



# E-CONOM

Online tudományos folyóirat | Online Scientific Journal

**Főszerkesztő | Editor-in-Chief**  
SZÓKA KÁROLY

**Kiadja | Publisher**  
Soproni Egyetem Kiadó |  
University of Sopron Press

**A szerkesztőség címe | Address**  
9400 Sopron, Erzsébet u. 9., Hungary  
e-conom@uni-sopron.hu

**A kiadó címe | Publisher's Address**  
9400 Sopron, Bajcsy-Zs. u. 4., Hungary

**Szerkesztőbizottság | Editorial Board**  
CZEGLÉDY Tamás  
HOSCHEK Mónika  
KOLOSZÁR László  
TÓTH Balázs István

**Tanácsadó Testület | Advisory Board**  
BÁGER Gusztáv  
BLAHÓ András  
FARKAS Péter  
GILÁNYI Zsolt  
KOVÁCS Árpád  
LIGETI Zsombor  
POGÁ TSA Zoltán  
SZÉKELY Csaba

**Technikai szerkesztő | Technical Editor**  
TAKÁCS Eszter

**A szerkesztőség munkatársa |  
Editorial Assistant**  
IONESCU Astrid

**ISSN 2063-644X**



SZÉLES Zsuzsanna<sup>1</sup> – BARANYI Aranka<sup>2</sup>

## A fenntarthatóság érvényesülése a hazai kötvénypiacon

Kutatásunk központi témáját a vállalkozások finanszírozásának újszerű lehetőségeinek bemutatása, vagyis a zöld kötvények képezik. A hazai vállalkozások életében a 2013-as esztendő új lehetőséget nyitott ki a Növekedési Hitel Program (NHP) megjelenésével, mellyel jelentősen fellendült a kis és középvállalati (kkv) szektor forrásokkal történő ellátása, majd 2019-ben NHP fix konstrukcióval folytatódott a kedvező forrásbevonási lehetőség, mellyel párhuzamosan jelent meg a vállaltok részére kidolgozott és szintén a Magyar Nemzeti Bankhoz (MNB) köthető növekedési kötvényprogram azaz NKP. Az MNB a nemzetközi fenntarthatósági projektekhez és elvekhez igazodva elindította zöld kötvény programját, mely illeszkedik az MNB korábban megfogalmazott piaclikviditás bővítési szándékához. Tanulmányunkban tehát összefoglalóan áttekintjük a főbb „zöld” irányelveket, szabályzói intézményrendszert, majd pedig bemutatunk néhány hazai vállalati esettanulmányt, melyek jól mutatják a jövőt a pénzügyek terén.

*Kulcsszavak: kötvények, finanszírozás, fenntarthatóság, környezetvédelem*  
*JEL-kódok: G21, G23*

## Promoting sustainability in the domestic bond market

Green bonds, a novel way of financing businesses, represent the focal point of our research. The year 2013 opened up a new opportunity in the life of domestic enterprises with the introduction of the New Growth Loan Programme (NHP), which significantly boosted the supply of funds to the SME sector. In 2019 the favourable borrowing opportunities continued with the NHP fixed scheme in parallel with the Growth Bond Programme (NKP) developed for companies and also linked to the National Bank of Hungary (MNB). In line with international sustainability projects and principles, the MNB launched its Green Bond Programme, which is aligned with the MNB's earlier intention to expand market liquidity. In this paper, we will therefore summarise the main „green” policies and regulatory institutions, and then present some domestic corporate case studies that illustrate the future of finance.

*Keywords: bonds, financing, sustainability, environment*  
*JEL Codes: G21, G23*

---

<sup>1</sup> A szerző a Soproni Egyetem Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Karának egyetemi tanára (szeles.zsuzsanna@uni-sopron.hu).

<sup>2</sup> A szerző a Soproni Egyetem Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Karának egyetemi docense (baranyi.aranka@uni-sopron.hu).

## Bevezetés

Napjaink vállalatfinanszírozás alternatíváit tanulmányozva találkozhatunk a hagyományosnak mondható adósságfinanszírozáson belül többek között a hitelekkel, valamint az MNB által 2019-től támogatott NKP keretében vállalati kötvénykibocsátással is. Az NKP keretében 1.550 Mrd Ft keretösszegben került sor az MNB részéről jó minőségű vállalati kötvények vásárlására, ezzel is segítve a hazai vállalkozásokat a külső források bevonásában. A kibocsátási volumen minimális összege 1 Mrd Ft volt. Az NKP bevezetésének oka egészen a 2008-ban kirobbant pénzügyi válságig vezethető vissza, amikor is a hazai KKV szektor nem, vagy csak nagyon szigorú feltételek mentén jutott banki forrásokhoz. Az viszont nyilvánvalóvá vált, ha a vállalkozások nem jutnak olcsó forrásokhoz akkor a gazdasági növekedés nem fog beindulni, így a jegybank nem szokványos monetáris eszközhöz folyamodott melynek sikerét az elmúlt évek eseményei és a gazdasági növekedés mértéke egyértelműen igazolt. A NHP 2013-ban vette kezdetét, majd folyamatos fejlődési szakaszokon átesve a jegybank 2019-ben elindította az NHP fix programját, melynek célja a vállalkozások hosszú lejáratú és jól kiszámítható költségekkel jellemezhető forrásokkal történő ellátása. Az MNB monetáris politikájának keretében megállapítást nyert, hogy a vállalati finanszírozási kockázatot enyhítendő egyéb forrásbevonási lehetőségeket is biztosítani szükséges, melynek eszköze lett az NKP. A kötvényprogram elsősorban a nagyobb vállalkozások számára jelenthet kiszámítható és hosszúlejáratú forrásbevonási lehetőséget. Az MNB szerepvállalása a vállalati kötvénypiacon nem egyedülálló finanszírozási megoldás, hanem kapcsolódási pont az Európai Központi Bank szintén vállalkozások körében indított kötvényprogramjához. A jegybank által vállalt maximális kitétség értéke egy vállalatcsoporttal szemben 20 Mrd Ft, melyből legfeljebb 70%-ig tud az MNB vásárolni. Az alábbi tanulmányunkban a vállalati kötvényfinanszírozás szűkebb szegmensét, a zöld kötvény kibocsátást tettük részletesebb vizsgálatunk tárgyává. Célunk bemutatni a zöld kötvények kibocsátási folyamatát és annak legrelevánsabb szabályait, valamint szekunder adatok segítségével kívánjuk szemléltetni a projektet, majd végül hazai példákkal is szemléltetjük a zöld kötvény kibocsátási program sikerét.

## Állami és vállalati zöld kötvények kibocsátása hazánkban

Az NKP keretében a kötvény vásárlók hasonlóan az államkötvény vásárlókhöz hitelt biztosítanak egy meghatározott időre a kibocsátó részére. A hazai kötvénypiacot a NKP elindulásáig jórészt néhány pénzügyi intézmény kötvénye töltötte ki az államkötvények dominanciája mellett.

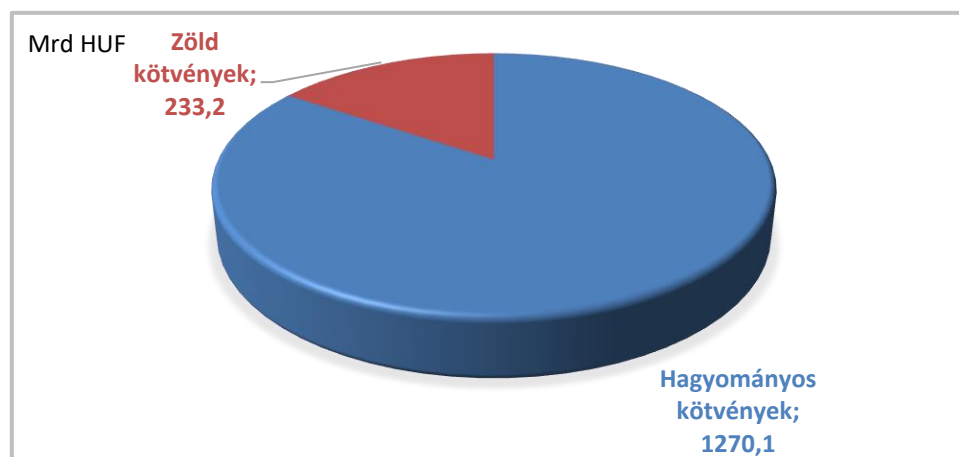
A kis és nagybefektetők részére a magyar vállalkozások által kibocsátott kötvények ismeretlenek voltak, ennek több oka is van, többek között a forráskibocsátás magas költségei, a kibocsátó vállalkozások működésének, gazdálkodásának hitelessége és annak megítélése a befektetők szemszögéből, és azt is meg kell említenünk, hogy a hazai vállalati körben a nemzetközi tulajdonú vállalkozások esetében nem gyakorlat kifejezetten a leányvállalat adott országban történő kötvénykibocsátási projektjének támogatása, hiszen a szükséges forrásokat az anyavállalatok hivatottak biztosítani (Szóka, 2022; Pataki et al., 2021). A kötvényfinanszírozás igaz külső forrásbevonást jelent a vállalkozás számára, de a hitelhez képest nem csak olcsóbb, de közvetlen tárgyi fedezet, biztosíték sem kerül lekötésre, a vállalat a kötvénykibocsátás során keletkezett kötelezettségéért a vagyonával felel, ezért kiemelt szempont a vállalatok transzparens működése és gazdálkodása, ez a kritérium azonban már a hazai vállalkozások számára sem ismeretlen jelenség hiszen a tőzsdén, mint részvénykibocsátók jelen vannak (Kolozsár–Kállay, 2018; Gyurián et al., 2015).

A magyar tulajdonú vállalkozások számára azonban új lehetőségként jelent meg az MNB általi háttérrel biztosított kötvénykibocsátási projektben történő részvétel. Az MNB ezen lépésével kvázi „inkubátorházként” áll a vállalkozások rendelkezésére, vagyis a vállalkozásnak egy

független minősítését követően lehetővé válik számára a kötvény, mint hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátása, melynek első vásárlója az MNB. Miután a kötvénykibocsátásban jártasságot szerző hazai vállalkozások ezen forrásbevonási lehetősége elterjed és ismertté válik, valamint a kockázatok megismerésére is sor kerül a befektetők részéről úgy elképzelhető, hogy az MNB kötvényvásárlási szerepét előbb utóbb a piaci szereplők fogják átvenni, ezáltal a közvetlen finanszírozás szerepét erősítik a közvetett, azaz pl. bankok beiktatásával megvalósuló finanszírozás mellett. Az MNB adatai alapján elmondható, hogy a 2007-ben kitört pénzügyi válság hatására jelentősen felértékelődött a vállalati kötvénypiac szerepe a vállalati finanszírozásban és befektetések terén<sup>3</sup> (Nádasdi et al., 2019; Balog, 2022).

2021 év végétől már látható volt az infláció emelkedése, melyet szinte a megfégezhetetlen mértékig emelt a kirobbant orosz-urán konfliktus okozta krízis. Az alacsony inflációs környezetben az alacsony jegybanki kamatok alacsony kötvényhozamokat eredményeztek, azonban napjainkra mindez gyökeresen megváltozott nem csupán az infláció réme riogat, de ennek megfégezésére alkalmazott egyre magasabb alapkamat is, mely a kötvénybefektetések reálértékét tovább csökkenti. A kibocsátóknak újra számolni kell a kockázati prémiummal akár az államról akár egy vállalatról legyen szó (K. Ward, 2022; Bareith–Varga, 2022; Kucséber–Kása, 2023).

Az MNB által megfogalmazott kötvényprogramhoz kapcsolódóan a Budapesti Értéktőzsde elindította másodpiaci szegmensét Budapesti Értéktőzsde (BÉT) Xbond elnevezéssel, melyen a regisztrált kötvények minimális értéke 100.000 euró. A kisbefektetők az intézményi szereplőkön keresztül tudnak ehhez a szegmenshez kapcsolódni. Korábban említettük, hogy a vállalkozások kötvénykibocsátási kedvét a magas költségek is visszafogták, ehhez kapcsolódóan fontos megemlíteni, hogy a BÉT könnyített adminisztrációval és 50%-kal mérsékelt költségek mellett léphetnek piacra, valamint mentesülhetnek a nemzetközi számviteli standardoknak is megfelelő beszámoló közzététele alól. A BÉT biztosítja a befektetők részére az átlátható működést, mely erősíti a piaci szereplők egymás iránti bizalmát. A kötvények aukció keretében kerülnek forgalomba. Az MNB az NKP keretében elősegíti a hazai zöld kötvény kibocsátási folyamatát és közreműködik ezen befektetési forma népszerűsítésében is. Az 1. ábrán a zöld vállalati kötvények arányát mutatjuk be a vállalati kötvény portfólióban.



**1. ábra: A zöld vállalati kötvények aránya az MNB vállalati kötvény-portfóliójában (2022. február)**

Forrás: Az MNB adatai alapján saját szerkesztés

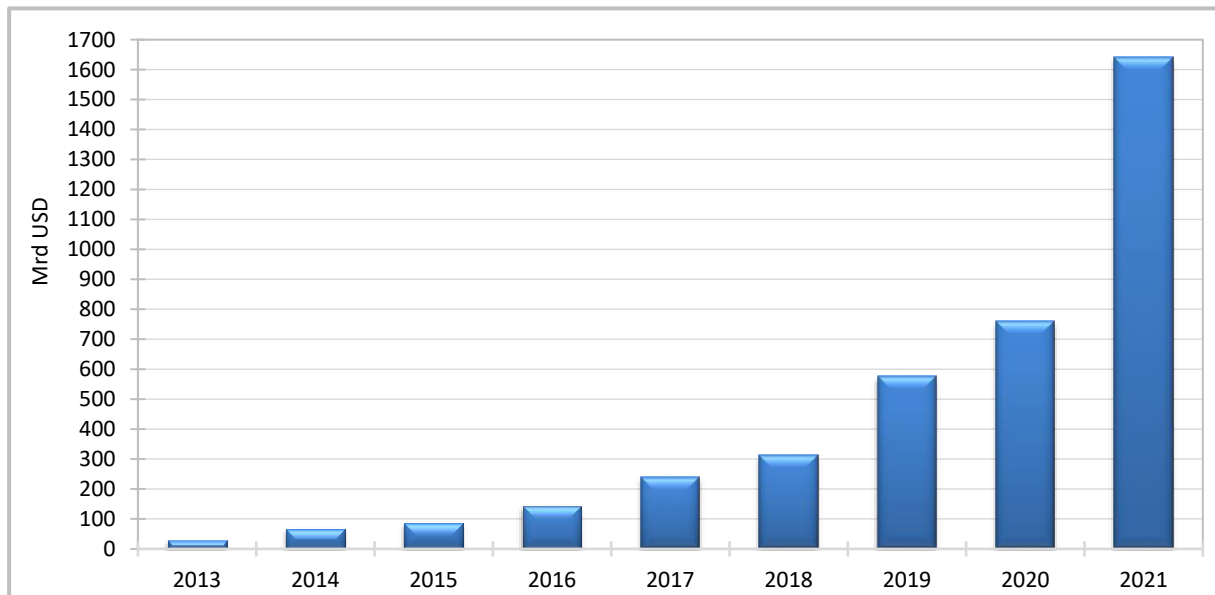
Az MNB prognózisa szerint a zöld kötvények a következő befektetési időszak kedvelt és keresett pénzügyi instrumentumává válhat, ennek egyik oka, hogy az intézményi befektetőknek, ESG<sup>4</sup> alapoknak törekedniük kell zöld befektetési portfólió kialakítására, melynek

<sup>3</sup> <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-kotvenyprogram-hatteranyag.pdf>

<sup>4</sup> Environmental (környezeti), Social (társadalmi) and (és) Governance (irányítási)

nélkülözhetetlen elemei lehetnek a zöld vállalati kötvények, a jövőben a növekvő kereslet a hagyományos befektetési hozamokhoz képes magasabb hozamokat indukálhat, mely szintén kedvező hír az intézményi és kisbefektetői megtakarítóknak. (BÉT Útmutató 2021)

A 2. ábrán a fenntarthatósághoz köthető kötvény állomány alakulását mutatjuk be.



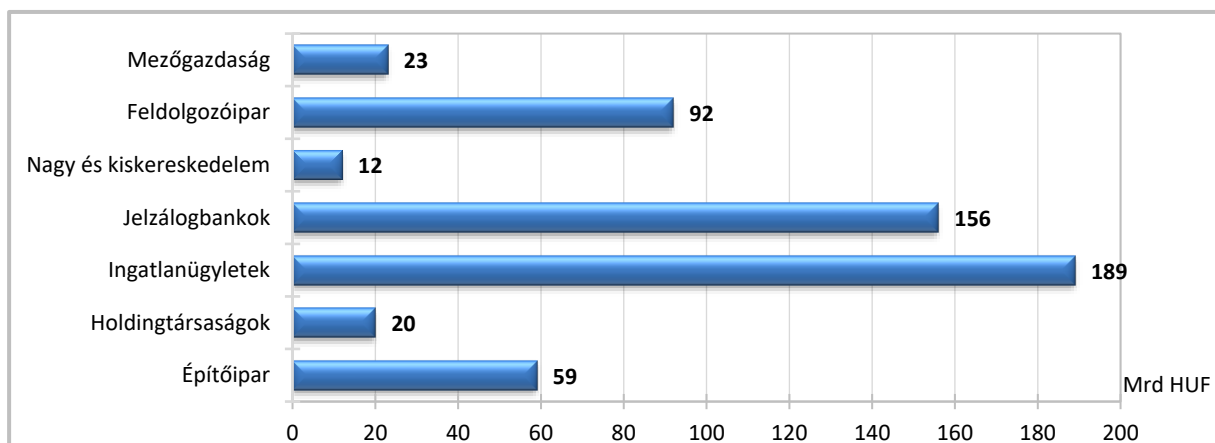
**2. ábra: Fenntarthatósághoz köthető adósságállomány**

Forrás: <https://www.napi.hu/magyar-vallalatok/mnb-nkp-zoldkotveny-kibocsatas.74> alapján saját szerkesztés

### Vállalati zöld kötvények

„A zöld kötvények a hagyományos kötvényektől elsősorban annyiban különböznek, hogy ki-mondottan olyan beruházásokat finanszíroznak belőle, amelyeknek van valamilyen közvetlen vagy közvetett környezet- vagy klímavédelmi előnye.” Az alábbi definícióval vezeti be az MNB tanulmányát arra a kérdésre vonatkozóan „Mi a zöld kötvény? A zöld kötvények bevezetésével egy újabb mérföldkőhöz érkezett a hazai és nemzetközi vállalatfinanszírozás. A zöld kötvények „lényegében elősegítik a tőke környezetbarát beruházásokba csatornázását, és ezzel a hosszú távú faktorokat figyelembe vevő hatékony tőkeallokációt.” (Deloitte, 2021)

A 3. ábrán szemléltetjük azon ágazatokat, ahol a legrelevánsabb a zöld kötvény kibocsátásának állománya.

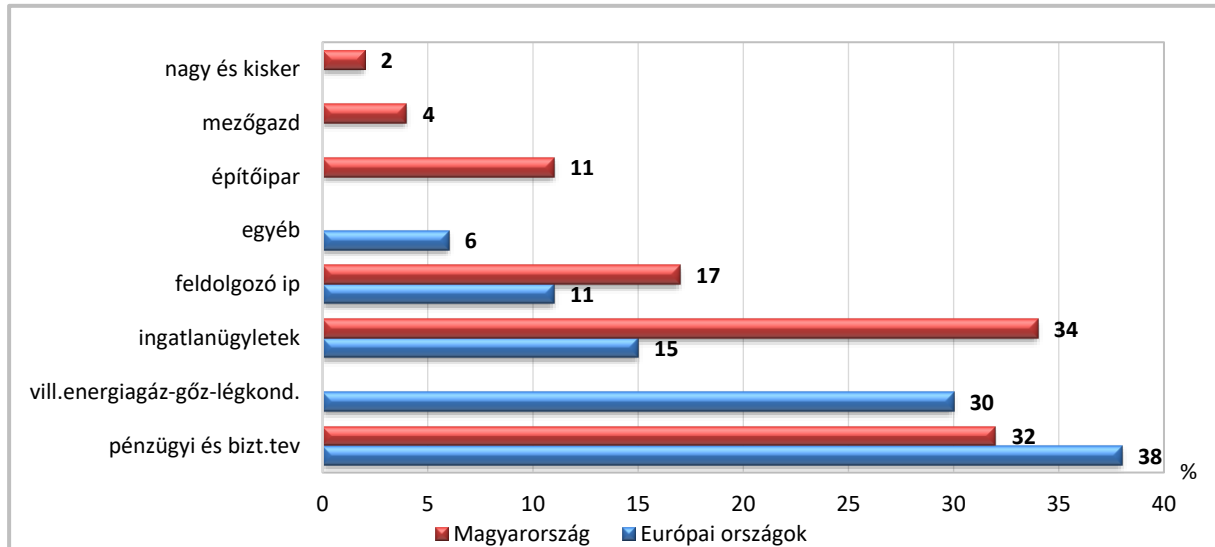


**3. ábra: Zöldkötvény-kibocsátók állomány adatai (2022)**

Forrás: Bécsi et al. <https://www.mnb.hu/> alapján saját szerkesztés

A harmas ábra adatai alapján megállapítható, hogy az ingatlanüggyekkel kapcsolatos vállalkozásokhoz kapcsolódnak a legnagyobb összegű zöld kötvény kibocsátások, áttételesen, de szintén az ingatlanfinanszírozást érinti a jelzálogbankok kötvénykibocsátása is.

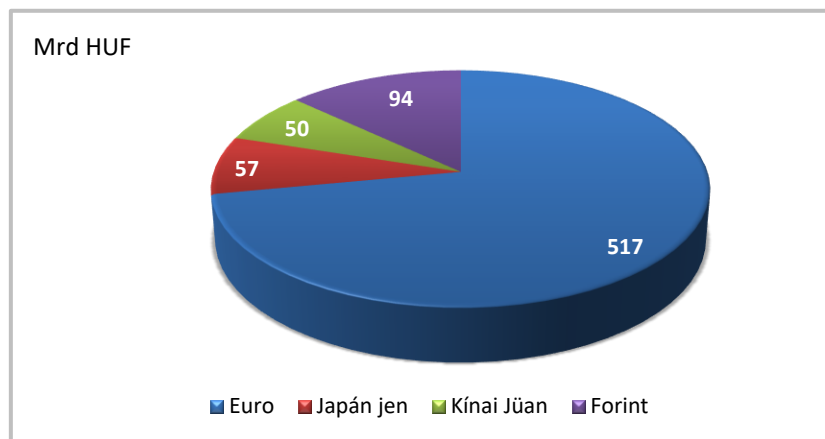
A 4. ábrán a magyar és az európai kibocsátók ágazati besorolását láthatjuk, ezen ábra adatai alapján látható, hogy az európai kibocsátók is a pénzügyi szolgáltatókhoz kapcsolódnak leginkább, valamint kiemelhető a villamosenergia, gáz, gőz és légkondicionáláshoz kapcsolódó vállalkozások.



**4. ábra: Európai és magyar zöldkötvény-kibocsátók szektoronként**

Forrás: Sulyok A. (2022) alapján saját szerkesztés

Fontos megemlítenünk, hogy a magyar állam az államdósság finanszírozása céljából a hagyományosnak mondható adósságpapírai mellett, zöldkötvényeket is piacra dob, legnagyobb arányban külföldi devizában denominálva, az 5. ábrán jól láthatóak a különböző devizanemben kibocsátott kötvények.



**5. ábra: Magyar zöld államkötvények devizanem szerinti megbontása (2022)**

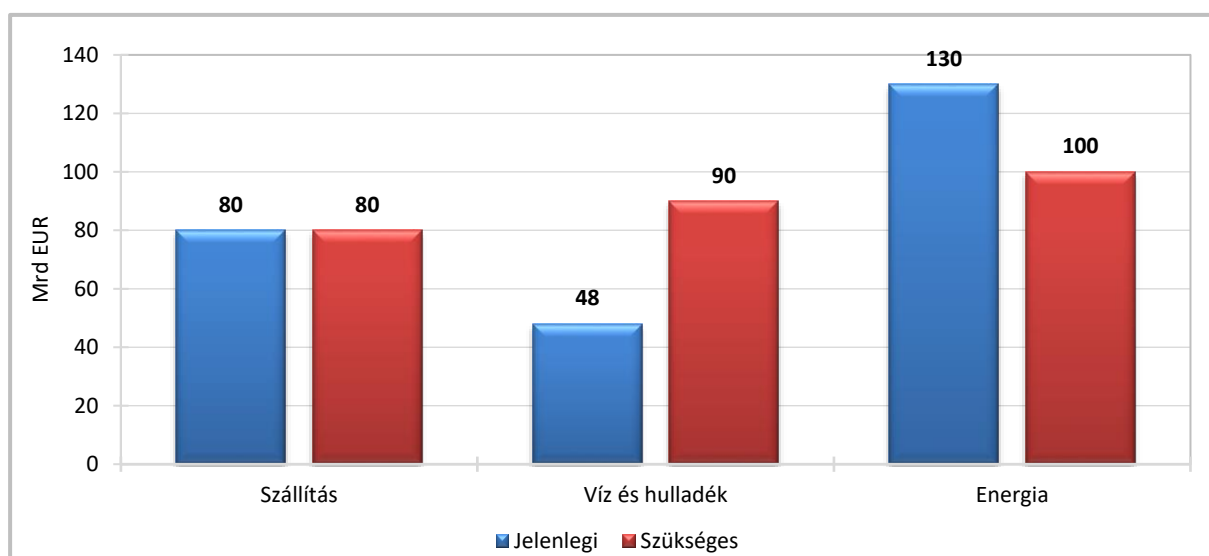
Forrás: Sulyok A. (2022) alapján saját szerkesztés

Magyarország Zöld Kötvény Keretprogramja alapján „A Zöld Kötvények lehetőséget teremtenek a befektetőknek arra, hogy olyan pénzügyi eszközzel diverzifikálják a kötvényportfóliójukat, amelynek segítségével (hatásjelentéseket is nyújtó) zöldprojekteket finanszíroznak.” Hazánk Zöld Kötvény programjának irányítására a Pénzügyminisztérium az Államadósságkezelő Központ (ÁKK) Zrt-vel létrehozott egy tárcaközi munkacsoportot. A keretprogram alapján

Magyarország által kibocsátott kötvények olyan kiadások finanszírozását szolgálják mely elősegíti többek között az alacsony széndioxid kibocsátású környezetileg fenntartható gazdaságra való áttérést. A támogatott projektek között található pl. a 2018-ban átadott Felsőzsolcai Nap-erőmű, amely 74 000 polikristályos napelemmel rendelkezik, a projekt költségvetése 9 Mrd Ft volt, melyből 35% volt EU-s forrás (Green Bond Investot Presentation 2021).

„2020 szeptemberben az ÁKK sikerrel bocsátott ki jenenben denominált szamurájkötvényeket, összesen 62,7 milliárd jen (kb. 178 Mrd Ft) értékben. Ebből 20 milliárd jen zöld szamurájkötvény volt. Ezzel Magyarország lett az első szuverén, amely zöld kötvényeket bocsátott ki Japánban.” (www.porfolio.hu)

A Deloitte által készített tanulmány arról árulkodik, hogy leginkább az energiaszektorhoz kapcsolódó zöld beruházásoké a jövő investíciójának nagy része, melyet a kiobbant orosz-ukrán konfliktus is egyre sürgetőbbé tesz.



**6. ábra: EU fenntarthatósági céljaihoz kapcsolódó jelenlegi és szükséges beruházási igény alakulása**

Forrás: Deloitte (2021) alapján saját szerkesztés

A kötvénykibocsátás földrajzi összetételét tekintve 2019-ben Európában bocsátották ki a legtöbb zöld kötvényt, 307,4 Mrd dollár értékben, Észak Amerika és Ázsia hasonló állománnyal rendelkezett előbbi 183,6 utóbbi 190,4 milliárd USA dollárnak megfelelő állománnyal bírtak. A kötvénykibocsátás adott országra vonatkozó szabályrendszerének összetettségét hasonlította össze Aradványi Péter szerzőtársaival.

### 1. táblázat: Jegybanki intézkedések és zöld pénzügyek

Jegybanki intézkedés	Bank of England	Bank of Japan	EKB	Federal Reserve	MNB	Bank of China	Riks bank
<i>Fentarthatósági stratégia</i>	✓	✓	✓		✓	✓	✓
<i>Zöld hitel ösztönző eszköz</i>		✓			✓	✓	
<i>Zöld eszközvásárlás</i>	✓		✓		✓	✓	
<i>Mikro- és makroprud. int.</i>	✓		✓	✓	✓	✓	
<i>TCFD riport egyéb jelentések</i>	✓				✓		✓

Forrás: Aradványi P. – Balázs F. – Lóránt B. 2022<sup>5</sup>

<sup>5</sup> <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmanykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozta-elo-everol.pdf>



Az MNB négyféle zöld kötvény típust különböztet meg, elsőként a Green Bond kerül definiálásra, ez alatt olyan típusát értjük a kötvénynek melynek kibocsátásával összegyűjtött források kizárólag „zöld gazdasági tevékenységre” fordíthatók. A szabályokat és kereteket a felhasználást illetően nemzetközi standardok definiálják. Az ESG irányelvekhez igazodva a második kötvény típus a Social Bond, mellyel összegyűjtött források társadalmi célokat szolgálnak. A Green és a Social kötvények kombinációjából született a Sustainability Bond. A vállalatok által megfogalmazott környezeti célok teljesülését ösztönzi a negyedik típusa a zöld kötvényeknek, melyet Sustainability-Linked Bond-nak hívunk. A kötvénykibocsátó által fizetett kamatok mértéke annak a függvénye, hogy a kibocsátó vállalat által vállalt környezetvédelmi célt mennyire sikeresen tudta teljesíteni.

Annak érdekében, hogy a zöld kötvényeket megvásárló befektetők számára összehasonlíthatóvá váljék ezen pénzügyi instrumentum működése, transzparens legyen a kibocsátó és valóban megkérdőjelezhetetlen legyen a kibocsátói szándék, valamint az elköteleződés és annak teljesülése a zöld gazdaság és fenntarthatóság kérdéskörét illetően a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (International Capital Market Association – ICMA) által 2014-ben „Zöld Kötvény Sztenderdek” kerültek megfogalmazásra. A zöld kötvény program talán legfontosabb kérdése miként és hogyan lehet biztosítani, hogy a célok valóban teljesüljenek és befektetők által rendelkezésre bocsátott pénzeszég megfelelően kerüljék felhasználásra. A problémakör megoldására a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség négy alappillért fogalmazott meg (Green Bond Principles / GBP):

1. Célok meghatározása: Definiálni szükséges azon projekt célokat melyek „zöld”-nek minősíthetők.
2. Döntéshozatal: Meghatározásra kerülnek azok a területek, melyek felelősek a zöld projektekért és a célok teljesüléséért, valamint definiálásra kerülnek az értékelési szempontok.
3. Forráskezelés: Definiálni kell hogyan történik a zöld projektek forrásainak kezelése, dokumentálása.
4. Jelentéstétel: A kibocsátóknak Allokációs és Környezeti Hatás jelentést szükséges készíteni melyben bemutatásra kerülnek a célok, projektek és eredmények, valamint ezek összehangja a fenntarthatósági elvekkel, taxonómiákkal. Az elkészített jelentést egy külső minősítő cég vizsgál meg és állapítja meg az eltéréseket amennyiben vannak. A vállalkozások a zöld kötvény programjukban ezen négy kötelező „programelemen” kívül további szabadon választott elveket, célokat is megfogalmazhat saját működésüket alapul véve, ezt nevezzük Climate Bonds Initiative (CBI), fontos megemlíteni, hogy amennyiben a vállalkozás a kötelező és saját maga által vállalt kritériumokat egyaránt teljesítette úgy a CBI egyedi minősítését is élvezheti, mely tovább fokozhatja a bizalmat a befektetők megnyerésére. Az Európai Unió kidolgozta saját kötelező és ajánlott standardjainak rendszerét, melynek hatósága az Európai Értékpapír Piaci Felügyelet - European Securities and Markets Authority (ESMA). Az EU 2021-ben fogadta el azon taxonómát, mely a fenntartható gazdasági tevékenységekre vonatkoznak. Fontos kiemelni, hogy ezen elvek nem csak azt tartják szem előtt, hogy legyen egy tevékenység fenntartható, hanem a tevékenység során a „károkozás” elkerülésének elvének alkalmazása is teljesüljék (DNSH). Például jó cél lehet, hogy elektromos autókat gyártsunk, csak kérdés, hogy az akkumulátor előállításához mennyi energiát használunk és közben történik e környezetkárosítás.

A vállalkozások által kibocsátott kötvények állhatnak különböző „zöld” célok megvalósításának szolgálatában, ezen célokat a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA), Climate Bonds Initiative (CBI) valamint az Európai Értékpapír Piaci Felügyelet (ESMA) határozta meg. A CBI egy nonprofit szervezet, melyet 2009-ben hoztak létre Koppenhágában az Egyesült Nemzetek

Szervezete (ENSZ) éghajlat-változási keretegyezmény konferencián (<https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>).

## 2. táblázat: Zöld célok definiálása az egyes szervezetek vonatkozásában

ICMA	CBI	ESMA
klímaváltozás hatásainak csökkentése	üvegház hatású gázok kibocsátásnak csökkentése	klímaváltozás hatásainak csökkentése
klímaváltozás hatásához történő alkalmazkodás	alacsonyabb karbon intenzitással működő gazdaság működtetése	klímaváltozás hatásához történő alkalmazkodás
biodiverzitás megőrzése	Párizsi klímaegyezmény céljainak teljesülése	vízgazdálkodás
természeti erőforrások védelme		körkörös gazdaság
szennyezés megelőzés és kezelés		környezetszennyezés megelőzése és kezelése
		biodiverzitás megőrzése

Forrás: [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)<sup>6</sup> alapján saját szerkesztés

Az alábbi ábrán a zöld kötvény kibocsátásának lépéseit igyekeztünk összefoglalni. Az a vállalkozás, aki zöld kötvényt szeretne piacra dobni első lépésben egy olyan szolgáltatóval kell, hogy felvegye a kapcsolatot, aki közreműködik a kötvény kibocsátás előkészítésében, ennek keretében áttekintésre kerül a kibocsátó vállalkozás előzetes „átvilágítása”, vagyis, hogy a tervezett projektek, vállalati folyamatok megfelelnek-e a nemzetközi előírásoknak, ESG szempontoknak. A zöld befektetői szolgáltató közreműködik a vállalati zöld keretrendszer elkészítésében is. A kidolgozott folyamatokat független minősítő cégnek kell auditálni, ennek érdekében szükséges a szolgáltató vállalkozás mellett egy minősítő céget is felkeresni. Amennyiben az auditálás mindent rendben talált, úgy kiállításra kerül a CBI vagy az ICMA Zöld Minősítés című dokumentuma.



## 7. ábra: A zöld kötvény kibocsátásának lépései

Forrás: [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)<sup>7</sup> alapján saját szerkesztés

<sup>6</sup> <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmanykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozta-erso-everol.pdf>

<sup>7</sup> <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmanykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozta-erso-everol.pdf>

A zöld kötvény kibocsátási folyamatának második fő szakaszában a zöld keretrendszer elkészítése a fő lépés, melynek keretében definiálásra kerül, hogy a zöld kötvény kibocsátással gyűjtött források milyen zöld projektekhez fognak majd kapcsolódni. A zöld forrásból megvalósuló projekteknek egyértelműen és transzparensen kell szolgálnia a károsanyagkibocsátás csökkentését, a környezet védelmét, vagy akár az éghajlatváltozást előidéző okok mérséklését. Meg kell határozni, hogy a zöld kötvénnyel gyűjtött forrás és az ez által finanszírozott projekt hogyan illeszkedik a kibocsátó vállalat stratégiájába és kockázat felmérési és kezelési folyamatába. A zöld kötvény kibocsátásból keletkező forrásokat más egyéb forrásoktól elkülönülten szükséges kezelni és nyilvántartani. A zöld kötvény kibocsátó tájékoztatási kötelezettségének eleget téve jelentések keretében számol be a zöld projektjéről, annak finanszírozási keretéről, eredményekéről. A Zöld Minősítés tekintetében a ICMA GBS szerinti Second Party Opinion-ok (SPO) valamint a CBI CBS szerinti Verification Riportok a legismertebbek. Miután a zöld kötvényt kibocsátó vállalat számára lehető vált a zöld kötvény kibocsátása, a kibocsátást követő egy-két évben egy újabb felülvizsgálat követ. A zöld kötvény kibocsátás folyamatának lényeges eleme a befektetői roadshow, melynek keretében a kötvény kibocsátó vállalat bemutatkozik a potenciális befektetői körnek. A kibocsátást követően lényeges a befektetők számára a vállalt célok és a célok teljesítése közötti összhang megteremtése.

### **Zöld vállalati és önkormányzati tőkekövetelmény-kedvezmény**

A Magyar Nemzeti Bank saját eszközeivel is szeretné ösztönözni a zöld kötvény vásárlási programot, ennek érdekében kívánatosnak tartja, hogy a hitelintézetek mérlegében növekedjék azon befektetések aránya mely fenntartható gazdaság működését szolgálják. A hitelintézetek tőke követelmény kedvezmény formájában támogatja, melyek mértéke a bruttó kitétség 5%-a. A teljes kedvezmény továbbá nem haladhatja meg a hitelintézet teljes kockázati kitétség értékének Total Risk Exposure Amount (TREA) 0,5%-át. A hitelintézeteknek un. Zöld Arányszámot kell képezniük, mely kifejezi, hogy hitelek és kötvénykitétségek esetén hány százalékban kapcsolódik a projekt zöld programokhoz. (Zöld vállalati és önkormányzati tőkekövetelmény-kedvezmény)

A Deloitte vállalat 2021-ben felmérést végzett a magyar vállalkozások körében elsősorban arra keresve a választ, hogy miként is vélekednek a hazai cégek a zöld kötvény kibocsátásról. A felmérésben 41 vállalkozás nyilatkozott. A megkérdezett vállalkozások fenntarthatósággal kapcsolatos adatgyűjtést legtöbb esetben kényszer, azaz törvény erejénél fogva hajtanak végre. A válaszadók közül 19-en rendelkeztek fenntarthatósághoz kapcsolatos projekttel, és mindösszesen 8 volt olyan, aki a nemzetközi sztenderdeknek is megfelelő fenntarthatósági jelentést készít. A megkérdezett képviselők a vállalati zöld kötvénykibocsátásra vonatkozó ismereteit 2,57-re értékelte egy 1-5 közötti skálán. A válaszadó vállalkozások 41%-a nem tervezi piaci forrás bevonását, ugyanakkor közel 60%-k tervez energiahatékonysághoz kapcsolódó beruházást.

Milyen tényezők befolyásolják tehát egy vállalat zöld kötvény kibocsátási/finanszírozási magatartását? A 8. ábrán erre a kérdésre találjuk meg a választ, azaz vállalatirányítás, kockázatkezelés, versenyképesség, pénzügyi környezet, vállalati stratégia, valamint a szabályozási környezet.



### 8. ábra: Fenntartható finanszírozás tényezői

Forrás: Zöld kötvény kibocsátási potenciál felmérése és az EU Fenntartható Pénzügyi Taxonómia használhatóságának vizsgálata, Deloitte. 2021 alapján saját szerkesztés

A következőkben bemutatunk néhány sikeres zöldkötvény kibocsátási projektet. Magyarországon elsőként 2021-ben került sor zöld kötvény kibocsátásra a Vajda-Papír Kft közreműködésével mellyel a vállalat közel 10 Mrd Ft értékben jutott forráshoz az MNB NKP programja keretében. A kötvény 10 éves futamidejű, a kötvény kupon mértéke 3,5%, hozama 2,82%. A vállalkozás a befolyt forrással egy újabb gyáregység létrehozását tudta megvalósítani. A Vajda Papír Kft. 16 Mrd Ft-os beruházásának célja az új üzem létesítésével az alapanyaggyártás biztosítása. A vállalat ezen beruházással 50%-ban tudja növelni termelését. A vállalati kötvénykibocsátás minősítését az olasz nemzetiségű Sustain Advisory cég végezte. Az időközben elkészült gyár megnyerte az „Év Gyára 2021” összetett díjat. A beruházás révén lerövidül a beszerzési távolság, kevesebb üzemanyag kerül elfogyasztásra, a legmodernebb technológiának köszönhetően 1 tonna papír 26%-kal kevesebb villamosenergiával, és 70%-kal kevesebb víz felhasználásával készül. A fűtés technológiai hulladék hő felhasználással kerül biztosításra, és valamennyi ipari mellékterméket hasznosítják. A műanyag újrahasznosítása révén 600 tonnával sikerül csökkenteni az új műanyag előállítását.<sup>8, 9</sup> Futureal Holding zöld kötvényeinek bevezetésére 2021-ben került sor, 1100 darab, egyenként 50 000 000 Ft névértékű zöld kötvényével, mellyel végül 55 Mrd Ft összértékű forrásbevonásra került sor. A fix kamatozású kötvény futamideje 10 év, a kötvény kupon mértéke 4%, a hozama pedig 3,46%. A Futureal Holding a közép-európai ingatlanpiac egyik releváns szereplője, többek között a Dél-Buda Városcsopont, Corvin sétány, Marina City, Etele pláza megálmodója és kivitelezője. A vállalat célja egy egészséges és kellemes környezet kialakítása (<https://www.futurealgroup.com/hu/fenntarthatosag/>). 2022 év elején lehette arról olvasni országos híroldalokon, hogy a KOMÉTA 99 Zrt. zöld kötvényt bocsátott ki 12 Mrd Ft értékben, az NKP keretében. A beruházás nyomán növeli a vállalat

<sup>8</sup> <https://www.bet.hu/Rolunk/Sajtoszoba/Sajtokozlemenyek/megtortent-az-elso-ipari-termelo-vallalat-zold-kotveny-kibocsatasa-magyarorszagon---zold-kotvenyt-bocsatott-ki-a-vajda-papir>

<sup>9</sup> [https://vajdapapir.hu/dynamic/documents/Green\\_Bond\\_Framework\\_Vajda-Papir\\_2021.pdf](https://vajdapapir.hu/dynamic/documents/Green_Bond_Framework_Vajda-Papir_2021.pdf)

a termelési kapacitását, ezáltal a foglalkoztatást. Fontos megemlíteni, hogy fejlesztések nyomán 5 éven belül mintegy 30%-kal csökken a CO2 kibocsátás.<sup>10</sup> A kibocsátott vállalati kötvényeket a norvég Cicero Shades of Green cég kritériumai alapján zöld kötvénynek minősülnek. A beruházással csökken a hulladék mennyisége, de a cél, hogy nulla termelési hulladékkal rendelkező céggé váljék a jövőben.<sup>11</sup> A vizsgálatunk következő és egyben utolsó zöld kötvény kibocsátásban érdekelt vállalata a HELL ENERGY Magyarország Kft. mely 2021-ben rekord összegben mintegy 67 Mrd Ft összegben bocsátott ki zöld kötvényt. A beruházás célja itt is a kapacitásbővítés, melynek eredménye képen évente a cég 3 milliárd db alkoholmentes aludobozos termék előállítására lesz képes. A cég termékeinek 95%-a újrahasznosítható alumínium dobozba kerül. A cég zöld kötvényeit a Sustainalytics minősítette.<sup>12</sup>

## Összefoglalás

Magyarország is elkötelezett más európai országgal együtt a 2019. decemberben elfogadott EU Klímasemlegességi céljait deklaráló Párizsi egyezmény mellett. Magyarország az üvegházhatású gázok kibocsátását legalább 40%-kal csökkenti 2030-ig az 1990. évhez képest áll a 2020. évi XLIV. számú törvényben. Szintén törvény által kimondott, hogy hazánk bruttó végső energiafogyasztásban legalább 21%-os megújuló energiaforrás részarányt ér el a 2030. évig, valamint 2050. évre elérjük a teljes klímasemlegességet. Ahhoz, hogy ezen célok teljesüljenek beruházások szükségesek mind vállalati mind pedig háztartásokhoz kapcsolódóan, a beruházások viszont többlet pénzügyi forrást igényelnek. A pénzügyi források előteremtésének igénye alapot teremtett a zöld kötvények megjelenésének. A zöld kötvény program egyrészt kapcsolódik a magyar államkötvény kibocsátási programhoz, másrészt a vállalkozások, köztük a hitelintézetek kötvényprogramjához. A kibocsátás során gyűjtött forrásoknak dedikáltan szolgálnia kell a zöld beruházásokat. A transzparenciát EU irányelvek és a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség irányelvei segítik. A finanszírozás hazai gyakorlatában az MNB, valamint a BÉT meghatározó szerepet játszanak. Az első zöld kötvény története 2007-re vezethető vissza, amikor is az Európai Beruházási Bank kibocsátotta azt a dedikált kötvényét melyből befolyt forrást kifejezetten „zöld” beruházások megvalósítására lehetett fordítani, ezt követte egy évvel később a Világbank kötvénykibocsátási programja. A kibocsátások és azok feltételrendszerének egységesítését szolgálta 2014-ben megjelent Green Bond Principles (GBP) a Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA). A zöld kötvény kibocsátáshoz tartozó alapelvek kidolgozása folyamatos, cél a minél nagyobb átláthatóság biztosítása mind a kibocsátás mind pedig a forrásfelhasználás tekintetében. A másik meghatározó, szigorúbb követelményeket megfogalmazó szervezet a Climate Bonds Initiative (CBI) mely kidolgozta a Climate Bonds Standardet. Hazánkban a zöld kötvénypiacot tekintve 2020-ban került sor Zöld állampapírok kibocsátására, ezt követte az év második felében a zöld vállalati kötvények megjelenése és végül 2021 első felében zöld jelzáloglevelek. A zöld vállalati pénzügyek nem csak elméletben és a szabályozói környezetben léteznek, hanem már a hazai vállalati körben is találhatunk jó példákat melyek jól szemléltetik azt a folyamatot mely megfogja határozni jövőnket, nem csak nagyvállalati de kisvállalati szinten is.

*„A világ erőforrásai elegendőek ahhoz, hogy kielégítsék mindenki szükségleteit, de nem elegendőek ahhoz, hogy kielégítsék mindenki mohóságát.”*

*Mahatma Gandhi*

<sup>10</sup> <https://www.portfolio.hu/uzlet/20220217/itt-az-első-hazai-husfeldolgozo-amely-zold-kotvenyt-bocsatott-ki-527363>

<sup>11</sup> <https://agrokep.vg.hu/elelmiszer/feldolgozas/zold-utra-lepett-a-kometa-24494/>

<sup>12</sup> <https://www.hellenergy.com/rekord-osszegu-zoldkotveny-kibocsatas-a-hell-energy-nel/>

## Irodalomjegyzék

2020. évi XLIV. számú törvény a klímavédelemről.  
<https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=A2000044.TV> Letöltve: 2022.10.30.
- Államadósság Kezelő Központ (2020): Magyarország Zöld Kötvény Keretprogramja.  
<https://www.akk.hu/download?path=c87e9ab9-5bf2-460e-a5a0-a94cbde8a390.pdf>  
Letöltve: 2022.10.28.
- Államadósság Kezelő Központ (2021): Green Bond Investot Presentation.  
<https://www.akk.hu/download?path=3129ec12-de13-45dc-9d30-b23617ed0024.pdf>  
Letöltve 2022.10.28.
- Aradványi P. – Balázs F. – Lóránt B. (2022): Nemzetközi fejlemények a zöld jegybanki programok és gyakorlatok terén. In. MNB: Monetáris politika a fenntarthatóság jegyében.  
<https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmánykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozta-erso-everol.pdf>  
Letöltve: 2022.10.20.
- Balázs, F. – Szabó, Z. (2015): The environment friendly consumer behaviour and the „green-marketing” in the automobile market SELYE E-STUDIES 6(1) pp. 6-20.,15 p.
- Balog, Á. (2022): How research contributes to higher liquidity? Köz-Gazdaság 17(1) pp. 201-216., 16 p. DOI: <https://doi.org/10.14267/retp2022.01.12>.
- Bareith T. – Varga J. (2022): Az inflációs célt követő rendszer hozzájárulása az infláció mérsékléséhez Magyarországon. Közgazdasági Szemle, 69(9) pp. 989-1008., 20 p.  
DOI: <https://doi.org/10.18414/ksz.2022.9.989>.
- Bécsi A. – Bognár G. – Varga M. (2022): A magyarországi zöldkötvény-ökoszisztéma és a kapcsolódó jegybanki programok.  
<https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmánykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozta-erso-everol.pdf>  
Letöltve: 2022.10.20.
- Biró B. – Zsíros E. (2020): Ezért bocsátott ki zöld kötvényt Magyarország.  
<https://www.portfolio.hu/gazdasag/20201211/ezert-bocsatott-ki-zold-kotvenyt-magyarorszag-461160> Letöltve: 2022.10.28.
- Budapesti Értéktőzsde (2021): Hitelpapírok regisztrációja a BÉT Xbond piacára.  
[https://www.bet.hu/pfile/file?path=/site/Magyar/Dokumentumok/Kibocsatok/xbond/xbond\\_regisztracio\\_2021\\_december](https://www.bet.hu/pfile/file?path=/site/Magyar/Dokumentumok/Kibocsatok/xbond/xbond_regisztracio_2021_december) Letöltve: 2022.10.20.
- Budapesti Értéktőzsde (2021): Megtörtént az első ipari termelő vállalat zöld kötvény-kibocsátása Magyarországon – Zöld kötvényt bocsátott ki a Vajda-Papír.  
<https://www.bet.hu/Rolunk/Sajtoszoba/Sajtokozlemenyek/megtortent-az-első-ipari-termelő-vállalat-zöld-kotveny-kibocsatasa-magyarorszagon---zöld-kotvenyt-bocsatott-ki-a-vajda-papir> Letöltve: 2022.10.30.
- Citatum. (é.n.): Mahatma Gandhi. [https://www.citatum.hu/szerzo/Mahatma\\_Gandhi](https://www.citatum.hu/szerzo/Mahatma_Gandhi)  
Letöltve: 2023.01.13.
- Deloitte. (2021) Zöld kötvény kibocsátási potenciál felmérése és az EU Fenntartható Pénzügyi Taxonómia használhatóságának vizsgálata.
- Gyurián, N. – Kútna, A. (2015): Direct taxes in Slovakia and their impact on economy of companies operating in agriculture and food producing industry. *Studia Mundi*, 2(1), p. 21-29.  
ISSN 2415-9395. DOI: <https://doi.org/10.18531/studia.mundi.2015.02.01.21-29>.
- Hellenergy (2021): Rekordösszegű zöldkötvény-kibocsátás a Hell Energy-nél.  
<https://www.hellenergy.com/rekord-osszegu-zoldkotveny-kibocsatas-a-hell-energy-nel/>  
Letöltve: 2022.11.29.
- Koloszár, L. – Kállay, B. (2017): Correlation of Corporate Income Categories and their Relation to Cost of Capital. *Almanach: Aktuálne Otázky Svetovej Ekonomiky a Politiky*, (4), 45–58.
- Kucséber L. – Kása R. (2023): Szervezeti átalakulások a 2020-as évek válságainak árnyékában a közép-európai régióban. *Statisztikai Szemle*, 101(7) pp. 589-617. 29 p.  
DOI: <https://doi.org/10.20311/stat2023.07.hu0589>.

- MNB (2021): Zöld vállalati és önkormányzati tőkekövetelmény-kedvezmény. <https://mnb.hu/letoltes/zold-vallalati-es-onkormanyzati-tokekovetelmeny-kedvezmeny.pdf>  
Letöltve: 2022.10.20.
- MNB (2022): Zöld Kötvény Kibocsátási Útmutató. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-zold-kotveny-utmutato.pdf> Letöltve: 2022.10.20.
- Nádasdi A. – Csernák, J. (2019): Változtasd meg a hozzáállásod, és megváltozik a világod! – A Nógrád megyei KKV-szektor vállalatközi attitűdvizsgálata In: Csiszárík-Kocsir, Ágnes; Garai-Fodor, M. (szerk.) Vállalkozásfejlesztés a XXI. században – IX/2. tanulmánykötet: Kihívások a marketing és a menedzsment területén a XXI. században Budapest, Magyarország: Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar (2019) 204 p. pp. 97-106. , 10 p. Kiadónál ISBN: 9789634491675
- Pataki L. – Hegedűs M. – Vajna Istvánné Tangl A. (2021): Az IAS/IFRS bevezetésének társaságiadóalpra gyakorolt hatása a hazai vállalkozásoknál. SZAK-ma. Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat. <http://szak-ma.hu/tanulmanyok/az-iasifrs-ek-bevezetesenek-tarsasagiado-alapra-gyakorolt-hatasa-a-hazai-vallalkozasoknal-102785> Letöltve: 2022.10.20.
- Portfolio. (2022): Itt az első hazai húsfeldolgozó, amely zöld kötvényt bocsátott ki. <https://www.portfolio.hu/uzlet/20220217/itt-az-első-hazai-husfeldolgozo-amely-zöld-kötvényt-bocsátott-ki-527363> Letöltve: 2022.11.29.
- Sulyok A. (2022): Az állampapír-vásárlási program zöld vonatkozásai és helyzetkép a magyar zöld állampapírokról. <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-a-fenntarthatosag-jegyeben-a-magyar-nemzeti-bank-tanulmanykotete-a-zold-monetaris-politikai-eszkozta-első-évről.pdf> Letöltve: 2022.10.20.
- Szóka, K. (2022): Sustainability Accounting and Reporting in the Post-COVID Times. In: Nedelko, Zlatko (ed.) 6th FEB International Scientific Conference: Challenges in economics and business in the post-COVID times Maribor, Szlovénia: University of Maribor (2022) 546 p. pp. 145-154., 10 p. DOI: <https://doi.org/10.18690/um.epf.5.2022.14>.
- Vajda Papír Group (2021): Green Bond Framework. [https://vajdapapir.hu/dynamic/documents/Green\\_Bond\\_Framework\\_Vajda-Papir\\_2021.pdf](https://vajdapapir.hu/dynamic/documents/Green_Bond_Framework_Vajda-Papir_2021.pdf)  
Letöltve: 2022.10.30.
- Ward, K. (2022): Why I am starting to get excited about bonds for first time in years. Financial Times. <https://www.ft.com/content/0ec09021-55e8-4829-b3e2-651483303499>.

#### *Internetes oldalak*

- Climate Bonds: Taxonomy. <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy> Letöltve: 2022.10.30.
- Futureal. <https://www.futurealgroup.com/hu/fenntarthatosag/> Letöltve: 2022.10.30.