezítik a különböző pénzügyi instrumentumok összehasonlíthatóságát, egyenlőtlen versenyt feltételezhetnek, és összezavarhatják a befektetők döntéseit. Mindezek mellett az egyre fokozódó éghajlatváltozás és más környezeti, illetve társadalmi problémák kedvezőtlen hatása újabb típusú kockázati elemet jelent nemcsak a gazdaság, hanem a pénzügyi szektor számára is. Ezt nevezük a korábbiakban is már említett fenntarthatósági kockázatnak, amelynek figyelmen kívül hagyása potenciálisan negatív hatással lehet a pénzügyi rendszer szereplőire. A kialakult tájékoztatási gyakorlatok jelentős eltérése és a fenntarthatósági kockázatok befektetési döntéshozatali eljárásba történő illesztése érdekében 2021 márciusában hatályba léptek a már említett SFDR-rendelet első szintű szabályai¹¹. A rendelet érinti a befektetési alapokat, a biztosítói eszközalapokat és a nyugdíjpénztárakat is többek között. Az SFDR rendelet főbb célkitűzései, hogy

- a pénzügyi piaci szereplők és a pénzügyi tanácsadók integrálják a fenntarthatósági kockázatokat a befektetési döntéshozatali politikákba,
- a pénzügyi termék által a fenntarthatóság szempontjából káros hatások kerüljenek figyelembevételre,
- növelje a pénzügyi termékek fenntarthatósági jellemzőivel kapcsolatban az átláthatóságot, megfékezve a greenwashing tevékenységek kockázatát és elősegítve a felelős és fenntartható befektetések fejlődését.

¹¹ A rendelet két szinten értelmezhető, az első szinten alapvető elvárások rögzültek, amelyhez a második szintű szabályok nyújtják a technikai, formai kritériumokat (A Bizottság (EU) 2022/1288 felhatalmazáson alapuló rendelete – SFDR RTS). Az SFDR RTS 2023. január 1-től válik alkalmazandóvá.

A rendelet tehát segít a szélesebb körű tájékoztatás biztosításában a befektetési döntések meghozatalához, valamint lehetővé teszi a különbségtételt (4. ábra) azon befektetések között, amelyek környezeti vagy társadalmi jellemzőket mozdítanak elő (SFDR 8. cikk szerinti termék) és amelyeknek célkitűzése a környezetre és a társadalomra gyakorolt pozitív hatás (SFDR 9. cikk szerinti termék).



Minél nagyobbak egy befektetési termék fenntarthatósági ambíciói, annál részletesebb és pontosabb nyilatkozatok közzétételét írja elő a rendelet a pénzügyi eszközökre mint a befektetési alapokra, illetve eszközalapokra. Általánosságban elmondható, hogy minden, a rendelet hatálya alá tartozó befektetési terméknek integrálnia kell a fenntarthatósági kockázatokat a befektetési döntéshozatalba, amely tehát olyan minimum, amit a fenntarthatósági ambícióktól függetlenül teljesíteni kell. Az ESG-jellegű és fenntartható pénzügyi termékek, jelen esetben eszközalapok tekintetében azonban további információk megadását várja el a rendelet, ami lényegében biztosítja, hogy ezek a befektetések valóban teljesítik a neveikben és meghatározott céljaikban előléptetett környezeti és társadalmi célok támogatását. A gyakorlatban a fenntarthatósági jellemzők előmozdítására, valamint a fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatások kezelésére is számos módszer alakult ki, melyek a továbbiakban kerülnek kifejtésre.

4.1. Fenntarthatósági kockázatok integrálása a befektetési döntéshozatalba

A fenntarthatósági kockázatok fogalmát az (EU) 2019/2088 rendelete határozza meg, amely szerint „olyan környezeti, társadalmi vagy irányítási esemény vagy körülmény, melynek bekövetkezése, illetve fennállása tényleges vagy potenciális, lényeges negatív hatást gyakorolhat a befektetés értékére”. A fenntarthatósági kockázatok korábban nem képezték a kockázatkezelés részét, de az utóbbi idők több kutatása is arról győzte meg a pénzügyi szektor szereplőit, hogy az ilyen kockázatok, melyek adódhatnak például az alacsony szén-dioxid-kibocsátású gazdaság irányába történő alkalmazkodási eljárásokból, valóban fontosak lehetnek a befektetés

teljesítményének vonatkozásában is (BoE 2018). Ez a folyamat adódhat emellett az Európai Unió szigorodó klímapolitikájából (szén-dioxid-adó bevezetése), vagy társadalmi elvárásból (befektetői kereslet a környezetbarát vállalatok iránt). A fenntarthatósági kockázatok tehát veszélyeztetik a tőkepiac stabilitását, így azok kockázatkezelési rendszerbe való implementálása nélkülözhetetlen a pénzügyi szereplők számára, így mindenképpen érinti a biztosítási szektort is (Gatzert et al. 2020).

Ahhoz, hogy a biztosításhoz kötött befektetési egységek megfeleljenek a rendelet fenntarthatósági kockázatok integrálásáról szóló elvárásainak, kötelesek meghatározni, hogy milyen metódus alapján veszik figyelembe azokat a befektetési döntések meghozatala során. Másrészt a befektetési szolgáltatóknak információt kell nyújtaniuk annak kapcsán, hogy ezen kockázatok milyen hatást gyakorolnak a befektetés hozamára. A rendelet szerint, amennyiben a fenntarthatósági kockázatot a pénzügyi szereplők nem tekintik relevánsnak, úgy annak indokaira egyértelmű magyarázatot kell adniuk. A hazai gyakorlatban azonban még nem volt példa olyan esetre, amikor a fenntarthatósági kockázatok ne lettek volna relevánsak a befektetések vonatkozásában, azok integrációjának viszont többféle módja alakult ki a rendelet hatálybalépése óta.

Termékkategóriától függetlenül gyakran találkozni olyan kockázatkezelési módszerrel, amely a befektetéseiből kizárja a súlyosan környezetszennyező vagy emberi jogokat sértő vállalatokat a befektetési univerzumból. Az Alapkezelő tehát felállít egy úgynevezett kizárási szabályzatot, amelyet figyelembe vesz a befektetések kiválasztásakor. A kizárás vagy tiltás alapulhat a társadalmi elvárásokon, de nyugodhat tudományosan meghatározott kritériumokon is. Akadhatnak olyan esetek is, amikor az Alapkezelő ESG-szempontra pontozza a befektetési körbe bevont értékpapírok kibocsátóit, hogy például azok milyen hatással vannak a tényezőkre. Ezt követően sorrendet felállítva mérlegeli az adott vállalat kockázatosságát fenntarthatósági szempontból. Önmagában azonban ez a fajta módszer még nem jár bizonyos befektetések kizárásával, csupán a kockázatos befektetések számbavétele, azonosítása történik meg. Bár az SFDR a fenntarthatósági kockázatok figyelembevételét határozta meg, nem minden esetben párosul intézkedéssel. Ezért fontos kiemelni, hogy a fenntarthatósági kockázatok negatív hatásának elkerüléséhez, így a pénzügyi termékek stabil működéséhez kockázatcsökkentő módszerek alkalmazására van szükség.

4.2. A fenntarthatósággal kapcsolatos információk közzététele

Ahogy azt már korábban kifejtettük, minél nagyobb egy befektetési egység fenntarthatóságra törekvése, annál részletesebb információkat kell a befektetők elé tárni az átláthatóság és megfelelő befektetési döntés meghozatala érdekében. Az SFDR külön fogalmaz meg elvárást azon befektetések vonatkozásában, amelyek célja

a környezeti és társadalmi jellemzők előmozdítása, és amelyeknek kifejezett célja valamely fenntarthatósági célkitűzéshez való tényleges hozzájárulás.

Azon unit linked eszközalapok esetében, amelyek környezeti és/vagy társadalmi jellemzőket kívánnak előmozdítani és a befektetési célból kiválasztott vállalkozások helyes vállalatirányítási gyakorlatot követnek, az SFDR 8. cikkében elvárt információkat kell megosztani a befektetők számára. Ennek módját és részleteit 2023. január 1-től az SFDR RTS határozza meg. A rendelet elvárja, hogy kerüljön bemutatásra az említett szempontok megvalósulásának módja. A gyakorlatban tehát a pénzügyi szolgáltatóknak termékszinten meg kell határozniuk egy átlátható fenntarthatósági stratégiát, amelyen keresztül biztosíthatók a kitűzött célok. Az *MNB (2022a)* jelentésben bemutatja az addig tapasztaltak alapján a hazai intézmények körében elterjedt leggyakoribb fenntarthatósági stratégiákat. Ennek alapján beszélhetünk többek között úgynevezett negatív és pozitív szűrésről, ESG-integrációról, illetve ESG-indexkövetésről is¹² melyeket a 2. táblázat mutat be részletesebben.

Azon eszközalapok, amelyek célja a fenntartható befektetések megvalósítása, az SFDR 9. cikkében elvárt információkat kell megosztaniuk a befektetők számára, melyet 2023 elejétől szintén az RTS határoz meg. A rendelet ebben az esetben is elvárja, hogy kerüljön bemutatásra az említett célkitűzés megvalósulásának módja, de ezen túlmenően további, specifikusabb és konkrétabb információk közzétételét is elvárja, így például, amennyiben az alap célja a szén-dioxid-kibocsátás csökkentése, úgy meg kell adni annak módján felül az elérni kívánt csökkentési célkitűzést, összhangban a Párizsi Megállapodás globális felmelegedéssel kapcsolatos, hosszú távú célkitűzéseinek elérésével. A fenntartható befektetéseket megvalósító eszközalapok tekintetében szintén elvárt a fenntarthatósági stratégia megléte, mely alapulhat a korábban említett megközelítéseken, de sokkal nagyobb szigorúságot feltételez, mivel az ilyen pénzügyi megoldások kizárólag fenntartható befektetéseket valósíthatnak meg. A fenntartható befektetés az (EU) 2019/2088 rendelete szerint lehet „*valamely környezeti célkitűzéshez hozzájáruló gazdasági tevékenységbe történő befektetés*” (pl.: megújuló energia, vízgazdálkodás, hulladékgazdálkodás, üvegházhatásúgáz-kibocsátásra, vagy a biológiai sokféleségre vonatkozó tevékenységek), vagy „*valamely társadalmi célkitűzéshez hozzájáruló gazdasági tevékenységbe történő befektetés*” (pl.: egyenlőtlenség elleni küzdelemhez hozzájáruló befektetések, a munkaügyi kapcsolatokat erősítő befektetések, illetve a humán tőkébe, a gazdaságilag vagy szociálisan hátrányos helyzetű közösségekbe történő befektetések”) is. Mindemelllett a fenntartható befektetéseknek teljesíteniük kell további kritériumokat, azaz a befektetések nem járhatnak a rendeletben felsorolt célkitűzések egyikére tekintve sem jelentős káros hatással, illetve a befektetést befogadó vállalatoknak helyes vállalatirányítási gyakorlatokat kell követniük.

¹² A lista nem teljeskörű.

2. táblázat				
A leggyakrabban alkalmazott fenntarthatósági stratégiák az SFDR-nek megfelelő termékkategóriák szerint				
Fenntarthatósági stratégiák	Rövid leírás	6. cikk	8. cikk	9. cikk
<i>Negatív szűrés/ Kizárási politika</i>	A környezetre és a társadalomra káros kibocsátók vagy teljes iparágak elkerülését célozza, elsősorban normaalapon.	X	X	X
<i>ESG-integráció</i>	ESG-szemponatok beépítése az elemzések, döntéshozatali eljárások közé. Méri a befektetési univerzumban található kibocsátók ESG-teljesítményét pontozásos módszerrel.	X	X	X
<i>Pozitív szűrés</i>	Társadalmilag felelős és környezetileg fenntartható vállalatokat pozitívan diszkriminálja a befektetések kiválasztásakor.		X	X
<i>ESG-szűrés (Pozitív/negatív)</i>	ESG-pontszámok alapján rangsorolja a vállalatokat, majd a legrosszabb ESG-pontszámmal rendelkező vállalatok eszközei kizárással kerülnek / a legjobban teljesítő vállalatok kerülhetnek előtérbe, akár Best-in-Class, azaz iparági alapon.		X	X
<i>Zöld/ESG -indexkövetés</i>	Lényege az index kosarának részbeni vagy teljes lekövetése.		X	X
<i>Tematikus befektetés</i>	Olyan vállalatokba történő befektetés, amelyek tevékenysége a fenntartható fejlődés egy területére terjed ki. (pl.: fenntartható vízgazdálkodáshoz köthető különböző tevékenységet ellátó szervezetek).			X
<i>Hatásbefektetés</i>	Olyan vállalatokba történő befektetés, amelyek tevékenységük révén pozitív hatást gyakorolnak a környezetre, társadalomra (Pl.: megújuló energia, elektromobilitás, fenntartható agrárium).			X
<i>Megjegyzés: A pontozáskor a pénzügyi szereplő azt értékeli, hogy az adott vállalat milyen mértékben érvényesíti vagy milyen hatással van egyes környezeti, társadalmi és vállalatiirányítási tényezőkre a működése során (MNB 2022a).</i>				
<i>Forrás: MNB (2022a) alapján szerkesztve</i>				

A magyarországi alapkezelők általában az említett stratégiák közül egyszerre többet is alkalmaznak, ami jó gyakorlatnak tekinthető a kitűzött célok elérésének és a befektetők fenntarthatósági preferenciáinak biztosításához. Minél több stratégiát alkalmaznak a pénzügyi szereplők, annál biztosabb, hogy a befektetés előmozdítja a környezeti vagy társadalmi jellemzőket, és elkerüli a greenwashing tevékenységet (MNB 2022a).

Hazánkban a befektetési alapok vonatkozásában csupán egy termék született, amely rendelet szerinti fenntartható, azaz 9. cikk szerinti kategóriába esik, azonban a unit linked eszközalapok esetében már találkozni több olyan alappal, amely fenntartható pénzügyi termékként kategorizálható, hiszen a mögöttes külföldi befektetési alapok, amelyekbe fektetnek, teljesítik az elvárásokat.

A két kategória között a legfontosabb különbség tehát, hogy az ESG-alapok a kibocsátó vállalatok felelős működését ösztönzik (pl.: gyártósor energiahatékonyságának javítása, munkavállalói bánásmód) azáltal, hogy összemérik a szervezetek környezetre és társadalomra gyakorolt hatását. Így végső soron közvetetten segítik a környezeti és társadalmi célok elérését, a fenntartható alapok pedig fenntartható befektetések révén (pl.: naperómű-beruházás, körforgásos gazdálkodás) közvetlenebb módon járulnak hozzá például a klímaváltozás mérsékléséhez. Persze a rendelet lehetővé teszi, hogy az SFDR 8. cikknek megfelelő termékek fenntartható befektetéseket is megvalósítsanak, tovább szélesítve a pénzügyi termékek differenciáltságát egy „fenntarthatósági skálán”. Ennek lehetőségét az SFDR-t kiegészítő, környezetileg fenntartható gazdasági tevékenységeket meghatározó EU Taxonómia rendelet¹³ adja meg. Az ezekre vonatkozó pontos információknak, arányoknak a befektetők tájékoztatásakor egyértelműen ki kell derülnie.

4.3. A fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatások figyelembevétele

Az SFDR egy másik fontos rendelkezése szerint a befektetési céltól függetlenül arra is ösztönzi a befektetési szolgáltatási ágazatot, hogy ne csak a fenntarthatósági kockázatokra legyenek figyelemmel a befektetéseik hozamának vonatkozásában, hanem arra is, hogy egy alap működése közvetetten mennyire lehet káros hatással bizonyos környezeti és társadalmi tényezőkre (pl. biodiverzitás). Bár a rendelet egy bizonyos foglalkoztatotti létszám alatt már nem kötelezi a fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatások szem előtt tartását, ettől függetlenül a káros hatások számbavétele esetén szintén meg kell határozni a befektetők részére ezen negatív hatások figyelembevételének módját. Hasonlóan a fenntarthatósági kockázatok kezeléséhez, a káros hatások tekintetbevételekor a kizárási szabályzat felállítása jó gyakorlat lehet, hiszen egy környezetre káros kibocsátó kizárása a befektetési körből enyhítheti a környezetszennyezést. A két fogalom, bár nem összekeverendő, mégis összefügg, hiszen amennyiben egy vállalat tevékenysége jelentős káros hatással bír, akkor az adott szervezet tevékenysége nagyobb mértékben van kitéve például a szigorodó környezetpolitikai szabályozásnak, pénzbírságoknak, valamint a fogyasztók elfordulásának, vagyis számottevő fenntarthatósági kockázatnak. A fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatás számos indikátoron keresztül mérhető, amelyet a közeljövőben a pénzügyi szereplőknek szintén alkalmazni kell, illetve nyilvánosságra kell hozni, és amely még jobban megvilágítja majd a befektetések fenntarthatóságát.

¹³ 2020/852 EU rendelet a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról, valamint az (EU) 2019/2088 rendelet módosításáról

5. Az SFDR kapcsolata a termékfelügyeleti és irányítási követelményekkel

Az SFDR rendelet kihirdetése mellett egyéb lényeges változások is történtek az uniós szabályozásban, a biztosítási szektor jellemzőire és a bevezetőben említett akcióterv hármas célkitűzésére vonatkozóan. Egyrészt megtörtént a biztosítók prudenciális és tőkeszabályozását tartalmazó Szolvencia II irányelvhez kapcsolódó felhatalmazáson alapuló rendelet felülvizsgálata¹⁴, mely meghatározza a fenntarthatósági kockázat, tényezők, preferenciák fogalmát, illetve a befektetésekkel kapcsolatban előírja, hogy azonosítani és kezelni kell a fenntarthatóságból eredő kockázatokat is. Ez alapján tehát a biztosítóknak vizsgálniuk kell, hogy a klímakockázatok miként érintik a befektetéseiket. Másrészt módosult a biztosítási termékek értékesítésére vonatkozó irányelv (Insurance Distribution Directive, IDD), illetve a hozzá kapcsolódó rendelet¹⁵. E két jogszabály az ügyfelek oldaláról közelíti meg lényegében ugyanazt a két szempontot: miként hat a fenntarthatósági kockázat az egyének befektetéseire, illetve hogyan érvényesülhetnek a fenntarthatósággal kapcsolatos preferenciái. Ezek a kérdések a megtakarítási életbiztosítások esetében igazán relevánsak. Az értékesítéssel kapcsolatos szabályozás a közzétételi szabályozásban található meghatározásokra alapszik. Az értékesítés során kulcselem az igényfelmérés és az alkalmassági teszt. Az EU Bizottság 2018-ban piaci konzultációt folytatott, amiben azt mérte fel, hogy a fenntarthatóság kérdése hogyan jelenik meg az alkalmassági teszteken. A tapasztalatok egyértelműen azt mutatták, hogy az ügyfelek befektetési céljai általában még mindig a pénzügyi célokhoz kapcsolódnak, míg az olyan nem pénzügyi szempontok (illetve amelyeknek csak közvetve, illetve hosszabb távon van pénzügyi hatása), mint például a fenntarthatóság, nem jelennek meg. Az ügyfelek szűk csoportja említette proaktívan preferenciaként a fenntarthatóságot (*Veerle 2020*). E tény ellentmondásosnak tűnhet a zöld pénzügyi instrumentumok, így a zöld kötvények felfutásával, utóbbiak piacán azonban az intézményi befektetők dominálnak, akik a lakossági befektetőktől eltérő szempontrendszer alapján hozzák befektetési döntéseiket.

A fenntarthatóságra vonatkozó információk közzétételével foglalkozó SFDR, illetve a besorolási szempontokat rögzítő Taxonómia rendelet együttesen lehetővé teszik, hogy az egyes befektetések ESG-szempontoknak való megfelelése mérhető és értékelhető legyen a befektetők, így a biztosítást vásárlók számára.

Az új szabályozás ezekre alapítva előírja, hogy az igényfelmérés, illetve az alkalmassági teszt során azonosítani kell az ügyfelek fenntarthatósággal kapcsolatos preferenciáit, és ezt is figyelembe kell venni a részére kínált termékek értékesítési folyamata során. A hasonlóan szabályozott tőkepiaci befektetések esetén bontakozott ki az a kérdés, hogy a pénzügyi és a fenntarthatósági preferenciák milyen

¹⁴ 2015/35 EU felhatalmazáson alapuló rendelet, a módosítás alkalmazandó 2022. augusztus 2-től

¹⁵ 2016/97 EU irányelv a biztosítási értékesítésről, és 2017/2359 felhatalmazáson alapuló rendelet

viszonyban vannak egymással. Egy ESG-, illetve fenntartható termék alkalmas lehet olyan ügyfélnek is, aki egyébként ilyen preferenciával nem rendelkezik, azonban ez fordítva nem igaz. Ha az ügyfél jelezte, hogy neki az ESG- vagy fenntarthatóbb szempontok lényegesek, akkor neki nem lesz megfelelő az a termék, ami ezt nem veszi figyelembe. Ez viszont nem jelenti azt, hogy az ügyfélnek nincs hozampreferenciája, azaz hogy hajlandó lemondani a magasabb hozamról annak érdekében, hogy fenntarthatósági preferenciái maximálisan teljesüljenek.

Az IDD a biztosítási területen is meghonosította a termékfelügyelési és irányítási rendszert. Ennek lényege röviden annyiban foglalható össze, hogy a biztosítóknak a termékeik kifejlesztése folyamán és azok valamennyi életszakasza alatt szem előtt kell tartaniuk az ügyfelek igényeit és érdekeit. Ennek megfelelően meg kell határozniuk a termék célcsoportját, forgatókönyv-elemzésen alapuló, minőségi és mennyiségi elemet is tartalmazó terméktesztet kell végezni bevezetés előtt, illetve megfelelő időközönként a gyakorlati teljesítmény alapján a felülvizsgálat is szükséges. 2021-ben, igazodva a fentebb hivatkozott folyamathoz, a termékirányítási rendszerekre vonatkozó szabályozásban is megjelent a fenntarthatóság kérdésköre. Ebből következően a fenntartható szempontok sem hagyhatók figyelmen kívül a termékfejlesztés során, illetve biztosítani kell az ehhez szükséges szakértelem rendelkezésre állását. Ugyanakkor nem minden ügyfél rendelkezik fenntarthatósági preferenciával, az ehhez hasonló igények kiszolgálását a szabályozás nem lehetetleníti el. A biztosítási értékesítésben résztvevőknek kötelessége, hogy a többi faktoral azonos módon jelezzék a biztosítónak, ha a termék már nem felel meg az eredetileg kitűzött ESG-szempontnak.

6. A biztosítási szektor kihívásai az SFDR alkalmazása során

Bár az Európai Unió legfőbb célja a fenntarthatósági jellemzőkkel kapcsolatos közzétételi rendelettel az volt, hogy növelje az uniós tőkepiacon forgalmazott befektetési termékek átláthatóságát – a „zöldre festés” kiküszöbölése érdekében – és kiszámíthatóságát, illetve figyelembe vegye a fenntarthatósági kockázatokat e befektetések vonatkozásában, a gyakorlatban a rendeletnek számos hiányossága és nehézsége mutatkozott.

Alapvetően háromféle kihíváscsoportot különböztethetünk meg a szabályozást illetően, melyek lehetnek funkcionálisak, amikor nem teljesíti a szabályozás a létrehozásának célját, operatív jellegűek, vagyis a használata jelent kihívást, illetve az értékelési módszertanból fakadóak.

Funkcióját tekintve hiányosság fedezhető fel a fenntarthatósági stratégiák kialakításában, amit a jogszabály önmagában nem szab meg. A leggyakrabban alkalmazott kizárási politika és ESG-rangsorolás így sokszor nem képes teljeskörűen kiszűrni a fenntarthatóságra gyakorolt káros tevékenységeket és beválogatni a befektetések

közül például a környezetbarát, illetve a társadalmilag felelős eszközöket, melyekkel az említett jellemzők előmozdíthatók. A kizárási stratégia hatékonysága szintén attól függ, hogy milyen széles és mélységű szegmenseket fed le. Így például megkérdőjelezhető annak a negatív szűrésnek a környezeti jellege, amely csak a szénnel foglalkozó kibocsátókat zárja ki a befektetési univerzumból, de a kőolajtermelő vállalatokat nem.

Az egyik legkritikusabb pontot az eszközök ESG-besorolása jelenti, vagyis a kiforrott értékelési módszertan hiánya, így a ráépülő szabályozás már eleve ingatag lábakon áll. Az ESG-rangsorolás mint fenntarthatósági szempontokat előmozdító módszer lényege, hogy ösztönözze a vállalatokat a jobb környezeti és társadalmi teljesítmény elérésére. A gyakorlatban azonban a módszer mégis vitatható, hiszen a pénzügyi eszközök ESG-pontszáma, azaz annak meghatározása, hogy a vállalatok egy adott skálán mennyire bizonyulnak fenntarthatónak, adatszolgáltatónként változhat. Ennek magyarázata, hogy az egyes szempontok súlyozása nem ismert, illetve egyelőre nincs egy egységes ESG rating módszer, ami egyértelműen meghatározhatná egy vállalat fenntarthatósági szintjét. Előállhat ezért az a helyzet, hogy a különböző, ESG-minősítést végző cégek jelentősen eltérő értékelést adhatnak ugyanannak a vállalatnak, ami csökkenti az erre épülő fenntarthatósági stratégia hitelességét.

Az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) felmérése vizsgálta az ESG-adatszolgáltatók helyzetét az Unióban, és a fentiekben túl megállapította, hogy a kibocsátó vállalatok majdnem fele az MSCI, az ISS ESG és a Morningstar Sustainalytics szolgáltatókkal működik együtt. A megkérdezettek azonban felhívták a figyelmet számos hiányosságra is a minősítések kapcsán, mint az iparág lefedettségének vagy az adatok részletességének hiánya, miközben a minősítések felhasználása alapvetően drága, különösen a kisebb cégek számára. Etikai szempontból pedig megkérdőjelezhető, hogy a vállalat közvetlenül fizet a minősítő cégnek a besorolásért, továbbá több besorolást végző intézménytől is igényelhet szolgáltatást, ami lehetőséget biztosít számára kiválasztani a leginkább preferált értékelést (ESMA 2022).

Az ESG-minősítéskor az is lényeges, hogy a befektetők, akik elkötelezettek a klímaváltozás mérséklése mellett, ugyanazt gondolják fenntarthatónak, mint amit az adott cég értékelése takar. Itt felmerülhet a kérdés, hogy egy olajtársaság kaphat-e jó értékelést ESG-szempontból, ha a fő tevékenysége mellett (ami egyértelműen környezetszennyező) van olyan melléktevékenysége, ami társadalmi szempontból előnyös és fenntartható? Másképpen fogalmazva valóban leírható-e egyetlen számmal a fenntarthatóság mértéke, a környezeti, a társadalmi és a vállalatvezetési szempontok?

Az ESG ratingnek egyértelműnek és mindenekelőtt egységesnek kellene lennie, hogy a befektetők a befektetési termékeket el tudják helyezni egy objektív fenntarthatósági skálán. A tevékenység szabályozása tehát egyre sürgetőbb, az egyenlő

verseny biztosítása és a befektetők védelme érdekében különösen a greenwashing kockázattal szemben. A jövőben – a tervek szerint – transzparens és strukturált ESG-adatbázisok lesznek majd elérhetőek, de a pénzügyi intézményeknek addig is meg kell küzdeniük az indulás nehézségeivel.

További értékelési nehézségeket okoz az, ha nem egy vállalat papírjait vásárolja meg az ügyfél, hanem egy eszközalapba szeretne befektetni, mely lehet SFDR 8. vagy 9. cikk szerinti, illetve hagyományos, ha nincs fenntarthatósági vonzata, viszont ez a három kategória nem egyértelműsíti az eszközalap fenntarthatósági mértékét. Egy SFDR 8-as cikk szerinti eszközalap tartalmazhat 80 százalékban környezeti és társadalmi szempontokat előmozdító értékpapírokat, de az is lehet, hogy ez a szám mindössze 10 százalék, a kettő között pedig hatalmas úr tátong, mégis ugyanaz a megnevezésük. Célszerű lenne jelölni, hogy egy eszközalap pontosan milyen mértékben szolgálja az általános ESG-célokat (amelynek közzététele várhatóan 2023. január 1-től kötelezővé válik). Ennek azért is van jelentősége, mert az EU-s IDD-szabályozás kapcsolódó módosulása szerint (2022. augusztus óta) már explicit módon rá kell kérdezni az ügyfelek fenntarthatósági preferenciáira, és ehhez kell igazítani az ajánlatot is. Az értékesítési folyamat így arra is módot ad majd, hogy az ügyfél megismerkedjen az ESG-hez és a fenntarthatósághoz kapcsolódó fogalmakkal és fogalmak közötti különbségekkel, ami tovább segítheti a döntését. Ebben a formában tehát a pénzügyi szolgáltatókra és ezen belül a biztosítókra edukációs szerep is hárul.

Az SFDR egyik legfontosabb célja tehát továbbra is a fenntarthatósági jellemzőkkel kapcsolatos átláthatóság, a „zöldre festés” kizárása, ami jelenleg a szabályozás kialakulatlansága vagy éppen hiánya miatt a gyakorlatban látottak alapján egyre nagyobb kockázattal bír. A greenwashing-botrányok nemcsak a vállalat létét veszélyeztetik, hanem akár az iparágba és a finanszírozókba vetett bizalmat is visszavethetik.

Operatív jellegű kihívások szempontjából a fenntarthatósági kockázatok integrálásának mélysége vet fel számos kérdést, hiszen a rendelet önmagában nem fogalmaz meg minimális elvárást a kockázatok integrálásának módjáról, így nem kizárt, hogy bár egy befektetési szolgáltató figyelembe veszi a fenntarthatósági kockázatokat, a befektetési döntéshozatal során az alkalmazott politika érdemben nem érvényesül. A hazai befektetések vonatkozásában az is megfigyelhető, hogy amennyiben az adott alap nem rendelkezik ESG-szempontokat előmozdító, vagy fenntartható befektetéseket megvalósító célokkal, a fenntarthatósági kockázatok integrálásának módja kevésbé részletesen kidolgozott, szemben valamely fenntartható célt kitűző befektetéssel. Pedig a gyakorlatban éppen azok a befektetések lesznek a fenntarthatósági kockázatokkal szemben a leginkább sérülékenyek, amelyek befektetnek többek között olyan vállalatok értékpapírjaiba, melyek tevékenysége alapvetően környezetszennyező, így például a fokozódó környezetpolitikai szabályozásnak jobban kitéttek. Így logikusan minél inkább beépülnek a döntéshozatali politikába

a környezeti és társadalmi célokat előmozdító stratégiák, annál kevésbé érinti majd negatívan az eszközalap hozamát a fenntarthatósági kockázat.

Az említett aggályok némiképp mérséklődnek a fenntartható finanszírozással kapcsolatos, kidolgozás, illetve módosítás alatt álló rendeletek hatályba lépésével (pl.: vállalatok fenntarthatósági jelentésével kapcsolatos irányelv (CSRD)¹⁶) és a rendeletet kiegészítő szabályozástechnikai standardok (SFDR RTS) jövő évi hatályba lépésével, így 2023. január 1-től a pénzügyi szolgáltatók kötelesek lesznek meghatározni, hogy például a befektetések mekkora hányadát fektetik többek között környezeti, társadalmi szempontokat előmozdító eszközökbe, illetve adott esetben mekkora részük valósít meg fenntartható befektetést. Ezzel a befektetők a jelenlegi kategorizálásnál még pontosabb képet kaphatnak egyes alapok fenntarthatósági szintjéről. Ugyanakkor kötelesek lesznek fenntarthatósági kulcs-teljesítménymutatók (KPI) használatával mérni, hogy a környezeti és társadalmi jellemzőket mennyiben képesek évről évre előmozdítani. Amennyiben a fenntarthatósági tényezőkre gyakorolt káros hatásokat is figyelembe veszi a biztosító, úgy ezen negatív hatások mérését is javarészt előre meghatározott KPI-ok alkalmazásával évente be kell mutatni. Ilyen KPI lehet például az üzleti tevékenység karbonlábnyoma, a befektetést befogadó vállalkozások üvegházhatásúgáz-intenzitása, a megújulóenergia-fogyasztás és -termelés aránya, vagy az energiahatékony ingatlaneszközök kitettsége.

Ehhez azonban a legnagyobb kihívás a nyers adatok összegyűjtése, ami, bár a szabályozás kifejezetten jó elemének tekinthető, most még problémát jelent az intézmények számára. Ezek az információk az esetek nagy többségében nem állnak még teljesszűren rendelkezésre, így sokszor csak a becslésekre lehet hagyatkozni, ami jelentősen torzíthat a tényleges állapotban. Továbbá ezeknek a teljesítménymutatóknak a számítási módszere sem egyértelmű vagy tisztázott, illetve ezen információk feldolgozásához belső erőforrások is kellenek. Ugyanakkor nem kerülhető meg annak megemlítése sem, hogy a jogszabályi elvárások teljesítéséhez szükséges informatikai fejlesztések költségesek és jórészt időigényesek is.

A biztosítók a jogszabálycsomag jelen stádiumában ugyanazokkal a kihívásokkal szembesülnek, mint a többi pénzügyi szolgáltató, ami a szabályozás horizontális jellegéből adódik. Egy, a „szokásos” uniós szabályozásnál is bonyolultabb szerkezetű és nyelvezetű, összetett jogszabálycsomagról van szó, melynek értelmezése kihívásokat jelent a piacok számára. Az egyes jogszabályelemek pedig nincsenek egymással összhangban az időbeli hatály szempontjából sem, de nehézséget okoz az is, hogy a szabályozási csomag „szakaszosan” készül el.

¹⁶ Az Európai Parlament és a Tanács irányelve a 2013/34/EU irányelvnek, a 2004/109/EK irányelvnek, a 2006/43/EK irányelvnek és az 537/2014/EU rendeletnek a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati beszámolás tekintetében történő módosításáról

Az említett hiányosságok felbukkanása természetes abból a szempontból, hogy az SFDR hatályba lépése szakaszosan épül fel, jelenleg pedig még korai fázisában tart. Elengedhetetlen ugyanakkor, hogy a biztosítók is időben felismerjék az ESG-termékekben rejlő lehetőségeket, amit remélhetőleg az SFDR mellett a Taxonómia rendelet részletes definíciós rendszere is hatékonyan fog majd támogatni a „zöldre festés” kockázatával szemben is.

A biztosítók várakozása szerint tendenciájában nőni fog a fenntartható termékek aránya, és hosszabb távon a fogyasztói tudatosság is erősödni fog. Az ügyfelekben új célpiaci igények fogalmazódhatnak meg, melyekre a biztosítóknak új megoldásokat kell kidolgozniuk. A „fenntarthatóbb” üzleti megoldásoknak nagyobb lehet az ügyfélvonzó képessége, a környezeti és társadalmi szempontok beépítése a vállalatirányítási gyakorlatba pedig növelheti a biztosító munkavállalóinak és ügyfeleinek az elégedettségét.

7. Összegzés

A fenntarthatóság kérdése a biztosítási szektorban mind az intézmények szintjén, mind pedig az ügyfelekre vonatkozóan megjelenik a szabályozásban. Ezzel lehetővé válik, hogy a befektetési egységhez kötött (unit linked) életbiztosítások vásárlói tudják azonosítani, értelmezni és értékelni a fenntarthatósági kockázatokat (más befektetéshez kapcsolódó kockázattal egyenértékű módon), és ez alapján tudják befektetéseiket kezelni. Mindemellett az ügyfelek befektetési döntéseik meghozatalánál e szempontokat figyelembe véve ki tudják fejezni az ESG-preferenciájukat, és elő tudják segíteni a tőkének a fenntartható vállalkozások irányába terelését. Az SFDR-szabályozás elsődleges célja segítséget nyújtani az ügyfeleknek abban, hogy átlátható és egyértelmű információkat kapjanak a befektetések fenntarthatósági jellemzőiről.

A befektetések kategorizálása az elemzések szempontjából is kiemelkedő fontosságú, hiszen lehetőséget ad a fenntartható befektetési termékek vizsgálatára. A Magyarországon elérhető eszközalapok tekintetében az esetek többségében az ESG-eszközalapok teljes költségmutatója, azaz a vagyonkezelési költsége magasabb, mint a nem ESG-eszközalapok hasonló mutatója. Ennek több oka lehet, így a magasabb költségek mellett az ügyfelek növekvő érdeklődése is megjelenhet az árázásban.

Bár a szabályozás alapvetően időszerű és szükséges, alkalmazása több lépcsős, időben elhúzódó, és ezenkívül a további uniós fenntartható finanszírozást elősegítő rendeletek egy része még nem lépett hatályba, jelen körülmények között az SFDR nem elegendő a feltárt kihívások megoldásához. A szabályozók egyik elsődleges feladata ezért az, hogy az átmeneti időszakban minél inkább segítsék a pénzügyi piaci szereplők, jelen esetben a biztosítók alkalmazkodását és fenntarthatósági fordulatát.

A jogszabály jelenlegi állapotában tehát nem elégséges, megléte azonban mindenképp szükségszerű. A szabályozás fejlődésével, illetve az idő előrehaladtával a feltárt aggályok várhatóan kiküszöbölhetők, végső soron pedig biztosítják, hogy a tőkepiaci források valóban a fenntartható gazdasági átmenet felé áramoljanak.

Felhasznált irodalom

- ÁKK (2020): *Magyarország zöld kötvény keretprogramja* <https://akk.hu/download?path=c87e9ab9-5bf2-460e-a5a0-a94cbde8a390.pdf>. Letöltés ideje: 2022. október 28.
- Banga, J. (2018): *The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(1): 17–32. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>
- BoE (2015): Bank of England: *The impact of climate change on the UK insurance sector*. A Climate Change Adaptation Report by the Prudential Regulation Authority. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/publication/impact-of-climate-change-on-the-uk-insurance-sector.pdf?la=en&hash=EF9FE0FF9AEC940A2BA722324902FFBA49A5A29A>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 5.
- BoE (2018): Bank of England: *Transition in thinking: The impact of climate change on the UK banking sector*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector.pdf?la=en&hash=A0C99529978C94AC8E1C6B4CE1EECD8C05CBF40D>. Letöltés ideje: 2022. augusztus 24.
- BIS–BDF (2020): BIS–Banque de France: *The green swan, Central banking and financial stability in the age of climate change*. <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 3.
- Dikau, S. – Volz, U. (2019): *Central Banking, Climate Change, and Green Finance*. In: Sachs, J. – Woo, W. – Yoshino, N. – Taghizadeh-Hesary, F. (eds): *Handbook of Green Finance. Sustainable Development*. Springer, Singapore. https://doi.org/10.1007/978-981-13-0227-5_17
- DG FISMA (2018): *Communication from the Commission – Action Plan: Financing Sustainable Growth* <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 15.

- DG Trésor (2017): *Evaluating Climate Change Risks in the Banking Sector*. Report required under Article 173 V° of the Energy Transition and Green Growth Act No. 2015-992 of 17 August 2015, Directorate General of the Treasury, Paris <https://azure.afi.es/webAfi/descargas/1857306/1252800/Evaluating-Climate-Change-Risks-in-the-Banking-Sector.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 5.
- EIOPA (2022): *Costs and past performance report* https://www.eiopa.europa.eu/document-library/costs-and-past-performance-report/cost-and-past-performance-report-2022_en. Letöltés ideje: 2022. szeptember 8.
- ESMA (2022): *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU* <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-call-evidence-esg-ratings>. Letöltés ideje: 2022. október 28.
- Gatzert, N. – Reichel, P. – Zitzmann, A. (2020): *Sustainability risks & opportunities in the insurance industry*. *ZVersWiss*, 109, 311–331. <https://doi.org/10.1007/s12297-020-00482-w>
- HLEG (2017): *Financing a sustainable European economy, Interim Report*. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-07/170713-sustainable-finance-report_en.pdf. Letöltés ideje: 2022. szeptember 15.
- IAIS (2018): *Issues Paper on Climate Change Risks to the Insurance Sector*. International Association of Insurance Supervisors. <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/210525-Application-Paper-on-the-Supervision-of-Climate-related-Risks-in-the-Insurance-Sector.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 2.
- IAIS (2020): *Issues Paper on the Implementation of the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. International Association of Insurance Supervisors. <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/200227-Issues-Paper-on-the-Implementation-of-the-TCFD-Recommendations.pdf>. Letöltés ideje 2022. szeptember 2.
- Matolcsy György (2022): *A gazdasági, a társadalmi, a pénzügyi és a környezeti fenntarthatósági szempontok megjelenése a Magyar Nemzeti Bank gyakorlatában*. *Pénzügyi Szemle*, 2022(3): 319–337. https://doi.org/10.35551/PSZ_2022_3_1
- Mátyás Miklós Dániel – Nagy Koppány – Szajkó Katalin – Szekeres Dávid – Szegedi Máté (2017): *Etikus életbiztosítás: evolúció vagy revolúció?* *Biztosítás és Kockázat*, 3(4): 12–37. <https://doi.org/10.18530/BK.2016.4.12>
- MNB (2021): *Zöld Pénzügyi Jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/20210303-zold-penzugyi-jelentes.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 12.
- MNB (2022a): *Zöld Pénzügyi Jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/zold-penzugyi-jelentes-2022.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 12.

- MNB (2022b): *Felügyeleti statisztikák, Biztosítási szektor idősorai (frissítve a 2022. II. negyedévi adatokkal)* <https://statisztika.mnb.hu/adatok-idosorok>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 12.
- Morningstar (2020): *European Sustainable Funds Landscape: 2020 in Review – A Year of Broken Records Heralding a New Era for Sustainable Investing in Europe* <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sustainable-funds-landscape>. Letöltés ideje: 2022. augusztus 17.
- Morningstar (2022): *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: 2021 in Review – A rapidly evolving landscape as assets hit EUR 4 trillion* <https://www.fundresearch.de/fundresearch-wAssets/docs/SFDR-Article-8-and-Article-9-Funds-2021-in-Review.pdf>. Letöltés ideje: 2022. augusztus 30.
- NGFS (2019): *A call for action, Climate change as a source of financial risk*. Network for Greening the Financial System First comprehensive report. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/synthese_ngfs-2019_-_17042019_0.pdf. Letöltés ideje: 2022. szeptember 9.
- NGFS (2020): *Status Report on Financial Institutions’ Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential*. Network for Greening the Financial System Technical Document. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_status_report.pdf. Letöltés ideje: 2022. szeptember 9.
- NGFS (2022): *Capturing risk differentials from climate-related risks – A Progress Report: Lessons learned from the existing analyses and practices of financial institutions, credit rating agencies and supervisors*. Network for Greening the Financial System Technical Document. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/capturing_risk_differentials_from_climate-related_risks.pdf. Letöltés ideje: 2022. szeptember 9.
- Pandurics Anett – Szalai Péter (2017): *A klímaváltozás hatása a biztosítási szektorra*. Hítelintézeti Szemle, 16(1): 92–118. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/pandurics-anett-szalai-peter.pdf>
- Prasad, A. – Loukoianova, E. – Feng, A. X. – Oman, W. (2022) *Mobilizing Private Climate Financing in Emerging Market and Developing Economies*. IMF Staff Climate Note 2022/007. <https://doi.org/10.5089/9798400216428.066>
- Singh, A. (2020): *COVID-19 and safer investment bets*. Finance Research Letters, Volume 36, 101729. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101729>
- Veerle, C. (2020): *Integrating sustainable finance into the MIFID II and IDD investor protection frameworks*. Jan Ronse Institute Working Paper No. 2020/06. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3786624>

UN Environment Inquiry (2018): *Greening the Rules of the Game. How Sustainability Factors Are Being Incorporated into Financial Policy and Regulation*. Geneva: Inquiry Working Paper 18/0. https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/04/Greening_the_Rules_of_the_Game.pdf. Letöltés ideje 2022. október 2.

UNEPFI (2012): *PSI Principles for Sustainable Insurance. A global sustainability framework and initiative of the United Nations Environment Programme Finance Initiative*. UNEP Finance Initiative, June. <http://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2012/06/PSI-document.pdf>. Letöltés ideje: 2022. szeptember 9.