

ESG-kötvények és -alapot szabályozói-piaci trendjei, valamint a szuverének egyes kapcsolódó kockázatai*

Bokor László

A fenntartható gazdaságra történő átállás finanszírozásának előmozdítása napjaink egyik központi témája. A szűkös forrásokhoz való hozzájutást ugyanakkor tovább nehezíti egy markánsan érzékelhető, újszerű jelenség: mind a szabályozók, mind a befektetők egyre „válogatósabbá” válnak, hiszen zöld-természettudományos szempontokon túlmutató körülményektől is függővé teszik, hogy kinek adható/adnak pénzt. Nem véletlen tehát, hogy egyre több befektetési alap szerez olyan ESG¹-minősítést, amely civil szervezetek indikátoraira alapozva fogalmaz meg szuverénkötvényeket kizáró szabályokat (pl. szabadságjogok, korrupció szintje). Ilyen kritériumok nemzetközi standarddá válása az azokat nem teljesítő szuverént akár a zöld/ESG-piacról történő teljes kizáródással is fenyegetheti. Az esszé célja a szabályozói környezet és a piaci helyzet áttekintése e szemüvegen keresztül. Fontos rögzíteni azonban, hogy mind a jogszabályok, mind a piaci preferenciák erősen formálódó, képlékeny állapotban vannak, ezért a körülmények folyamatos monitorozása elengedhetetlen.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G12, G18, G20, G28, G38, K22, K32, Q01, Q50

Kulcsszavak: zöld befektetések, ESG, szabályozás, kötvény, piac, szuverén, kockázat

1. Bevezetés

A globális felmelegedésre mint természettudományos kérdésre adandó válaszokat a szakemberek és a döntéshozók sokáig ugyanezen tereponon keresték. E fókuszban azonban a nyugati világban markáns újraértelmezése zajlik. A jogszabályokból és a piaci folyamatokból jól lelapogatható, hogy a „zöld” helyett a „szociális” vagy

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

Bokor László az Államadósság Kezelő Központ Zrt. ESG/kvantitatív elemzője. E-mail: bokor.laszlo@akk.hu

A szerző köszöni a két ismeretlen bíráló és a szerkesztők hasznos észrevételeit, javaslatait.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2022. szeptember 5-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.21.4.152>

¹ Az ESG rövidítés az angol Environmental (környezeti), Social (társadalmi), Governance (irányítási) szavakból ered. E keretrendszerek célja az, hogy a befektetők jobban megismerhessék a gazdálkodó szervezetek környezeti és társadalmi fenntarthatóságában, valamint vezetési körülményeiben rejlő kockázatokat.

„fenntartható” mint jelszó – vagyis egészben vagy részben a társadalomtudományok körébe tartozó kontextus – kerül egyre inkább előtérbe. Az új, egységes fókusz megtalálását mindenestre nagyban hátráltatja az, hogy az immáron gigantikusra nőtt, az ellenérdekek centrifugális erejétől vagy éppenséggel külső sokkaktól ingatag szabályozási építmény végső, távlati kontúrja meglehetősen homályos.

Az esszé összefüggésében kívánja bemutatni a zöld átállás finanszírozásához kapcsolódó szabályozási és piaci trendeket, és felhívja a figyelmet néhány kevésbé ismert, csendben felépülő szuverén kockázatra.

2. Zöld/ESG-kötvény-standardok

A zöld átállás mint világszintű folyamat egyik szükséges előfeltétele a közös nyelvezet megteremtése életünk számos dimenziójában, így a pénzügyekben is. A kötvények terén világszinten két szervezet, a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA)² és a Klímakötvény Kezdeményezés (CBI)³ önkéntes standardjai, sorrendben az ún. Zöldkötvény Elvek (GBP)⁴ (*ICMA 2021b*) és a Klímakötvény Standard (CBS)⁵ (*CBI 2019*) terjedtek el. A piacot a 2014 óta létező és fejlődő GBP szuperdominálja, jelenleg ez tekinthető a globális standardnak.⁶ Bár a GBP részletes iránymutatást ad a projektek kiválasztására vonatkozóan, tételesen nem definiálja azt, hogy mi tekinthető zöld tevékenységnek (azaz nincs taxonómia). Ez utóbbi eldöntése tekintetében csupán harmadik feles bírálatot javasol. A CBS a GBP-hez képest kötöttebb, hiszen a CBI egy vonatkozó taxonómiát (*CBI 2021b*) is közreadott, miközben ugyanúgy elvárja a külső validációt. Mindezek miatt sokak számára kevésbé vonzó alternatíva, ebből is adódhat az alacsonyabb elterjedtsége.

Az európai uniós zöldkötvény standard (EU GBS)⁷ 2018 óta áll kidolgozás alatt⁸. A vonatkozó munkacsoport, az ún. Fenntartható pénzügyekkel foglalkozó technikai szakértői csoport (*EU TEG 2020*) javaslata értelmében az EU GBS elvárná az EU Taxonómiával való összhangot, a transzparenciát, a külső értékelést, sőt, a külső értékelők Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA)⁹ általi felügyeletét is. Bár még csak egy javaslatról van szó, egyes kötvénykibocsátók a gyakorlatban már ehhez igazodnak.

Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. (ÁKK) 2020-ban a GBP-vel összhangban hozta létre zöldkötvény keretprogramját (*ÁKK 2020*). Az azóta már euróban, jenben, forintban és jüanban is kibocsátott zöld-államkötvények a klímaváltozás elleni küzdelem

² International Capital Market Association

³ Climate Bonds Initiative

⁴ Green Bond Principles

⁵ Climate Bonds Standard

⁶ Az *ICMA (2022)* szerint saját „részesedésük” 2021-ben átlagosan 98 százalékos volt.

⁷ EU Green Bond Standard

⁸ Az Európai Bizottság szövegjavaslata: *EC 2021*; az Európai Parlament által korrekktúrázott változat: *EP 2022*

⁹ European Securities and Markets Authority

kapcsán tett nemzetközi vállalások teljesítéséhez szükséges források egy részének becsatornázására hivatottak (a finanszírozás további forrásai a különböző eredetű EU-s pénzek, az Európai Beruházási Bank hitelei, illetve az EU ETS-kvóták¹⁰ értékesítéséből származó bevételek). A piaci szereplők zöldkötvény-kibocsátásának megkönnyítése érdekében 2022-ben a Magyar Nemzeti Bank is közreadta útmutatóját (*MNB 2022*).

Érdeemes megemlíteni, hogy az európai és észak-amerikai térségen túli nem-rezidens kibocsátások is már jó ideje a fenti elvekkel többé-kevésbé konzisztensen zajlanak. Jelentősége okán két piacot érdemes kiemelni, a pandát (jüan) és a szamurájt (jen). A kínai jegybank már 2015-ben kiadta saját zöldkötvény iránymutatását (*PBC 2015*) és a Zöld Pénzügyi Bizottság a vonatkozó taxonómiát (*GFC 2015*), mely utóbbit 2021-ben frissítették (*PBC 2021*). 2022 nyarán megszületett az első, a kínai gyakorlatot és a GBP-t ötvöző keretrendszer (*GFC 2022*). A japán Környezetvédelmi Minisztérium 2015-ben adott ki a GBP-vel konzisztens zöldkötvény iránymutatást (*JME 2017*), amelyet 2020-ban frissítettek, kibővítve a zöld és a fenntarthatósági célokhoz kötött hitelekre vonatkozó iránymutatásokkal (*JME 2020*). Ázsia legjelentősebb – a világ harmadik legnagyobb – tőzsdéje, a Japan Exchange Group pedig 2022 tavaszán mutatta be zöldkötvény keretrendszerét (*JPX 2022*).

A zöld standardokkal ellentétben a szociális és a fenntarthatósági iránymutatások kínálata egyelőre jóval visszafogottabb. Ebben jelenleg az ICMA jár élen, hiszen már társadalmi, fenntarthatósági és fenntarthatósághoz kötött (social, sustainability, sustainability-linked) kötvényekre¹¹ is kiadta ajánlásait (sorrendben: *ICMA 2021c, 2021d, 2020/2021a*). Az EU a koronavírus nyomán indított foglalkoztatásmegtartó programjában (*EU SURE 2020*) is az ICMA szociális kötvény elveihez igazodott a keretrendszer kialakításakor.

Az EU-ban továbbra is hiányzó közös narratíva miatt több tagállam olyan saját – kezdetben zöld, később ESG – címkét fejlesztett ki, egyedi standarddal és többnyire taxonómiával, amelyet olyan alapok kaphatnak meg, amelyeknél a mögöttes termékek zöme ezeknek a kritériumoknak megfelel. Ezek a minősítési rendszerek azonban a nemzeti prioritásokat tükrözik, arra optimalizáltak.

¹⁰ Az EU Emission Trading System (kibocsátáskereskedelmi rendszer) a világ elsőként alakult és egyben legnagyobb karbonpiaca.

¹¹ Az SLB (Sustainability-Linked Bond)-kibocsátás során szerzett forrás – a GSS (Green, Social, Sustainability) kötvényekkel ellentétben – bármire fordítható, azaz az így szerzett pénzek nem pántlikázottak (nincs Use of Proceeds, UoP). A termék a fenntarthatóság témaköréhez úgy kapcsolódik, hogy explicit vállalásokat (Sustainability Performance Target, SPT) tesz egy vagy több kulcsindikátor (Key Performance Indicator, KPI) tekintetében, mint például üvegházhatású gázok (ÜHG) kibocsátása. A vállalás meghiúsulása esetén a kötvény magasabb kamatot fizet („step up”), túlteljesítése esetén esetlegesen alacsonyabbat („step down”). Szuverének közül elsőként Chile bocsátott ki SLB-t 2022 márciusában. Októberben Uruguay követte a példát, aminek során a step down is debütált (a keretrendszereket lásd *CMF 2022; UMEF 2022*).

3. Az EU-s szabályozói környezet

Az Európai Bizottság 2018-ban fogadta el a fenntartható növekedés finanszírozásáról szóló akciótervet (*EU 2018*) a források fenntartható befektetések irányába történő áttérelésének szándékával. Az ezt követő intézkedéssorozat több, szervesen összefonódó elemből áll.

Az EU Taxonómia (*EU 2020*) egy EU-s szintű klasszifikációs rendszer, mely alapján eldönthető, hogy egy gazdasági tevékenység környezeti szempontból fenntarthatónak számít-e. Kötelezi a Nem pénzügyi jelentési irányelv (NFRD)¹² (*EU 2014*) hatálya alá eső cégeket, hogy adjanak számot arról, hogy működésük milyen mértékben áll összhangban a rendeletben foglaltakkal, azaz hogy mennyire „zöldek”. Az NFRD alapján a nagyvállalatok (500 főnél több foglalkoztatott és 20 millió eurónál nagyobb mérlegfőösszeg és/vagy 40 millió eurós forgalom) kötelesek olyan nem pénzügyi információkról számot adni, mint környezetvédelem, társadalmi felelősségvállalás, munkavállalókkal való bánásmód, emberi jogok, korrupcióellenesség vagy éppen a vezetőségben fellelhető nemi, életkorbeli sokszínűség. A Bizottság azonban a Vállalati fenntarthatósági jelentési irányelv (CSRD)¹³, (*EU 2021a*) keretében – ami egyebek mellett az NFRD fenntarthatósági szempontú módosítására vonatkozó javaslat – tovább szélesítené ezt a kört (a három kritériumból legalább kettőt teljesítőkre: 250 fő feletti alkalmazotti létszám, 20 millió euro feletti mérlegfőösszeg, 40 millió euro feletti forgalom), valamint bővítené és szigorítaná a beszámolók tartalmi és formai előírásait (lásd még EU Sustainability Reporting Standards, ESRS).

A kulcsindikátorokat (KPI) a Taxonómia 8(2) pontja csak kifejezetten nem pénzügyi vállalatokra nevesít: ezek a forgalom, a beruházási és a működési költségek (CapEx és OpEx) tekintetében vett zöld arányok. A pénzügyi vállalatok esetében is értelmezhető mutató, az ún. Green Asset Ratio (GAR) kérdését egy Taxonómiát kiegészítő, felhatalmazáson alapuló jogi aktus tárgyalja (Delegated Act – DA, *EU 2021c*).

A szabályozói környezetet tovább bonyolítja, hogy a Taxonómiának való megfelelés kapcsán meg kell különböztetni az igazíthatóság („eligibility”) és az igazodás („alignment”) fogalmát. A Taxonómiához igazítható (eligible) pusztán azt jelenti, hogy egy adott tevékenység releváns a Taxonómiában felsorolt hat környezeti cél szempontjából (lásd DA 1(5)), míg a Taxonómiához igazodó (aligned) státuszhoz ennél több dolognak kell teljesülnie. Egy tevékenység a következők teljesülése esetén Taxonómiához igazodó:

- Összhangban van a DA-ben lefektetett kritériumokkal („technical screening criteria”, TSC), azaz a tevékenység pozitívan és érdemben járul hozzá a kapcsolódó

¹² Non-Financial Reporting Directive

¹³ Corporate Sustainability Reporting Directive

környezeti cél(ok) eléréséhez. Jelenleg a hatból két környezeti célra – az éghajlatváltozás mérséklésére és az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodásra – van elfogadott TSC.

- Nem hátráltatja érdemben a többi környezeti célkitűzés elérését („do not significant harm”, DNSH, pl. újrahasznosíthatóság), beleértve a további négy környezeti célt is, úgymint vízi és tengeri erőforrások fenntartható használata és védelme, körforgásos gazdaságra való átállás, szennyezés megelőzése és csökkentése, biológiai sokféleség és az ökoszisztémák védelme és helyreállítása.
- Biztosítottak az alapvető emberi és munkavállalói jogok („minimum [social] safeguards”).

Az egyelőre hiányzó TSC-k kapcsán egy, a Bizottság által megbízott szakértői csoport¹⁴ 2022 márciusában ugyan közreadta jelentését (*PSF 2022a, 2022b*), de ez az anyag jelenleg semmilyen jogi következménnyel nem bír.

A jelentési kötelezettség 2022. január 1-től induló pénzügyi évre valamennyi érintett vállalat számára élesedett, azonban átmenetileg még csak igazíthatóság szintjén. Az igazodás szintű jelentési kötelezettség a nem pénzügyi vállalatok esetében már 2023-tól hatályos, míg a pénzügyi vállalatok kaptak még egy év haladékot, azaz esetükben az induló év 2024.

Fontos kiemelni, hogy a DA 7(1) pontja szerint a kormányzati, jegybanki és a szupranacionális kibocsátók papírjait egyelőre – módszertan híján – nem kell figyelembe venni a KPI számításakor (sem a számlálóban, sem a nevezőben), mindenesetre a pénzügyi vállalatok önkéntes alapon nyilvánosságra hozhatják a szuverénnel bővített számaikat is. A tervek szerint ez 2024. június 30-tól, a DA módszertani frissítésekor fog változni.

A Taxonómia 2022-es élesedését megelőzte a Fenntartható pénzügyi közzétételi rendelet (SFDR)¹⁵ (EU 2019a) hatályba lépése (2021. március 10.). E rendelet célja a transzparencia növelése, így a pénzügyi források fenntartható fejlődést szolgáló tevékenységek felé terelése. Kötelezett alanyai a nagy pénzügyi piaci szereplők, azaz az 500-nál több alkalmazottat foglalkoztató befektetési alapok, nyugdíjalapok, vagyonkezelők, biztosítók, bankok, kockázati tőke alapok, pénzügyi tanácsadók, portfóliókezelők. A kisebbek, bár jelentésre nem kötelezettek, magyarázattal tartoznak az elmaradás okát illetően („comply or explain principle”). A szabályozás nyomán transzparenssé válik, hogy a szereplők (i) mennyire vannak kitéve fenntarthatósági kockázatoknak, illetve miként kezelik azokat, valamint hogy (ii) tevékenységük milyen hatással van magára a fenntarthatóságra (ezt a kétirányúságot hívják „double

¹⁴ Platform on Sustainable Finance (PSF)

¹⁵ Sustainable Finance Disclosure Regulation

materiality”-nek). A (ii)-es pont az ún. Principal Adverse Impact (PAI), melynek indikátora lehet például az ÜHG-kibocsátás nagysága vagy éppenséggel az emberi jogok helyzete. A közreadandó információk standardizálásával a rendelet egyúttal fellép a greenwashing¹⁶ jelensége ellen is.

Az SFDR klasszifikációs rendszere lényegében háromfelé szelektálja az alapokat:

- 6-os cikk: Explicit fenntarthatósági szempontok nélküli alapok.
- 8-as cikk: Környezeti vagy szociális vonatkozásokkal bíró, egyébként nem fenntarthatósági célú („világoszöld”) alapok.
- 9-es cikk: Kifejezetten fenntarthatósági célú („sötétzöld”) alapok.

A 6-os cikk minden alapot kötelez arra, hogy tegye közzé fenntarthatósági kockázatait, tehát az információk közzétételének e minimális szintje valamennyi, így a nem zöld/ESG-alapokra is ugyanúgy vonatkozik. A zöldnek/ESG-nek hirdetett alapok a 8-as vagy 9-es cikk szerint kerülnek besorolásra, jellemzőiktől függően. A 8-as cikk szerinti alapok olyan pénzügyi termékeket kínálnak, melyek elősegítik környezeti és/vagy társadalmi célok megvalósulását, feltéve, hogy a mögöttes vállalatok – amelyekben a beruházások megvalósulnak – jó kormányzati elveket követnek. A 9-es cikk szerinti alapok ennél annyiban előremutatóbbak, hogy mögöttük kimondottan fenntarthatósági célú beruházások állnak, konkrét, mérhető pozitív hatással (pl. napelem-beruházás mérhető ÜHG-emisszió-csökkenéssel)¹⁷.

Az SFDR, ahogyan a többi szabály is, egyelőre több hiányosságtól szenved. A bevezetés óta szerzett tapasztalatok alapján – a piaci szereplők értékelése szerint (lásd *So 2022*) – a definíciók egyértelműsége, értelmezhetősége sok esetben csorbát szenved. Problémát jelent továbbá az adathiány, ami az első CSRD-jelentésekig várhatóan nem is fog változni (a bizottsági javaslat szerint a jelentési időszak 2023. január 1-től indulna, maga a közreadás 2024-től).

A transzparencia előmozdítását további ajánlások és jogszabályok is segítik. Ilyen például az ESMA hitelminősítők számára kiadott iránymutatása: amennyiben azok minősítéseik során ESG-szempontokat is figyelembe vesznek, kiemelten fontos a részletes indoklás közreadása (*ESMA 2019a, 2019b*). Szintén fontos jogszabály az ún. Low Carbon Benchmark Regulation (*EU 2019b*), ami a LIBOR és EURIBOR manipulációs botrányai után létrehozott Benchmark Regulation (*EU 2016*) fenntarthatósági szempontú kiegészítése. Ez egységes, transzparens módszertani előírást ad az ESG-benchmarkok adminisztrátorai számára.

¹⁶ A fogalom arra a megtévesztő gyakorlatra utal, amikor egy szervezet önmagát hamisan környezeti szempontból fenntarthatónak mutatja.

¹⁷ A 9-es cikk alá tartozás sem jelent még önmagában Taxonómiához igazodást.

Az átfogó uniós stratégiáról való továbbgondolkodás sem állt meg természetesen. 2021 nyarán – a 2018-as akcióterv bázisán – elkészült a fenntartható gazdaságra történő átállás új stratégiájának munkanyaga (EU 2021b).

Összességében, a szabályozási környezet folyamatos fejlesztés alatt áll mind a fenti szabályok, mind azok kapcsolódásai tekintetében. A szabályozás mindazonáltal egyelőre vállalatközpontú, sok tekintetben hiányoznak belőle a szuverének mint kötvénykibocsátók speciális helyzetéből adódó megfontolások. A szabályozási környezettel párhuzamosan létrejövő (sőt, több esetben azt megelőzően létrejött) minősítési-címkézési rendszerek részben kitöltik a részletszabályozás késlekedése okán keletkező űrt, ugyanakkor esetenként a jelenlegi előírásokat meghaladó, azokon túlmutató szigorú mutatókat mutatnak a szuverének tekintetében. Kérdés, hogy e sajátos válaszok mennyiben esnek majd egybe az EU jövőbeli álláspontjával. Vannak erre mutató jelek, de a vita még egyáltalán nem lefutott. Az sem világos továbbá, hogy egy esetlegesen kompromisszumos, enyhe előírásokat tartalmazó, vagy egy épenséggel túl szigorú uniós minősítő rendszert mennyiben fogadna el a piac. Más szóval előállhat-e az a helyzet, hogy a jelenleg még kidolgozás alatt álló, pénzügyi termékekre vonatkozó EU Ecolabel (2018) bevezetése ellenére továbbra is a már bejáratott, az alapokat minősítő tagállami címkék maradnak a mérvadók. Ez nem pusztán egy gondolatjáték, hiszen ennek az EU GBS még az EP (2021) által javasolt (azaz szigorúbb) formájában¹⁸ is potenciálisan teret enged:

- A rendelettervezet elsősorban az „EuGB” címkével kibocsátani kívánt kötvényre fogalmaz meg szabályokat, de nem korlátozódik csak azokra (1. cikk). Fenntarthatóságának reklámozott, de nem EuGB-jelölésű kötvények kibocsátását tehát egyelőre nem zárna ki, csupán bizonyos információk nyilvánosságra hozatalához kötné (mint pl. allokációs szerkezet, EU Taxonómiának való megfelelés mértéke stb., lásd 7c. cikk 3. bekezdés).
- A tervezet hatályba lépését követően a Bizottság két év múlva, majd ezt követően háromévente készít átfogó hatásjelentést a Parlament és a Tanács számára, melyben arra tesz javaslatot, hogy az EU GBS kötelezővé váljon-e vagy sem (63a. cikk 2. bekezdés).

Egyelőre tehát nem tűnik keménynek az EU GBS-korlát: a rendelet elfogadása elhúzódhat, továbbá az sem biztos, hogy két év után döntés születne a kötelezővé tételről. Egy ilyen halasztás esetén az elfogadást követő öt (2+3) évben például továbbra is lehetne nemzeti keretrendszerben zöldkötvényt kibocsátani. Fontos azonban rögzíteni, hogy a standard kötelező vagy önkéntes jellege még egyáltalán nem eldöntött kérdés.

¹⁸ Míg az Európai Bizottság eredeti javaslata (EC 2021) egy önkéntes keretrendszerről szól, az Európai Parlament – az Európai Központi Bank ajánlásával (ECB 2021) összhangban – annak kötelezővé tétele mellett kardoskodik.

4. A zöld/ESG-portfóliók tagállami minősítése

Az utóbbi években az önminősítések intranszparens rendszere helyett egyre markánsabb teret kapott valamely standard létrehozása iránti igény. A *Novethic (2019, 2020a, 2020b)* piaci áttekintéseiből látható, hogy az évtized végére Európában már kilenc alapokat minősítő címke volt a piacon.

A címkéknek két típusa különböztethető meg: ESG és zöld fókuszú. Az előbbi garantálja, hogy a pénzügyi termékek mögött integrált ESG-stratégia áll, míg az utóbbiakat a tematikus zöld alapok kaphatják. A címkék eredete és mögöttes szervezeti háttere erősen eltérő (1. táblázat).

1. táblázat				
Európai zöld és ESG-alapok címkéi				
Név	Létrehozva	Típus	Ország	Jellemzők
Umweltzeichen	2004	ESG	AT	A környezetvédelmi minisztérium irányításával
LuxFLAG Environment	2011	zöld	LU	Luxemburgi pénzügyi szervezetek hozták létre. Határokon átnyúló minősítés.
LuxFLAG ESG	2014	ESG	LU	Lásd előbb.
LuxFLAG Climate Finance	2016	zöld	LU	Lásd előbb.
SRI Label	2015	ESG	FR	Önálló bizottság a pénzügyminisztérium támogatásával.
Greenfin Label	2016	zöld	FR	Önálló bizottság az ökológiai minisztérium elnöklésével.
FNG-Siegel	2015	ESG	DE, AT, SUI	Szakértői bizottság a német nyelvterületek fenntartható befektetési fórumának (Forum Nachhaltige Geldanlagen, FNG) felügyeletével.
Nordic Swan Ecolabel	2017	ESG/zöld	DK, SE, NO, FI, IS	Északi országok kormányzatai által létrehozott bizottság. A Nordic Ecolabel már 1989 óta létezik 60 kiskereskedelmi termék kategóriában, a pénzügyi termékek kategóriája 2017-től indult.
Towards Sustainability	2019	ESG	BE	A belga pénzügyi szektor szövetsége (Febelfin) indította el, eredetileg ezt a nevet viselte a címke. Egy nonprofit szervezet adja ki a minősítést (Central Labelling Agency, CLA). Célja a piaci standarddává válás, legalább Belgiumon belül.

Forrás: Novethic (2019), FNG-Siegel (2020), Greenfin Label (2019), Nordic Swan Ecolabel (2022), SRI Label (2020), Towards Sustainability (2021)

Hatból négy ESG-fókuszú címke kizár bizonyos vállalatokat és szuveréneket. A kiindulópont az ENSZ Globális Megállapodás tíz alapelve, úgymint emberi jogok, munkavállalói jogok, környezetvédelem, korrupcióellenesség (*UN 2000*). Vállalatok

esetében normaalapú kizárás történhet fegyverek és egyes komponenseik, illetve dohánytermékek gyártása, vizonteladása miatt, vagy éppenséggel géntechnológiai háttér okán. Szuverének esetében kizáró ok lehet a korlátozott emberi szabadságjog, magas korrupció, halálbüntetés, nukleáris energia, nemzetközi szankció, a párizsi (UN 2015) és a riói (UN 1992) egyezmények aláírásának hiánya. Több minősítő támaszkodik civil szervezetek (non-governmental organisation, NGO) mutatószámaira, úgymint a Freedom House¹⁹ országminősítése vagy a Transparency International²⁰ korrupciós indexe (Corruption Perceptions Index, CPI).²¹ Az *FNG-Siegel (2020)* és a *Towards Sustainability (2021)* esetében egyértelműen kizáró ok a „nem szabad” országminősítés és a 40-nél alacsonyabb korrupciós index (a kisebb érték rosszabb), de az utóbbi kritérium például a *Nordic Swan Ecolabel (2022)* esetében is expliciten megjelenik. Az ESG-minősítések ilyen irányultsága egyébiránt nem pusztán európai jelenség. A *Morgan Stanley (2020)* keretrendszerében ugyanúgy feltűnnek a „Voice & Accountability”, „Rule of Law”, vagy „Corruption” kritériumok a Governance dimenzióánál.

A szénhidrogén-érintettség kapcsán nem csupán a tematikus zöld címkék, hanem az ESG-címkék többsége is szigorú kritériumokat, jellemzően 5 százalékos bevételarányos küszöböt szab, nemcsak a kitermelés, hanem az energiatermelés vonatkozásában is. Ennél is szembeötlőbb azonban, hogy a nukleáris energiának (több esetben a kapcsolódó értéklánc elemeinek is) a fosszilis üzemanyagoknál, de még a szénnél is nagyobb elutasítottságban van része. Egyes címkéknél nincs, vagy éppenséggel 25–30 százalékos korlát van a fosszilis üzemanyagokra és a szénre, miközben a nukleárisra 5 százalék.²²

A zöld címkés alapokban a zöld tevékenységekre vonatkozó forgalomarányos minimumelőírás 10–37,5 százalék között szóródik (*Novethic 2019*). Ezek a számok többnyire két küszöb együtteséből adódnak: egyrészt van egy bevételarányos minimumkövetelmény a tekintetben, hogy mikor minősül egy vállalat zöldnek, másrészt van egy elvárás a teljes portfólió tekintetében is, azaz hogy a vállalatok hány százalékanak kell zöldnek lennie. A várakozások szerint a pénzügyi EU Ecolabel is hasonló kétlépcsős rendszerben fog működni.

Egyes zöldkötvények kizárása vagy elfogadása terén is szignifikáns eltérések mutatkoznak a minősítők között. Egyeseknél egy gázszolgáltató zöldkötvénye zöld befektetésnek számít, míg másoknál nem. Egyeseknél nem probléma, ha a szuverén nukleáris energiába fektet (francia), míg másoknál kizáró ok, ha ez egy expanzív fejlesztést

¹⁹ <https://freedomhouse.org/explore-the-map?type=fw&year=2022>

²⁰ <https://www.transparency.org/en/cpi/2021>

²¹ A Világbank is készít ilyen tematikájú indikátorszettet (lásd Worldwide Governance Indicators, <http://info.worldbank.org/governance/wgi>). Érdemes azonban rögzíteni azt, hogy míg egyes témakörökben a világbanki és az NGO-mutatók minőségileg azonos helyzetértékelésre jutnak, másoknál markánsan eltérő képet közvetítenek.

²² Az Európai Bizottság és az Európai Parlament nukleáris energia és fosszilis gáz iránt újabban megértő, a korábbival homlokegyenest ellentétes álláspontja (lásd *EU 2021d* versus *EU 2022*) csak egy újabb töréspont a piaci szereplők egy része (plusz egyes tagállamok) és az EU-intézmények viszonyában.

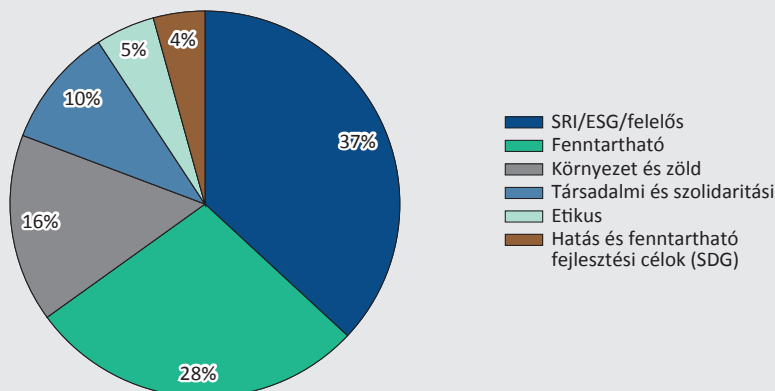
takar (osztrák). A francia Greenfin például részben a CBS-en alapul (*Greenfin Label 2019*), ezért is lehet elfogadó a nukleáris energiával szemben (amikor szuverénekről van szó, vállalatok esetében nem az). Az oksági viszony persze inkább fordított lehet: eleve azért erre a standardra alapozták a nemzeti címkét, mert ez nem elutasító a nukleáris energiával szemben.

4.1. Fogalmi burjánzás

A hiányzó közös nyelv szükségszerűen idézte elő az elnevezések terén tapasztalható bábeli állapotokat. Ezt jól megvilágítja a *Novethic (2020a)* 2019 végi gyűjtése, amely 806 címkézett európai alap elnevezéseit szedte csokorba (*1. ábra*). A legtöbbször használt hívószavak a „társadalmilag felelős befektetés” (SRI)²³, „ESG”, „felelős” voltak (225). Emelkedőben volt ugyanakkor a „fenntartható”, különböző nyelveken (171). Jelentős volt még a „környezet és zöld” (96) és a „társadalmi és szolidaritási” (61). Szerepeltek még az „etikus” (30) és a „hatás és fenntartható fejlődési célok” (SDGs)²⁴ (26) elnevezések is. Egy alap több kategóriába is beletartozhatott (68). Érdekes ugyanakkor, hogy a címkézett alapok fennmaradó része, azaz több mint negyede még csak nem is utalt a fenntarthatóságra marketinganyagaiban.

1. ábra

Címkézett európai alapok elnevezéseinek megoszlása 2019 végén



Megjegyzés: Egyes alapokhoz több elnevezés is kapcsolódott, azaz volt átfedés a kategóriák között.

Forrás: *Novethic (2020a)* alapján

4.2. Minősítők közötti versenyhelyzet és NGO-vonatkozások

2019-ben nagy versenyfutás indult, elsősorban a belga és a francia címkézők mint piacvezetők között (*2. ábra*). Ezzel párhuzamosan megindult az EU-s szabályozás felé, végső soron a pénzügyi EU Ecolabel irányába mutató konvergencia. Mindazonáltal

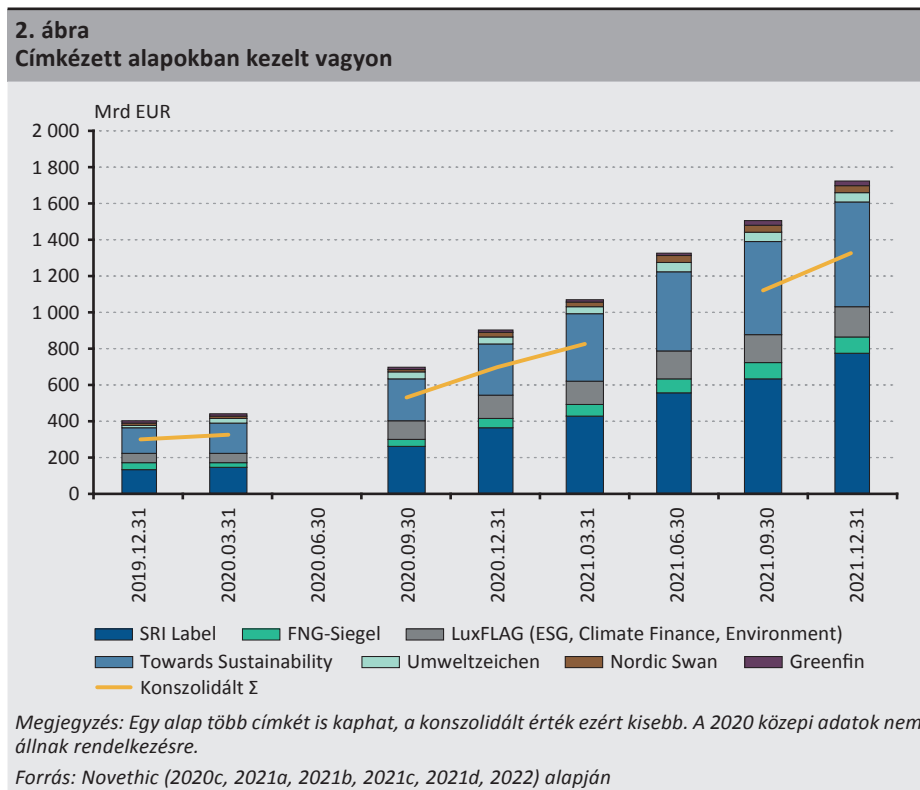
²³ Socially Responsible Investment

²⁴ Sustainable Development Goals

ez korántsem hozott olyan közeledést a rendszerek között, hogy eltűnt volna minden markáns eltérés. Elsősorban az egyes iparágak kizárásában, de esetlegesen a transzparenciában, a dokumentációban és a jelentési kötelezettségekben is fennmaradtak látványos különbségek.

Álláspontom szerint a teljes hasonuláshoz valójában az érdekeltség hiányzik. Arról lehet szó, hogy bár deklaráltan mindegyikük szeretne külföldön is terjeszkedni, a honos országban/régióban megtartandó domináns pozíció a minimumcél. Ebből az következik, hogy az adott ország/régió speciális érdeke nem hagyható figyelmen kívül. Például egy francia minősítő nem fogja a nukleáris ágazatot fejlesztő szuverént kizárni, míg egy osztrák igen. Ebből az a kedvezőtlen helyzet áll elő, hogy ha egy alap több országban/régióban is tevékenykedne, akkor marketingszempontról több ország/régió címkéjét is érdemes elnyernie, ami viszont akár jelentősen eltérő kritériumrendszernek való megfelelést is feltételezhet. A harmonizációt persze önmagában az sem segíti, hogy maga az összeurópai cél is mozgó, hiszen például a gáz és a nukleáris energia kezelése körüli vita még korántsem jutott nyugvópontra.

Érdemes kiemelni, hogy 2021 végén a minősített vagyon közel felén volt olyan címke, amely kizárja a 40-nél alacsonyabb korrupciós indexű országok szuverénkötvényeit (lásd az FNG-Siegel, Towards Sustainability, Nordic Swan számait a 2. ábrán).



4.3. Címkék lakossági ismertsége

Mennyire érdekelheti a lakossági befektetőket a címke? A francia pénzügyi piaci felügyelet 2021-ben felmérést készített a lakosság körében a felelősségteljes befektetésről, a címkék ismertségéről. Az eredmények azt mutatták, hogy a francia emberek 71 százaléka még csak nem is hallott a két hazai címkéjük egyikéről sem (AMF 2021). Csupán 6–7 százalékyian voltak azok, akik mélységében tudták, hogy a szóban forgó minősítések mit is takarnak.

Tekintettel arra, hogy a francia ESG-címke az európai piacvezető is egyben, és így is alig ismerik otthon érdemben, pusztán versenypiaci logika talaján nem tűnne reális feltételezésnek az, hogy lakossági befektetőkkel kalkuláló alapok önként kizárnának portfólióikból bizonyos instrumentumokat. Ebből ugyanis semmilyen hasznuk nem származna, ahhoz a preferenciák tömeges átfordulására lenne szükség. Egy ilyen elmozdulást leginkább a szabályozó kényszeríthet ki, például a pénzügyi EU Ecolabel keretében, vagy indirekten, az intézményi befektetőkre vonatkozó szabályokon keresztül.

4.4. A Klímakötvény Tanúsítvány²⁵ mint természettudományos címke

A CBI nemcsak standardot, taxonómiát és információt szolgáltat, hanem a zöldkötvények esetében minősítői tevékenységet is végez. A CBC azt igazolja, hogy az eszköz/projekt teljesíti a CBS-ben előírt kritériumokat (jelenleg egy 2019 végén készült standard van érvényben).²⁶ Zöld minősítésről lévén szó, a standardban nem merülnek fel klimatikus/környezeti kérdéseken túlmutató pontok (pl. korrupció), ebben tehát analóg a már tárgyalt, befektetési alapok minősítésére szolgáló európai zöld címkékkel. Kiemelendő ugyanakkor, hogy a CBI-taxonómiában a nukleáris energia zöldként szerepel, hiszen középpontjában a karbonintenzitás áll (részletesebb kiértékelést igénylő zónában egyedül az uránbányászat van, ami közvetett kockázat). Szintén fontos elem, hogy a földgáz is a nem eleve elutasított zónába helyezi, ellentétben a szénnel, amely kizárólag abban a speciális esetben kap zöld utat, amikor a széndioxid elnyelése és tárolása 100 százalékos (ez az ún. tiszta szén technológia).

2021 végén világviszonylatban már több mint 200 milliárd dollárnyi kötvény viselte a CBI tanúsítványát. Ezen kötvények között szerepel egy magyarországi vonatkozású is, mégpedig az Erste Jelzálogbank Zrt. 2021. december 6-i 10,43 milliárd forintos zöld jelzáloglevél-kibocsátása (lásd *CBI Certified Bonds adatbázis*²⁷, illetve *Erste 2021*). Az európai szuverének közül például a hollandok már igényeltek CBI-minősítést, egy 2019. szeptemberi 10,7 milliárd eurós kibocsátásuk alkalmával.

²⁵ Climate Bond Certificate (CBC)

²⁶ A 2022. szeptember 6-án konzultációs céllal közzétett új verzió (v4: *CBI 2022c*) a nem pénzügyi vállalkozások minősítéséhez szükséges szempontokkal bővítené az aktuális standardot (v3: *CBI 2019*), beleértve az e vállalatok SLB-kibocsátásának kérdéskörét is.

²⁷ <https://www.climatebonds.net/certification/certified-bonds>

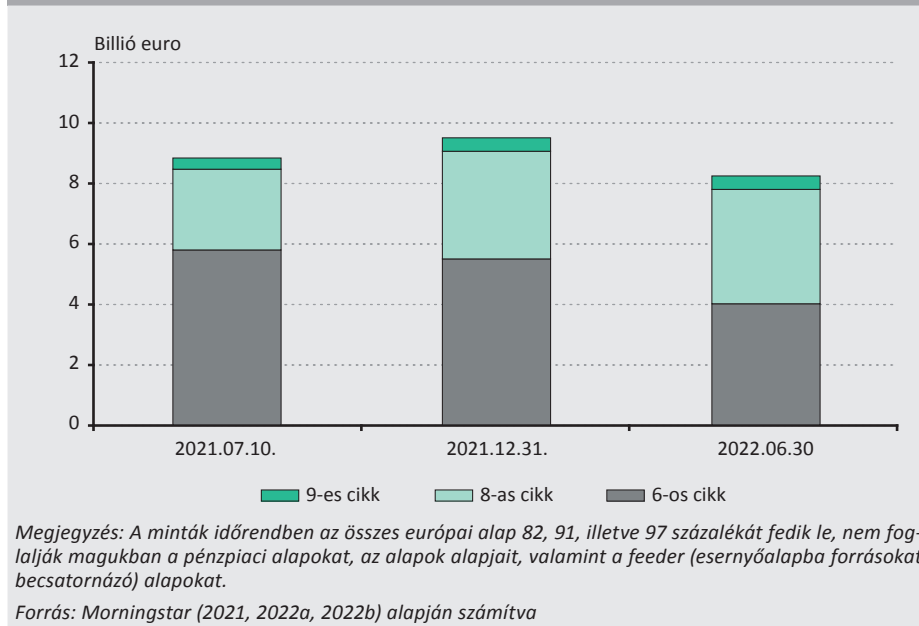
5. SFDR 6–8–9-es cikk körkép

A *Novethic* (2022) adatai szerint 2021 végén a címkével ellátott 1 799 alap (1 330 milliárd euro kezelt vagyon) több mint ötöde 9-es cikk szerinti volt. A zöld címkékhez (Greenfin, LuxFLAG Environment, LuxFLAG Climate) tipikusan 9-es cikk szerinti alapok társulnak, de az ESG-címkék esetében sem volt elhanyagolható az ilyen alapok aránya (20–40 százalék).

A *Morningstar* (2021, 2022a, 2022b) amerikai pénzügyi szolgáltató vonatkozó mintája kiterjed az EU-ban forgalmazott valamennyi alap 82–97 százalékára, tehát a nem címkézettekre és a nem zöldekre (6-os cikk) is. Az adatok az SFDR 2021. márciusi indulása óta a 8-as és 9-es cikk szerinti alapok jelentős térnyerését mutatják. Sőt, eszközarányuk 2022-ben már át is lépte az 50 százalékot, igaz, általános tőkepiaci zsugorodás mellett (3. ábra). Jól kivehető ugyanakkor az is, hogy messze a 8-as cikk szerinti alapok dominálnak.

3. ábra

Az SFDR 6–8–9-es cikk szerinti alapok eszközállománya (minta)



Ezen a ponton érdemes felidézni, hogy a 40 alatti korrupciós indexű szuverén ESG-kötvényei – a 2021 végi állapotot tekintve – a címkézett alapok körülbelül feléből záródnának ki (Towards Sustainability, FNG-Siegel, Nordic Swan). Ez a hozzávetőlegesen (nem konszolidálva számolt) 700 milliárd eurós vagyon persze jelentősnek tűnik a címkézett 1,33 billió eurós összállományhoz képest, ugyanakkor jóformán eltörpül a teljes 8-as és 9-es cikk számához (3,60+0,45=4,05 billió euro), vagy akár a 6-os

cikk számához (5,5 billió euro) viszonyítva (ez utóbbi összemérés is releváns, hiszen zöldkötvényt messze nem csak zöld befektetők vesznek). A teljes 9,55 billió eurós európai tőkepiac töredékét teszik ki tehát a szuveréneket kedvezőtlen korrupciós szám esetén biztosan kizáró alapok, sőt, mivel ezek a 6, 8, 9-es állományi adatok nem fedik le a teljes sokaságot, az arány valamivel még ennél is kisebb.

5.1. Greenwashing

Az 3. ábrán látható, a 9-es és 8-as cikk szerinti alapok között fennálló súlyos aránytalanság (2021 végi 1:8-hoz arányszám a címkézett alapoknál tapasztalt 1:4-hez képest) álláspontom szerint a greenwashing szignifikáns jelenlétére utal.²⁸ A jelenség valószínűsíthetően szorosan kapcsolódik ahhoz az egyelőre nem eldöntött dilemmához, hogy szétválasztható-e az adott cég és annak egy tematikus projektje, vagyis hogy egy cég vagy állam kötvénye attól lesz zöld/fenntartható, hogy így hívja a termékét, vagy a teljes mögöttes szervezet működésétől, stratégiájától. Ameddig a zöld/ESG kötvény kibocsátó gázszolgáltatónak ugyanolyan hozamelőnyt (greeniumot) ítél a piac, mint a napelemparknak mint kibocsátónak, addig ezen kibocsátások, illetve az ezekre építő – akár új, akár létező, de átmaszkírozott – alapok diadalmenete prognosztizálható. Amint a szabályozási bizonytalanság és a zöld kommunikációs hevület keltette hullámok alábbhagynak, a piac jobban be tudja majd árazni egy adott cég vagy szuverén mögöttes átállási kockázatait. Amennyiben egy cég bevételei 99 százalékban barna területről érkeznek, nehéz okot találni arra, miért is kellene a sima és a zöldkötvényét más adóskockázati elbírálás alá helyezni, azaz hogy miért is járna neki greenium.

Az újabb és újabb szemantikai innovációk („zöld”, „fenntartható”, „felelős” stb.) is feltehetőleg részben erre az árazási defektusra, egyfajta adaptív eszmélésre vezethetők vissza. Praktikusan, amint kezd kifogyni egy divatos név mögül az arbitrázslehetőség, érdemes újabb, hangzatos elnevezésű termékkel előállni, amiről a piac kezdetekben még kevéssé tud pontos értékítéletet mondani, és amit az erős zöld/ESG kommunikációs, illetve részben szabályozói nyomás miatt ebben a fázisban még jó eséllyel túlértékel.

6. Greenium

A CBI egyik tanulmányában a GSS-kötvényt kibocsátó, mintában szereplő szuverének általános tapasztalata szerint nagyobb a kereslet a GSS-kötvényeikre a hagyományosokhoz képest (CBI 2021a). A magyar túljegyzés mértéke a kiemelkedők között volt, de akadt egy-két különös eset is, például a litván, ahol éppenséggel ennek ellenkezője volt megfigyelhető.

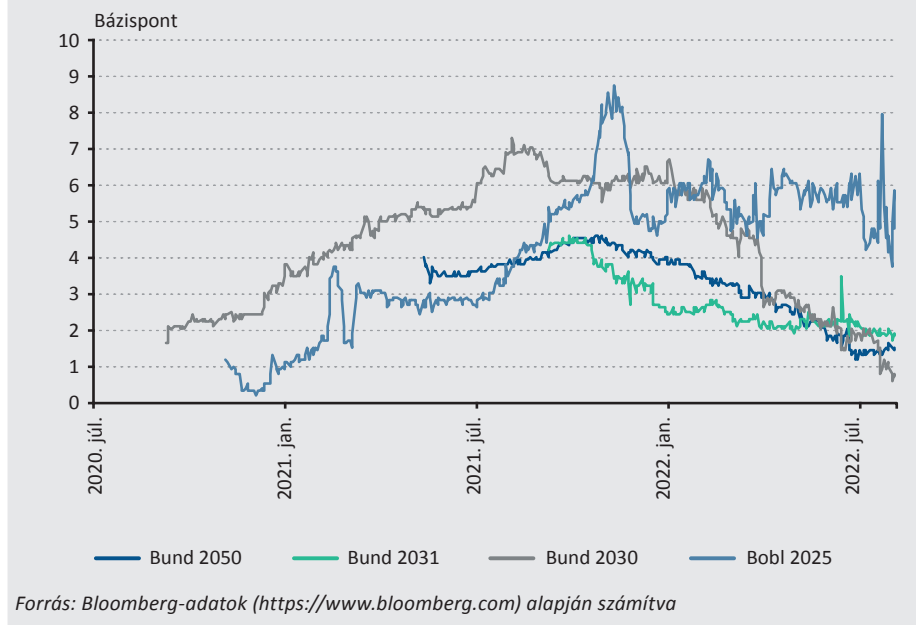
A keresleti többlet a kibocsátó szempontjából hozamelőnnyel járhat. A 2017 és 2020 közötti 23 szuverénkibocsátás adatait nézve 9 mutatott greeniumot, 10 hozama

²⁸ Részletes és széleskörűen elfogadott, azaz a greenwashing ellen valamelyest védelmet nyújtó ajánlás- és szabályrendszer egyelőre egyedül a célirányosan zöld (környezeti) befektetések kapcsán létezik.

pedig a hozamgörbére esett (CBI 2021a). 2021 második felének nem-szuverén kibocsátási adatait tekintve 73 zöldkötvény fele greeniummal érintett vagy hozamgörbére eső volt (CBI 2022a). Eurós kibocsátásnál átlagban a zöldekre 3,4-szeres, míg az ekvivalens vanillára csak 2,7-szeres túljegyzés esett (hozamfelár-csökkenés [spread compression] szintjén ez 19,3, ill. 17 bázispont). A dollárkibocsátások ugyanezen számai 3-szoros, illetve 2,7-szeres túljegyzést mutattak (25,9, ill. 21,7 bázispont).²⁹

Európában főleg a német állampapírok esetében figyelhető meg jól a greenium mértéke az ikerkibocsátás gyakorlata miatt („green twins”, Deutsche Finanzagentur 2022). Ez azt jelenti, hogy a kibocsátott zöldpapírnak van egy lejáratban és kuponban megegyező normál párja. Jelenleg négy ilyen pár létezik, amelyek közül három kötvény (Bund 2030, 2031, 2050-es lejárat) és egy pedig kincstárjegy (Bobl 2025-ös lejárat).

4. ábra
Zöld német állampapírok hozamelőnye az egyes lejáratokon



A 4. ábrán jól kivehető, hogy a német papírok esetében van greenium, igaz, úgy, hogy 2019 végéig valamennyi kötvény negatív hozammal bírt, vagyis a zöldkötvény tartása a hagyományoséhoz képest jobban apasztotta tulajdonosa vagyonát.

²⁹ Kotró – Márkus (2020) szerint a befektetők Amerikában akár átlagosan 35 bázisponttal is alacsonyabb kockázati felárral díjazták a jobb ESG-besorolású, vagyis nem csupán a pénzügyi szempontokat figyelembe vevő vállalatokat. Igaz, Japán esetében ennek a szöges ellentétét látták, Európában pedig vegyes képpel találkoztak.

Érdeemes megfigyelni, hogy a hosszú zöld papíroknál a korábban erősödő befektetői lelkesedés megfordult, és kezd elfogyni a lendület.³⁰

Egyáltalán nem általános, hogy a szuverén GSS-kötvényeket pusztán dedikált zöld befektetők vásárolnák, arányuk átlagban – nagy szórás mellett – csupán 44 százalékos volt (*CBI 2021a*). 2021 második felének 57-es elemszámú nem-szuverén mintája ennél nagyobb, 66 százalékos átlagot mutatott (*CBI 2022a*).

Amíg ez a fajta túlkereslet érzékelhető, nem tűnik észszerűnek a zöldkötvény-kibocsátók körének környezeti kritériumokon túlmutató (de nem a greenwashing kizárását célzó) szűkítése. Kockázatot jelenthet ugyanakkor az, hogy a zöld és a fenntarthatósági kategóriák közötti határvonal egyre inkább elmosódik (lásd Nordic Swan hibrid zöld/ESG címkéjét). Mivel az utóbbiaknál nem kizárólag valamely természet-tudományos szempontrendszer és a kereslet-kínálat szabályai, hanem egy egészen más, egyes kvalitatív elemeket különösen kihangsúlyozó kritériumrendszer képezi a szelekció alapját, ez a közeledés akár a zöldkötvények értékelésének tényalapúságát is kikezdheti.

7. Globális kitekintés

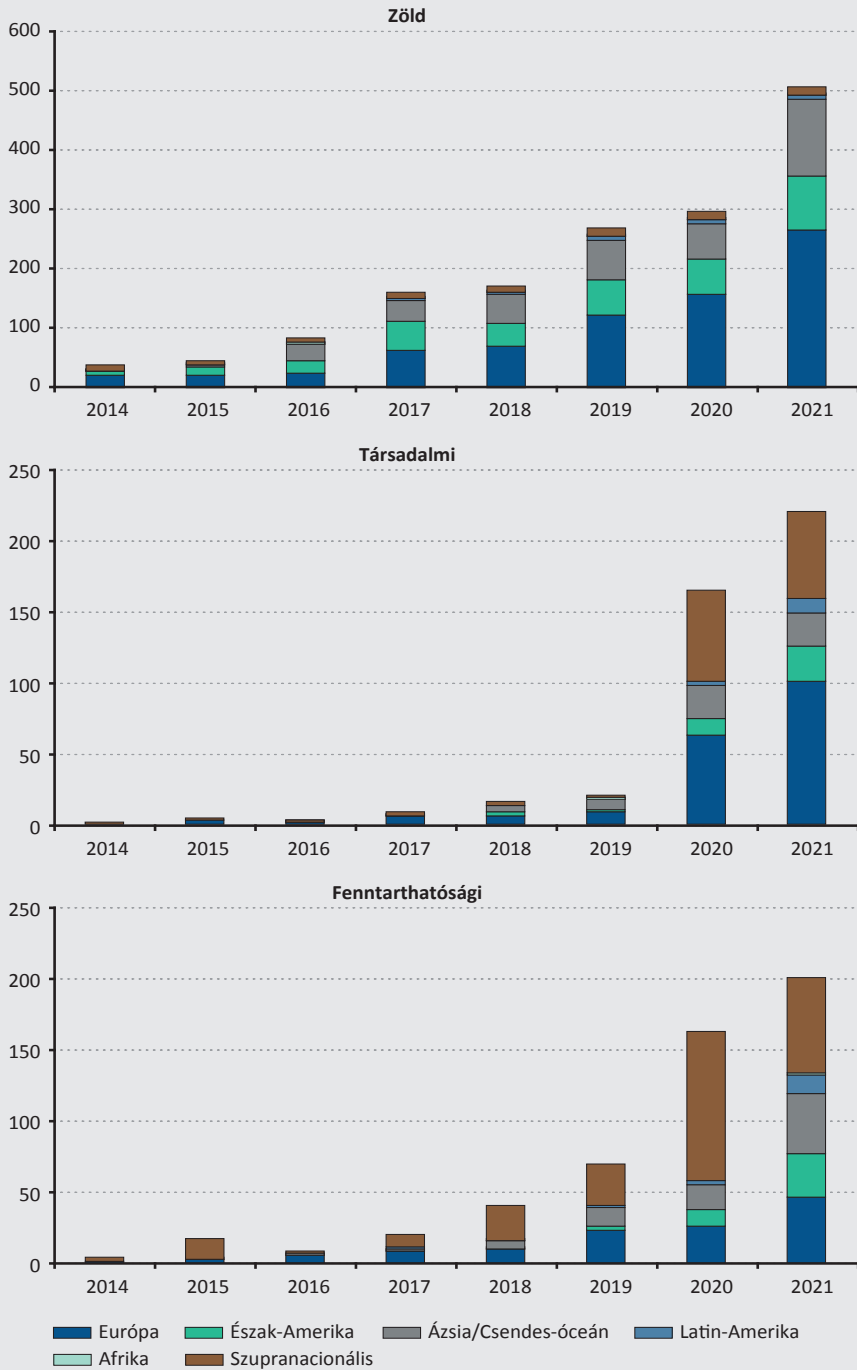
A CBI-nak non-profit nemzetközi szervezetként deklarált célja a klímabarát globális gazdasági működés előmozdítása, ezért – a világon egyedülként – ingyenes adatbázist³¹ működtet a zöld, társadalmi, és fenntarthatósági termékek éves kibocsátási volumeneiről, mindezt globális szinten, eltérő metszetekben. Az adatbázisban azok a hitelviszonyt megtestesítő termékek szerepelnek, amelyeket a hitelfelvevő maga zöldnek, társadalmi vagy fenntarthatóságinak nevez (a módszertanról bővebben lásd *CBI 2020, 2022b*). Az adatszolgáltató által megosztott információk szerint az adatok kellően reprezentatívak, vagyis az ezekből kiolvasható eloszlások adekvátak.

Az 5–9. ábrákon jól látható, hogy a zöldkötvény-kibocsátások – többé-kevésbé egyenletes növekedést mutatva – továbbra is dominálnak, ugyanakkor a társadalmi és a fenntarthatósági kötvények kibocsátási összegei együttesen – jóformán a semmiből – nagyságrendileg hasonló szintre ugrottak, s mindezt két év alatt.

³⁰ *Németh-Durkó – Hegedűs (2021)* zöldkötvény-alapok elemzése során szintén arra a következtetésre jutott, hogy a greenium létezik, de csökken. A különbséget szerintük az alapok szabályozási környezetének rendeződésével tűnhet el.

³¹ Interactive Data Platform: <https://www.climatebonds.net/market/data>

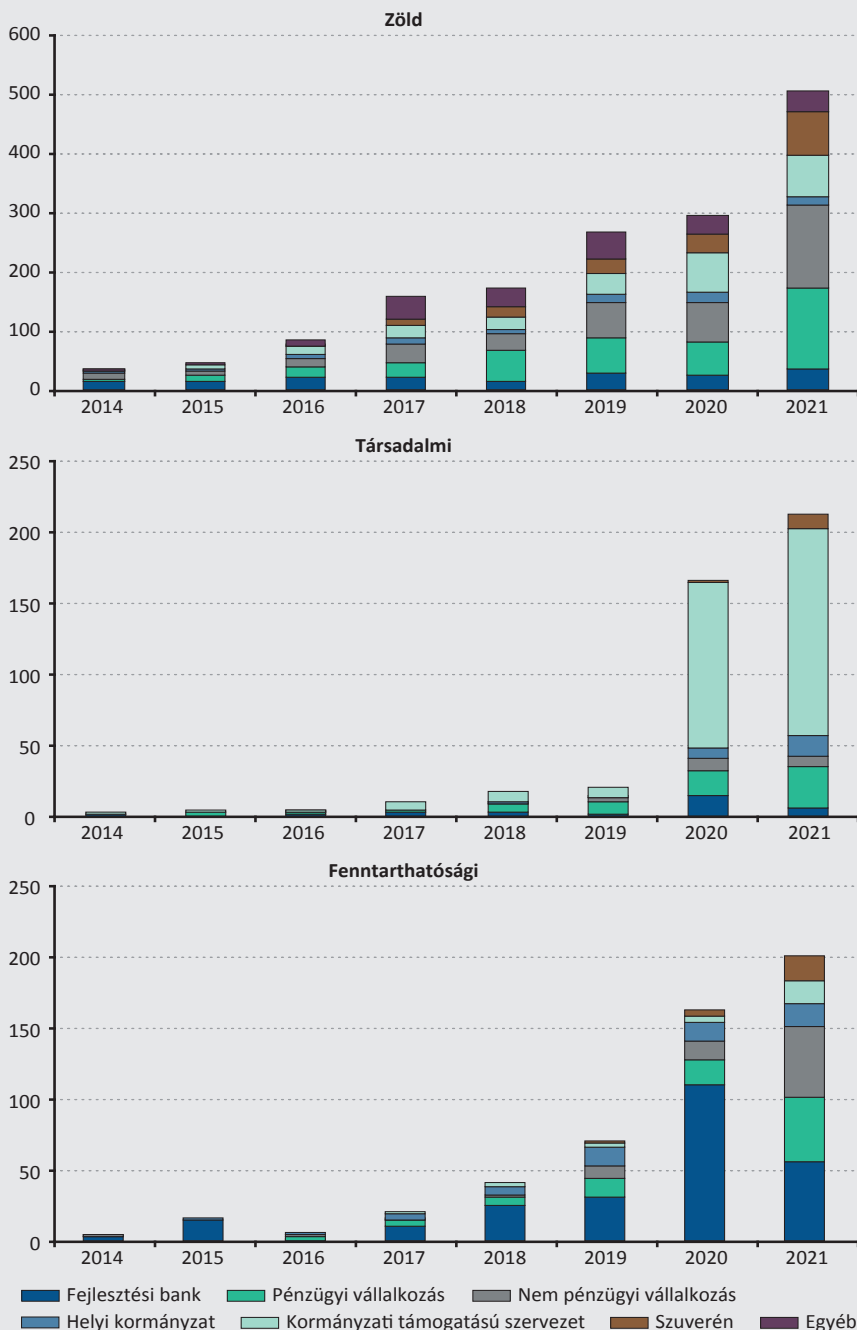
5. ábra
A GSS-kibocsátás kontinensek szerinti megoszlása (milliárd USD)



Forrás: CBI-adatok alapján

6. ábra

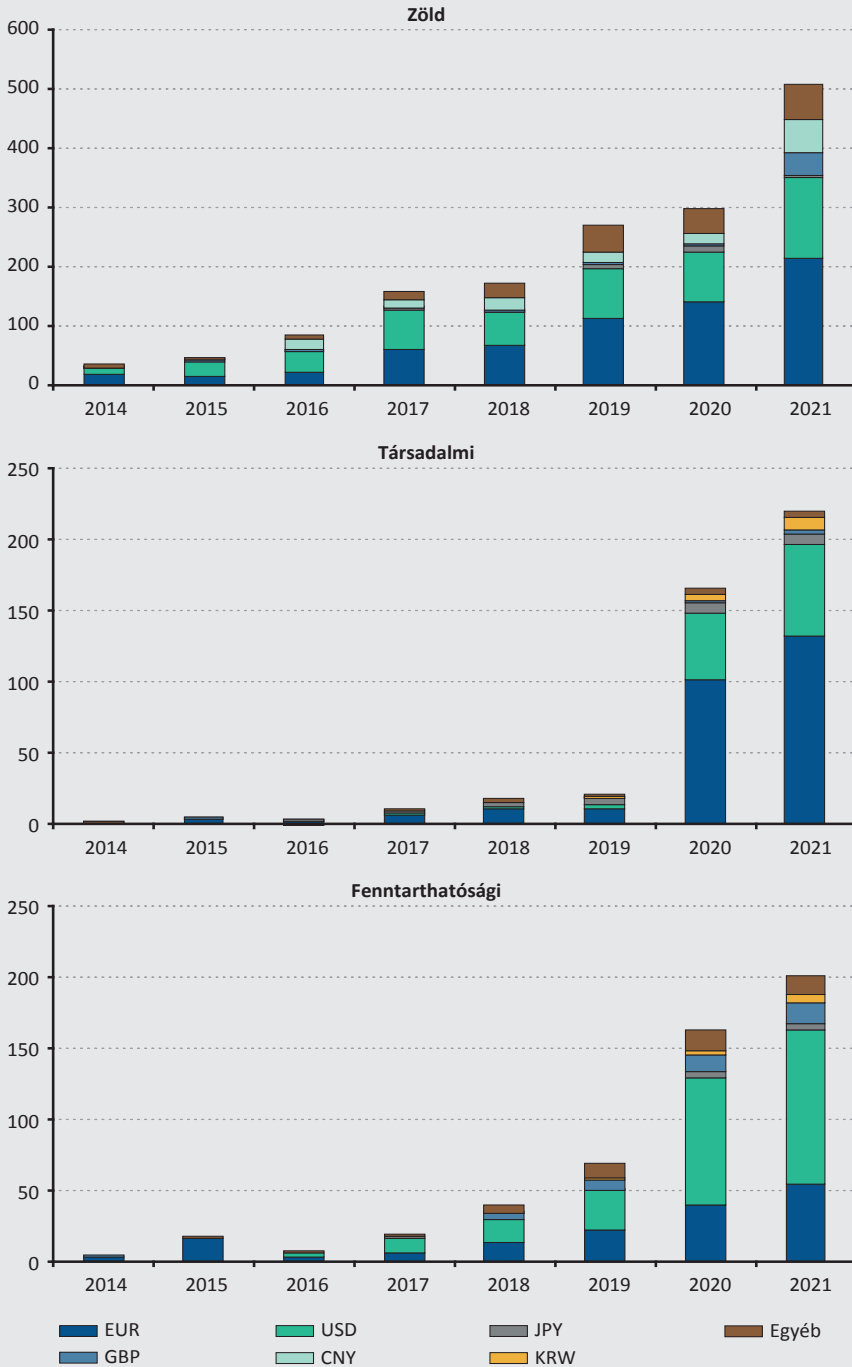
A GSS-kibocsátás kibocsátók szerinti megoszlása (milliárd USD)



Megjegyzés: E metszetenél a fenntarthatósági kötvények 2021-es adatai hiányosak, ezért az egyes elemeket arányosan megnöveltem a többi metszettel konzisztens összértéig.

Forrás: CBI-adatok alapján számítva

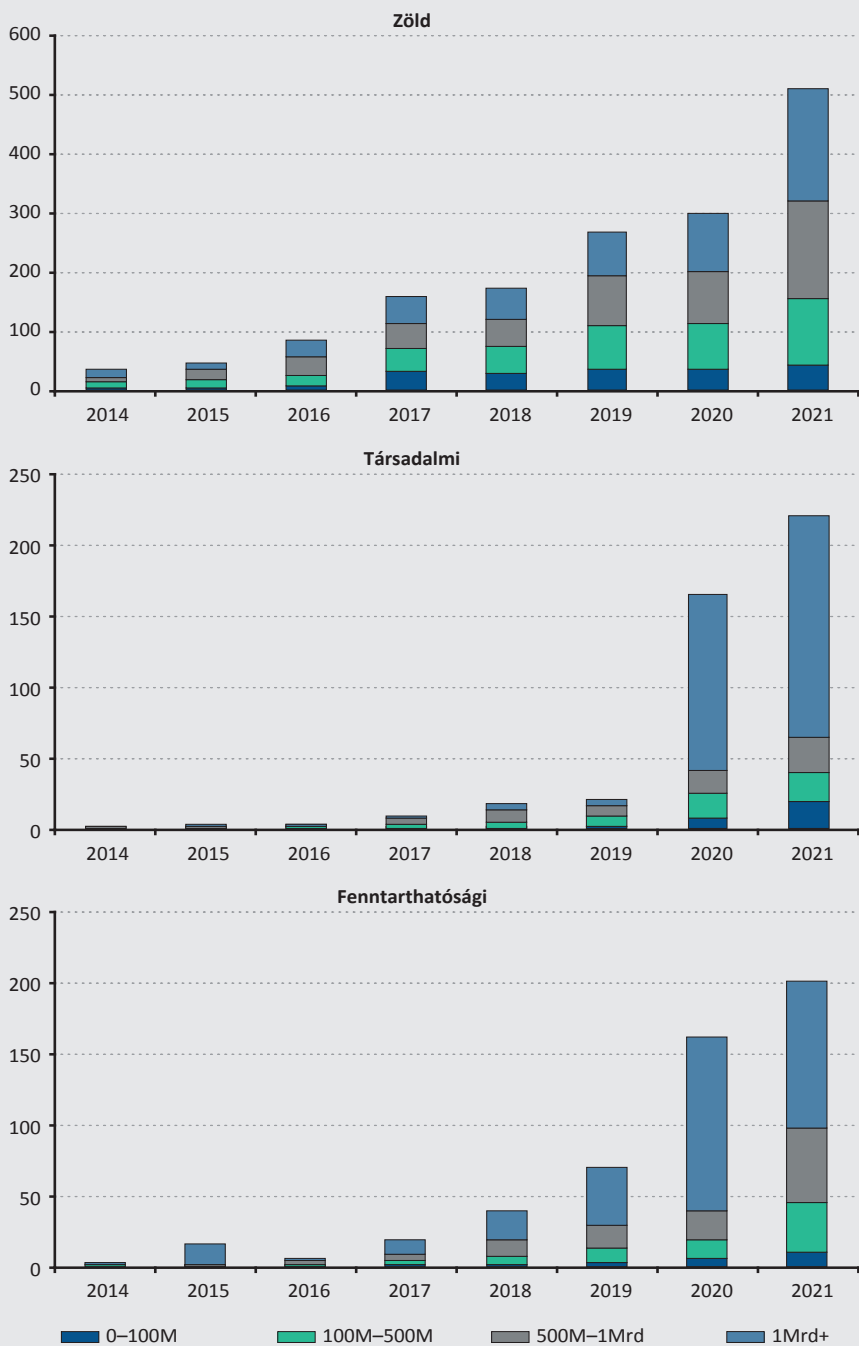
7. ábra
A GSS-kibocsátás devizanem szerinti megoszlása (milliárd USD)



Forrás: CBI-adatok alapján

8. ábra

A GSS-kibocsátás kibocsátási összeg szerinti megoszlása (milliárd USD)



Forrás: CBI-adatok alapján

Lokáció szerint a zöld és a társadalmi kötvények esetében Európa jár élen (5. *ábra*). A zöld esetében az ázsiai-óceániai térség is aktív, míg a társadalmi kötvényeknél a szupranacionális szervezeteknek is tevéleges része volt a 2020 előtt effektíve még nem is létező piac dinamizálásában. A fenntarthatósági kötvényeknél kezdetben egyértelműen a szupranacionális szervezetek domináltak, de 2021-ben már jóval heterogénebb lett a kép.

A kibocsátók típusa szerint a zöldeknel láthatjuk a legmarkánsabb szuverén-jelenlétet (6. *ábra*). Bár a társadalmi kötvények esetében a kibocsátók legnagyobb részét az ún. kormányzati támogatású szervezetek tették ki, kiemelendő, hogy a szuverénkibocsátások – igaz, alacsony bázisról – nagy növekedést mutattak 2021-ben. A fenntarthatósági kategóriában korábban a fejlesztési bankok domináltak, 2021-re viszont már színesebb lett a mezőny.

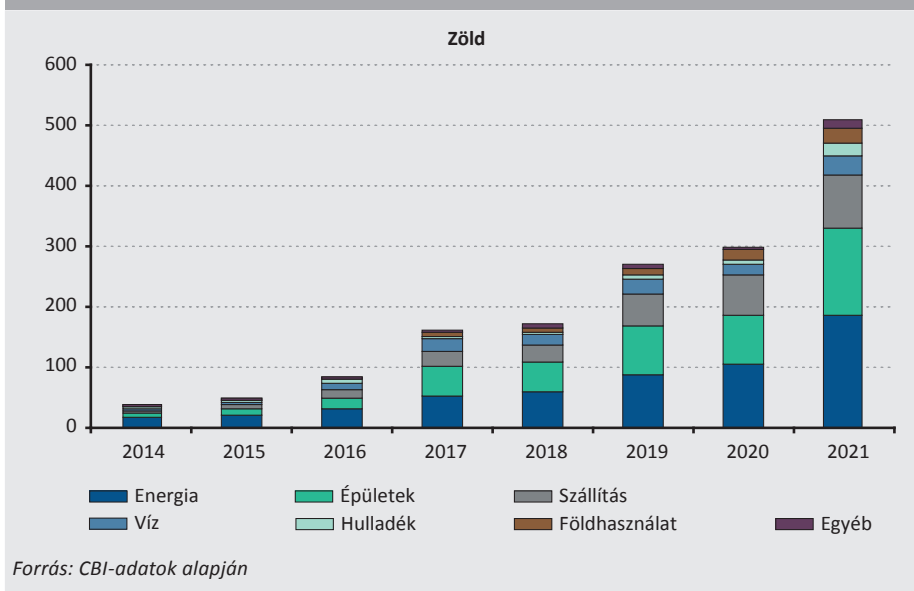
A kibocsátások zömének devizaneme alapvetően az euro és a dollár (7. *ábra*). A zöld és a társadalmi esetében inkább az euro, míg a fenntarthatósági esetben a dollár dominál. A zöld esetében markáns még a jüan és újabban a brit font denomináció, de együttesen számottevő a svéd koronában, valamint a kanadai, ausztrál és szingapúri dollárban történő kibocsátás is. A társadalmi és fenntarthatósági esetekben érdekes fejlemény a koreai won érzékelhető növekedése, de az utóbbi kategóriánál érdemes megemlíteni még a jelentős brit font arányt (a szupranacionális kibocsátásoknál is, lásd CBI adatbázis).

A kibocsátások volumene szerint is jelentősek az eltérések az egyes típusok között (8. *ábra*). Bár a zöldek esetében nőtt az egy milliárd dollár fölötti kibocsátások jelentősége, még mindig számottevő a kisebb ügyletek aránya. A társadalmi és a fenntarthatósági kötvényeknél ugyanakkor egyértelműen a nagy kibocsátások dominálnak.

Célok tekintetében a zöldkötvények zömében az energiához, az épületekhez, valamint a szállításhoz kapcsolódnak (9. *ábra*). A 2021-es nagy növekmény is főként az első két allokációs cél kapcsán jelentkezett.

9. ábra

A zöldkötvények allokációs célok szerinti megoszlása (milliárd USD)



8. Összefoglalás

A globális zöld átállás szükséges előfeltétele a közös nyelvezet megteremtése. A kötvények terén világszinten két szervezet, az ICMA és a CBI önkéntes standardjai, sorrendben a GBP és a CBS terjedtek el. A piacot a már 2014 óta létező GBP dominálja, jelenleg ez tekinthető a globális standardnak. Az EU GBS 2018 óta még mindig kidolgozás alatt áll. A tervek szerint ez előírná az EU Taxonómiával való összhangot, a transzparenciát, a külső értékelést, sőt a külső értékelők ESMA általi felügyeletét is. A zöld standardokkal ellentétben a szociális és a fenntarthatósági iránymutatások kínálata egyelőre jóval visszafogottabb. Ebben (is) jelenleg az ICMA jár élen, hiszen már társadalmi, fenntarthatósági és fenntarthatósághoz kötött témákban is kiadta ajánlásait.

Az alapok önminősítése terén EU-s szinten az SFDR közelmúltbeli hatálybalépése hozott némi előrelépést. Klasszifikációs rendszere lényegében háromfelé bontja az alapokat. A 6-os cikk minden alapot kötelez arra, hogy tegye közzé fenntarthatósági kockázatait, akkor is, ha nem zöld/ESG-alapnak hirdetik magukat. A 8-as cikk szerinti alapok olyan pénzügyi termékeket kínálnak, melyek elősegítik környezeti és/vagy társadalmi célok megvalósulását, feltéve, hogy a mögöttes vállalatok – amelyekben a beruházások megvalósulnak – jó kormányzati elveket követnek. A 9-es cikk szerinti alapok ennél annyiban előremutatóbbak, hogy mögöttük kimondottan fenntarthatósági célú beruházások állnak, konkrét, mérhető pozitív hatással. Az SFDR, ahogyan

a többi szabály is, egyelőre több hiányosságtól szenved (pl. definíciók többértelműsége, adathiány).

Az önminősítések intranszparens rendszerének meghaladása érdekében – az EU-s szabályozás késlekedésének köszönhetően – pénzügyi szervezetek érdekképviselői vagy éppenséggel kormányzatok léptek fel kezdeményezőleg. A múlt évtized végére Európában már kilenc, alapokat minősítő címke volt a piacon. A címkéknek két típusa különböztethető meg: ESG és zöld fókuszú. Az előbbi garantálja, hogy a pénzügyi termékek mögött integrált ESG-stratégia áll, míg az utóbbiakat a tematikus zöld alapok kaphatják.

Az ESG-fókuszú címkék többnyire kizárnak bizonyos vállalatokat és szuveréneket, például fegyvergyártás vagy nukleáris energia támogatása miatt. Az EU-s szabályozási környezethez való közeledésük ellenére ugyanakkor a minősítési rendszerek a nemzeti prioritásokat tükrözik, arra optimalizáltak, tehát még mindig jelentősen eltérnek egymástól.

Fontos rámutatni, hogy az ESG-minősítők közül többen támaszkodnak NGO-mutatószámokra, úgymint a Freedom House országminősítése vagy a Transparency International korrupciós indexe. Ezek kapcsán több címke esetén is kizáró ok a „nem szabad” országminősítés és/vagy a 40-nél alacsonyabb korrupciós index (a kisebb érték rosszabb). Az érintett szuverének számára további kockázatot jelenthet a zöld és fenntarthatósági kategóriák közötti határvonal esetleges elmosódása, vagyis az, hogy a jelenleg zöld téren meglévő, kizárólag természettudományos szempontrendszerek kiegészülnek kvalitatív szempontokkal. További kockázatot jelenthet az is, ha ezek a kritériumok beépülnek az általános befektetői elvárásokba, mutatórendszerekbe (scorecardokba), hiszen így már a normál (nem ESG) kötvények is rosszabb megítélés alá eshetnek. A kockázatok elemzése tehát korántsem szűkíthető le pusztán a jogszabályok területére, hiszen a befektetői preferenciák lehetnek ezeknél szigorúbbak is.

A zöld, társadalmi vagy fenntarthatósági kötvényt kibocsátó szuverének általános tapasztalata szerint nagyobb a kereslet GSS-kötvényeikre a hagyományosakéhoz képest. A keresleti többlet a kibocsátó szempontjából hozamelőnnyel, azaz greeniummal járhat. A túlkereslet mögött marketingszempontok, valamint a szabályozási környezet bizonytalansága, így árazási nehézségek is állhatnak.

Globális kitekintésben a zöldkötvény-kibocsátások továbbra is dominálnak, ugyanakkor a szociális és a fenntarthatósági kötvények kibocsátási összegei együttesen nagyságrendileg hasonló szintre ugrottak két év alatt. A kibocsátók típusa szerint továbbra is a zöldekben láthatjuk a legmarkánsabb szuverén-jelenlétet. A kibocsátások zömének devizaneme alapvetően euro és dollár. A szociális és fenntarthatósági esetekben érdekes elem a koreai won szemmel látható nagyságú növekedése.

A kibocsátások volumene szerint is jelentősek az eltérések: a zöldek esetében még mindig számottevő a kisebb ügyletek aránya, miközben a szociális és a fenntarthatósági kötvényeknél egyértelműen a nagy kibocsátások dominálnak.

Összefoglalva, a szuverén ESG-kibocsátások kapcsán vannak olyan kockázati elemek, amelyek a köztudatban kevésbé élnek, miközben potenciálisan markánsak is lehetnek. Önmagában az Európai Unión belül is jelentős gazdasági érdekelletetek húzódnak meg, melyek jól érzékelhetők az egyes országokhoz kötődő címkek feltételrendszereit vizsgálva. Egyelőre kérdéses, hogy mindez miként fog lecsapódni a még formálódó pénzügyi EU Ecolabelben és EU GBS-ben. A lehetséges kitétségek sokszínűsége miatt tehát egyetlen szuverén sem spórolhatja meg a hazai és európai, sőt globális piaci folyamatok, preferenciák állandó monitorozását. Ez utóbbiból szervesen következik, hogy nem elegendő csupán EU-s szinten ismerni a standardok, taxonómiák és minősítők piacát.

Felhasznált irodalom

ÁKK (2020): *Magyarország Zöld Kötvény Keretprogramja*. 2020. május. <https://akk.hu/download?path=c87e9ab9-5bf2-460e-a5a0-a94cbde8a390.pdf>

AMF (2021): *The French and Responsible Investment Products*. July. <https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/the-french-and-responsible-investment-products-july-2021.pdf>

CBI (2019): *Climate Bonds Standard V3.0*. December. <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>

CBI (2020): *Green Bond Database Methodology*. September. <https://www.climatebonds.net/market/green-bond-database-methodology>

CBI (2021a): *Sovereign Green, Social, and Sustainability Bond Survey – The ultimate power to transform the market*. January. <https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi-sovereign-green-social-sustainability-bond-survey-jan2021.pdf>

CBI (2021b): *Climate Bonds Taxonomy*. September. https://www.climatebonds.net/files/files/Taxonomy/CBI_Taxonomy_Tables-08A%20%281%29.pdf

CBI (2022a): *Green Bond Pricing in the Primary Market: July - December 2021*. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h2_2021_02g.pdf

CBI (2022b): *Social & Sustainability Bond Database Methodology*. August. <https://www.climatebonds.net/market/social-sustainability-bond-database-methodology>

CBI (2022c): *Climate Bonds Standard V4.0 - Draft for Public Consultation*. 6 September 2022. <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v4>

- CMF (2022): *Chile's Sustainability-Linked Bond Framework*. Ministry of Finance, Chile. February. <https://www.hacienda.cl/english/work-areas/international-finance/public-debt-office/esg-bonds/sustainability-linked-bonds/chile-s-sustainability-linked-bond-framework>
- Deutsche Finanzagentur (2022): *The Bund's green twins: Green Federal securities*. <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/green-federal-securities>
- EC (2021): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds COM/2021/391 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>
- ECB (2021): *Opinion of the European Central Bank of 5 November 2021 on a proposal for a regulation on European green bonds (CON/2021/30) 2022/C 27/04*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021AB0030>
- EP (2022): *Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds, Report - A9-0156/2022*. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0156_EN.html
- Erste (2021): *Erste Jelzálogbank Zrt. Erste 29B zöld elnevezésű jelzáloglevél első sorozatrészletének Framework és Erste Climate Bonds Certificate elnevezésű dokumentumai*. 2021. december 6. <https://www.erstebank.hu/hu/ebh-nyito/bankunkrol/erste-group/erste-jelzalogbank-zrt/kozvetetelek/2021/12/06/erste-29B-zold-elnevezesu-jelzaloglevel-elso-sorozatreszletenek-framework-es-erste-climate-bonds-certificate-elnevezesu-dokumentumai#>
- ESMA (2019a): *Final Report – Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*. 18 July. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf
- ESMA (2019b): *Technical Advice – ESMA Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market*. 18 July. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-321_technical_advice_on_sustainability_considerations_in_the_credit_rating_market.pdf
- EU (2014): *Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups Text with EEA relevance*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/95/oj>

- EU (2016): *Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014 (Text with EEA relevance)*. <http://data.europa.eu/eli/reg/2016/1011/oj>
- EU (2018): *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Action Plan: Financing Sustainable Growth*. COM/2018/097 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>
- EU (2019a): *Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Text with EEA relevance)*. <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>
- EU (2019b): *Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks (Text with EEA relevance)*. <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2089/oj>
- EU (2020): *Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Text with EEA relevance)*. <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>
- EU (2021a): *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0189>
- EU (2021b): *Commission Staff Working Document Accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy, SWD/2021/180 final*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021SC0180>
- EU (2021c): *Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 of 6 July 2021 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by specifying the content and presentation of information to be disclosed by undertakings subject to Articles 19a or 29a of Directive 2013/34/EU concerning environmentally sustainable economic activities, and specifying the methodology to comply with that disclosure obligation (Text with EEA relevance)*. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2021/2178/oj

EU (2021d): *Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2139 of 4 June 2021 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives (Text with EEA relevance)*. http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/2139/oj

EU (2022): *Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1214 of 9 March 2022 amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities (Text with EEA relevance)*. http://data.europa.eu/eli/reg_del/2022/1214/oj

EU Ecolabel (2018): *EU Ecolabel for Retail Financial Products* [project website]. <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/product-groups/432/home>

EU SURE (2020): *SURE Social Bonds*. https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/sure-social-bonds_en

EU TEG (2020): *European green bond standard*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en

FNG-Siegel (2020): *FNG-Label for Sustainable Investment Funds*. Rules of Procedure 2020. 19 March. https://www.fng-siegel.org/media/downloads/FNG_Label_2021-Rules_of_Procedure.pdf, update: 30 March 2022: https://fng-siegel.org/media/downloads/FNG-Label2023-Rules_of_Procedure.pdf

GFC (2015): *Green Bond Endorsed Project Catalogue (2015 Edition)*. 22 December. <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?cid=79&id=468>

GFC (2022): *The China Green Bond Principles were released*. 31 July. <http://www.greenfinance.org.cn/displaynews.php?id=3806>

Greenfin Label (2019): *Criteria Guidelines*. April. https://www.ecologie.gouv.fr/sites/default/files/Label_TEEC_Criteria%20Guidelines.pdf, update: September 2022. https://www.ecologie.gouv.fr/sites/default/files/Label_TEEC_Criteria%20Guidelines.pdf

ICMA (2020): *Sustainability-Linked Bond Principles – Voluntary Process Guidelines*. June. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>

ICMA (2021a): *Sustainability-Linked Bond Principles – Related questions*. February. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Sustainability-Linked-Bond-Principles-Related-questions-February-2021-170221v3.pdf>

- ICMA (2021b): *Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. June. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>
- ICMA (2021c): *Social Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*. June. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>
- ICMA (2021d): *Sustainability Bond Guidelines*. June. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>
- ICMA (2022): *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2021*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/GBP-Infographic.pdf>
- JPX (2022): *Japan Exchange Group Green Bond Framework*. April. <https://www.jp.co.jp/english/corporate/sustainability/jpx-esg/environment/b5b4pj0000048p79-att/greenbondframeworkenglish.pdf>
- JME (2015): *Green Bond Guidelines, 2017*. Ministry of Environment, Japan. March. <https://www.env.go.jp/content/900453296.pdf>
- JME (2020): *Green Bond Guidelines + Green Loan and Sustainability Linked Loan Guidelines*. Ministry of Environment, Japan. <https://www.env.go.jp/content/000042340.pdf>
- Kotró Balázs – Márkus Martin (2020): *Az ESG-minősítés hatása a vállalati kötvényhozamokra*. *Gazdaság és Pénzügy*, 7(4): 485–499. <https://doi.org/10.33926/GP.2020.4.7>
- MNB (2022): *Zöld kötvény kibocsátási útmutató*. Január. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-zold-kotveny-utmutato.pdf>
- Morgan Stanley (2020): *ESG in Sovereign Fixed Income Investing: Identifying Opportunities, Correcting Biases*. 6 November. https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_esginsovereignfixedincomeinvesting_en.pdf?1604647772401
- Morningstar (2021): *SFDR: Four Months After Its Introduction Article 8 and 9 Funds in Review*. 27 July. <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/214207/sfdr-four-months-on.aspx>
- Morningstar (2022a): *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: 2021 in Review*. 4 February. <https://www.morningstar.com/lp/sfdr-article8-article9>
- Morningstar (2022b): *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2022 in Review*. 28 July. <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>

Németh-Durkó Emilia – Hegedűs Anita (2021): *Klímaváltozás a tőkepiacokon: aktívan kezelt zöldkötvény-alapok vizsgálata*. Hitelintézési Szemle, 20(4): 38–64. <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.4.3864>

Nordic Swan Ecolabel (2022): *Nordic Ecolabelling for Investment funds and investments products*. Version 2.0. 15 February 2022 - 31 January 2025. <https://www.nordic-ecolabel.org/product-groups/group/DownloadDocument/?documentId=6087>, update: 8 November, Version 2.1: <https://www.nordic-ecolabel.org/product-groups/group/DownloadDocument/?documentId=6683>

Novethic (2019): *Overview of European Sustainable Finance Labels*. June. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_Overview-European-Sustainable-Finance-Labels_2019.pdf

Novethic (2020a): *Overview of European Sustainable Finance Labels*. January. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_Overview-European-Sustainable-Finance-Labels_2020.pdf

Novethic (2020b): *Overview of European Sustainable Finance Labels*. June. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_Overview-European-Sustainable-Finance-Labels_June_2020.pdf

Novethic (2020c): *Market Data - Sustainable Labels Europe at 30. Sept. 2020*. December. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_MarketData_SustainableLabelsEurope_2020-09-30.pdf

Novethic (2021a): *Market Data - Sustainable Labels Europe at 31. Dec. 2020*. March. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_MarketData_SustainableLabelsEurope_2020-12-31.pdf

Novethic (2021b): *Market Data - Sustainable Labels Europe at 31. Mar. 2021*. May. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_MarketData_SustainableLabelsEurope_2021-03-31.pdf

Novethic (2021c): *Market Data - Sustainable Labels Europe at 30. June 2021*. September. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_MarketData_SustainableLabelsEurope_2021-06-30.pdf

Novethic (2021d): *Market Data - Sustainable Labels Europe at 30. Sept. 2021*. November. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_MarketData_SustainableLabelsEurope_2021-09-30.pdf

Novethic (2022): *Market Data - Sustainable Labels Europe at 31. Dec. 2021*. February. https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic_MarketData_SustainableLabelsEurope_2021-12-31.pdf

- PBC (2015): *The People's Bank of China Announcement No. 39 [2015]*. 15 December. <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/3911477/index.html>
- PBC (2021): *Green Bond Endorsed Projects Catalogue (2021 Edition)*. 21 April. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf>
- SRI Label (2020): *SRI label supported by the French authorities. Label guidelines*. 23 July. https://www.llabelisr.fr/wp-content/uploads/SRI-Label-Guidelines_EN_july2020updates_modifications.pdf
- Towards Sustainability (2021): *Revised Towards Sustainability Quality Standard – Final criteria. Revised QS - Technical Version*. 31 May. https://www.towardsustainability.be/sites/default/files/files/RevisedQS_Technical_20210531.pdf, update: 28 September 2022: https://towardssustainability.be/public/RevisedQS_Technical_20220928.pdf
- PSF (2022a): *Platform on Sustainable Finance: Technical Working Group – Part A: Methodological report*. March. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/220330-sustainable-finance-platform-finance-report-remaining-environmental-objectives-taxonomy_en.pdf
- PSF (2022b): *Platform on Sustainable Finance: Technical Working Group – Part B: Technical Screening Criteria*. March. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/220330-sustainable-finance-platform-finance-report-remaining-environmental-objectives-taxonomy-annex_en.pdf
- So, R. (2022): *Reflecting on SFDR one year on. Sustainable Views*. 15 March. <https://www.esg-specialist.com/reflecting-on-sfdr-one-year-on>
- UMEF (2022): *Uruguay's Sovereign Sustainability-Linked Bond (SSLB) Framework. Uruguay for Sustainability-linked Bonds Focused on Climate and Nature-based Targets*. Ministry of Economy and Finance, Uruguay. September. http://sslburuguay.mef.gub.uy/innovaportal/file/30690/20/uruguay_sslb_framework__2.pdf
- UN (1992): *United Nations Conference on Environment and Development*. Rio de Janeiro, Brazil, 3-14 June. <https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992>
- UN (2015): *Paris Agreement*. <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>
- UN (2000): *The Ten Principles of the UN Global Compact*. <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>