

## A FEDEZETT KÖTVÉNYEK<sup>1</sup> EURÓPAI UNIÓS JOGHARMONIZÁCIÓJA<sup>2</sup>

*Esszé*

Otmar Stöcker<sup>3</sup>

(A magyar nyelvű változatot szerkesztette: Botos András<sup>4</sup>)

### ABSZTRAKT

2020. január 7-én lépett hatályba a fedezett kötvények harmonizációjáról szóló uniós szabályozói irányelvcsomag. Az irányelv rendelkezéseit a tagállamoknak 2021. július 8-ig kell átültetniük a nemzeti jogba, és az új rendelkezéseket a tagállamoknak legkésőbb 2022. július 8-tól hatályba is kell léptetniük.<sup>5</sup> Ez a cikk a harmonizációs csomag legfontosabb elemeit mutatja be. A cikkben tárgyalt kérdésekről az uniós törvényhozási folyamat során sok vita folyt mind az európai bi-

- 1 A „fedezett kötvény” (covered bond) terminológia tágabb, mint amelyet a magyar „jelzáloglevél” jelöl: azok a kötvények is fedezett kötvénynek minősülnek az európai szabályozás alapján, amelyek mögött tagállamok vagy más közjogi jogi személyek által felvett hitelek állnak, vagy amelyek visszafizetését ilyen közjogi jogi személyek garantálják, de a német „Pfandbrief”-megjelölés – bár szó szerinti fordításban ugyancsak záloglevelet jelent – magában foglalja például a jelzáloglevélnek megfelelő „Mortgage Pfandbrief”-et („Hypothekenzinspfandbrief”), a közjogi jogi személyek fizetési kötelezettségeivel fedezett „Public Pfandbrief”-et („Öffentlicher Pfandbrief”), a hajókon alapított jelzálogjoggal biztosított „Ship Pfandbrief”-et („Schiffspfandbrief”) és a repülőgépeken alapított jelzálogjoggal biztosított „Aircraft Pfandbrief”-et („Flugzeugpfandbrief”) is. A jelzáloglevél történetéről l. BOTOS JÁNOS (2002): *A magyarországi jelzálog-hitelezés másfél évszázada*. Budapest: Szaktudás Kiadó Ház. A fedezett kötvények kiváló összefoglalását adja: TÓTH TAMÁS (2017): *Fedezett kötvények*. MNB Oktatási füzetek, 13. szám, május (B. A.)
- 2 Ez a cikk STÖCKER, O. (2020): *EU-Harmonisierung von gedeckten Bankschuldverschreibungen 1–2*. (Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht [EuZW], szeptember) című írásának magyar fordítása.
- 3 Otmar Stöcker, PhD a Német Pfandbrief-kibocsátó Bankok Szövetségének ügyvezető igazgatója (Verband deutscher Pfandbriefbanken, vdp), Berlin. E-mail: stoecker@pfandbrief.de.
- 4 Botos András az MFB Magyar Fejlesztési Bank Zrt. jogi igazgatója. E-mail: Botos.AndrasGabor@mf.hu.
- 5 A témáról további információt l. STÖCKER (2019): *Towards harmonisation of covered bonds in Europe*, Housing Finance International, Winter, p. 24–30., amely a fenti cikk rövidített és frissített fordítása; STÖCKER, O. (2018): *Pfandbriefe und Gedeckte Bankschuldverschreibungen (Part 2), Auf dem Weg zur Harmonisierung von Covered Bonds in Europa*, EuZW 15/2018, pp. 617–624. A cikk a következőkre tér ki: (I.) a németországi hitelintézetek által kibocsátott fedezett kötvények kialakulása és jelenlegi helyzete, (II.) az uniós fedezettkötvény-harmonizációs folyamatra való felkészülés, (III.) a fedezettkötvény-irányelv szövegének tervezete, (IV.) az európai biztosítékkal fedezett befektetési jegy (ESN) bevezetéséről szóló párhuzamos vita és (V.) összefoglalás, a következtetések levonása.

zottsági tárgyalások során, mind az uniós parlamenti képviselők, a tanácsi munkacsoport és a szakértők között, így szakértői szinten jellemzően a Közép-európai Jelzáloglevél Konferenciákon (Central European Covered Bond Conferences<sup>6</sup>) és a fedezettkötvény-szabályozással foglalkozó szakértői kerekasztal (Round Table Covered Bond Legislation)<sup>7</sup> keretében. A viták a mai napig nem zárultak le, ezekről a kérdésekről a fedezettkötvény-irányelv nemzeti jogba való átültetése kapcsán továbbra is sok szó esik.<sup>8</sup> A fedezettkötvény-irányelv megértéséhez és értelmezéséhez ugyanakkor azt is tudnunk kell, hogy melyek azok a javaslatok, amelyek a törvényhozási folyamat során végül nem kaptak támogatást. A cikkben kitérünk a viták legfontosabb kérdéseire is.

Noha a fedezett kötvényekről szóló irányelv látszólag a fedezett kötvényekre utal általánosságban, az irányelv 2. cikke kifejezetten rögzíti, hogy csak a hitelintézetek által kibocsátott fedezett kötvényekről van szó. Hogy ezt hangsúlyozzuk, a következőkben a „fedezett kötvény” mellett a „hitelintézet által kibocsátott fedezett kötvény” kifejezéseket fogjuk használni.<sup>9</sup>

*JEL-kódok:* G12, G18, G21

*Kulcsszavak:* fedezett kötvények, EU-harmonizáció

## 1. AZ UNIÓS TÖRVÉNYHOZÁSI FOLYAMAT LEZÁRÁSA

2018. március 18-án az Európai Parlament az európai parlamenti választások előtti utolsó ülésén elfogadta a fedezett kötvényekről szóló harmonizációs csomagot, de csak ideiglenesen, az angol nyelvű verziót alapul véve, mivel akkor a fordítás az unió többi nyelvére még nem készült el. Az újonnan megválasztott Európai Parlament folytatta a megkezdett munkát<sup>10</sup>, és 2019. október 11-én elfogadta a csomagot;

6 Az 1997-ben alapított, éves konferenciáról további információért l. STÖCKER, EuZW 15/2018, p. 617. (p. 620.).

7 A hálózatról további információért l. STÖCKER, EuZW 15/2018, p. 617 (p. 621), 45. lábjegyzet.

8 A harmonizációs csomag összes rendelkezésének teljes leírása túlmutat egy szakmai cikk keretén. Ezért ez a szakmai cikk nem értelmezhető a fedezettkötvény-irányelv kommentárjaként.

9 A fedezett kötvényekkel kapcsolatos további terminológiáért l. STÖCKER, EuZW 15/2018, p. 617.

10 Noha alapvetően a diszkontinuitás elve érvényesül (az Európai Parlament eljárási szabályzatának 229. cikke), a törvényhozási ciklus végén választások előtti parlamenti szavazások eredménye (plenáris határozatok) a Parlamentre nézve jogilag kötelező érvényű a következő törvényhozási ciklusban is. Ez azt jelenti, hogy az újonnan megválasztott Parlament pontosan ott folytatja a munkát az elé terjesztett ügyeken, ahol az előző Parlament abbahagyta, és innen lép tovább a döntéshozatali folyamat következő lépcsőjére. Az olyan jogalkotási javaslatok esetében, ahol a választások előtt nem volt plenáris szavazás, az Európai Parlamentnek nincs jogilag kötelező ér-

majd ugyanezt a Tanács is megtette 2019. november 8-án. A jogszabálycsomagot az Európai Unió Hivatalos Lapjában 2019. december 18-án tették közzé<sup>11</sup>, és 2020. január 7-én lépett hatályba.<sup>12</sup>

Az európai kerettörvényt – irányelvet – a nemzeti jogba 2021. július 8-ig kell átültetni. A fedezett kötvényekről szóló irányelv 32. cikkének (1) bekezdése szerint az új rendelkezések alkalmazása céljából a nemzeti törvényalkotó engedélyezhet egy átmeneti időszakot, amely legfeljebb 12 hónapig tarthat, így az új rendelkezéseket legkésőbb 2022. július 8-tól kell alkalmazni. A 2019/2160 (EU) rendelet 2. cikke szerint a CRR-rendelet<sup>13</sup> 129. cikkének módosítása is ezen a napon válik közvetlenül alkalmazandóvá.

A harmonizációs csomag a fedezettkötvény-irányelvből és a CRR-rendelet 129. cikkének módosításából áll. Ez utóbbi cikk a hitelintézetek által kibocsátott fedezett kötvényeket világosan elválasztja az egyéb fedezett kötvényektől. A fedezettkötvény-irányelv szabályozza a fedezett kötvényekkel kapcsolatos követelményeket, amelyek ez idáig csak az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról szóló irányelv (ÁÉKBV/UCITS) 52. cikkének (4) bekezdésében voltak vázlatosan lefektetve.<sup>14</sup> Ez a rendelkezés szintén módosul, és az ÁÉKBV most már a fedezettkötvény-irányelvre hivatkozik<sup>15</sup>, akár csak a szanalási irányelv (BRRD-irányelv).<sup>16</sup> Ennek megfelelően számos egyéb, az

---

vényű álláspontja. Azonban ebben az esetben az új parlamenti ülés szak elején az Elnökök Értekezlete dönthet úgy, hogy tovább kell dolgozni az adott jogalkotási javaslatokkal.

- 11 Fedezettkötvény-irányelv: Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/2162 irányelve (2019. november 27.) a fedezett kötvények kibocsátásáról és a fedezett kötvények közfelügyeletéről, továbbá a 2009/65/EK és a 2014/59/EU irányelv módosításáról, 2014/59/EU, *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* L 328, 2019. december 18., p. 29–57. A CRR 129. cikkének módosítása: az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/2160 rendelete (2019. november 27.) az 575/2013/EU rendelet fedezett kötvények formájában fennálló kitettségek tekintetében történő módosításáról, *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* L 328, 2019. december 18., p. 1–6.
- 12 A fedezettkötvény-irányelv 33. cikkének megfelelően a fedezettkötvény-irányelv az Európai Unió Hivatalos Lapjában való közzétételét követő huszadik napon emelkedett jogerőre, ugyanúgy, ahogyan a CRR 129. cikkének módosításáról szóló 2. cikk.
- 13 Tőkekövetelményekről szóló rendelet, az Európai Parlament és a Tanács (EU) 575/2013. számú rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról, *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* L 176, 2013. június 27., pp. 1. et seq. (helyesbités: *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* L 321, 2013. november 30., p. 6 et seq.).
- 14 Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009. július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV/UCITS) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról.
- 15 A fedezettkötvény-irányelv 28. preambulumbekkezdésében módosítva.
- 16 A fedezettkötvény-irányelv 29. preambulumbekkezdésében módosítva. A bankok helyreállításáról és szanalásáról szóló irányelv az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU (2014. május 15.)

UCITS-irányelv 52. cikkének (4) bekezdésére hivatkozó irányelv is közvetetten módosult.<sup>17</sup>

## 2. JOGHARMONIZÁCIÓ AZ ELVEK MENTÉN

A fedezett kötvényekre vonatkozó szabályozás az „elveken alapuló harmonizációt” tűzte ki célul.<sup>18</sup> Ez azt jelenti, hogy az uniós rendelkezések csak a hitelintézetek által kibocsátott fedezett kötvényekkel szemben támasztott minimális követelményeket fektetik le, és különféle módon teret biztosítanak a nemzeti szintű szabályozásnak. Ez a fedezettkötvény-kibocsátók és az egyéb piaci szereplők majd-hogynem egyhangú kívánsága volt. Ennek igen nagy jelentősége van a csomag megértése és az egyes rendelkezések értelmezése szempontjából.

Bár a fedezettkötvény-irányelv a fedezett kötvények alapvető, régóta elfogadottnak tekinthető, lényegi tulajdonságaira épít, meglehetősen tág mozgásteret hagy a nemzeti törvényhozóknak a fedezett kötvényekre vonatkozó nemzeti szabályok alakítására, ami nemcsak a tág értelmezési lehetőséget biztosító megfogalmazásokban<sup>19</sup>, hanem abban is tükröződik, hogy miben, illetve mennyiben enged az európai jogalkotó eltérést.<sup>20</sup> Mindez önmagában is elvi jelentőségű.<sup>21</sup>

Ez az elv jelenik meg abban is, hogy a fedezettkötvény-irányelv kötelező és opcionálisan beépíthető rendelkezéseket is tartalmaz. Sőt, egyes kötelező érvényű rendelkezések választható elemeket is tartalmaznak<sup>22</sup>, illetve fordítva, egyes választható rendelkezéseknek is vannak kötelezően átültetendő elemei.<sup>23</sup>

---

a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról, *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* L 173/190, 2014. június 12.

17 A CB-irányelv és a likviditásfedezeti mutatók közötti összefüggésről további információért lásd lejjebb (4.10.).

18 A fedezettkötvény-irányelv 5. preambulumbekzdése.

19 Lásd például a fedezettkötvény-irányelv 6. cikkét (fedezeti eszközök).

20 Lásd például a fedezettkötvény-irányelv 13. (fedezetlenőrök) és 17. cikkét (meghosszabbítható lejárati struktúrák).

21 Itt fontos megemlíteni a fedezeti eszközök elkülönítését is, amelyet a fedezettkötvény-irányelv 12. cikke tesz lehetővé, de nem részletezi, hogy ennek hogyan kell megvalósulnia.

22 Lásd például a fedezettkötvény-irányelv 13. cikk (2) bekezdésének második mondatát és a 15. cikk (3) bekezdésének második mondatát, továbbá a 129. cikk (3a) bekezdésének harmadik mondatát.

23 Lásd például a fedezettkötvény-irányelv 13. és 17. cikkét.

### 3. A HITELINTÉZETEK ÁLTAL KIBOCSÁTOTT FEDEZETT KÖTVÉNYEKRŐL SZÓLÓ IRÁNYELV

A fedezettkötvény-harmonizációs csomag mindkét részének preambulumát érdemes elolvasni, mivel ezek magyarázzák meg a harmonizációs projekt célját és helyezik el az új szabályokat a már létező, fedezett kötvényekre vonatkozó hatályos szabályok között. A fedezettkötvény-irányelv 3. cikkében felsorolt fogalommeghatározások szintén fontosak az egyes rendelkezések megértéséhez.

#### 3.1. Kettős fedezettség

A fedezettkötvény-irányelv 4. cikke írja le a fedezett kötvények legfontosabb jellegzetességét, az ún. „kettős fedezettséget”. Bár a kifejezést már régóta használják, de még mindig nem teljesen világos, hogy mely két elemre vonatkozik a fedezettség, mert valójában három elemről beszélünk, ahogyan azt az irányelv 4. cikkének (1) bekezdése az a)–c) pontban megjelölt fedezetek felsorolása is világosan megmutatja:

- a) követelés egy hitelintézettel (a fedezett kötvény kibocsátójával) szemben. Az értékpapírosításhoz (eszközfedezetű értékpapírok és a jelzálog-fedezetű értékpapírok) képest ez a legfontosabb különbség, mivel ez utóbbiak esetében a befektető csak egy céltársasággal (SPV) szemben tud követelést érvényesíteni, és nem egy hitelintézettel szemben;
- b) a fedezett kötvény kibocsátójának fizetési képtelensége esetén követelés a fedezeti halmazzal<sup>24</sup> szemben; és
- c) amennyiben a fedezeti halmaz sem nyújt elég fedezetet, követelés a fedezett kötvény kibocsátójának csődvagyonával szemben. Amennyiben az utóbbi, harmadik követelést egyszerűen az a) pontban leírt követelésből vezetjük le, akkor a „kettős fedezettség” lenne a helyes kifejezés, de egyébként a „három fedezettség” a pontosabb megfogalmazás.

---

<sup>24</sup> Az angol terminológia szerint „cover pool” a magyar terminológia szerint sokszor „fedezeti pool” (B. A.).

### 3.2. A fedezett kötvények a kibocsátó fizetésképtelensége esetén nem válnak lejárttá (esedékessé)<sup>25</sup>

A fedezettkötvény-irányelv 5. cikke csak röviden említi, hogy a fedezett kötvényekhez kötődő fizetési kötelezettségek a fedezett kötvény kibocsátójának fizetésképtelensége vagy szanálása esetén nem válnak automatikusan lejárttá.

Noha ez ma már magától értetődőnek számít, a hitelintézetek által kibocsátott fedezett kötvények ezen jellegzetessége az eszközosztály 250 éves történetében csak a legutóbbi időkben jelent meg<sup>26</sup>; a Német Jelzálogbank-törvény (*Hypothekbankgesetz*, HBG) vezette be 1998-ban<sup>27</sup>, majd 2004-től a Német Pfandbrief-törvény 30. szakasz (1) bekezdésének második mondata kifejezetten előírta (*Pfandbriefgesetz*, PfandBG). Azóta ez az elem világszerte elterjedt.<sup>28</sup>

Ez biztosítja azt, hogy a befektetők a kibocsátáskor meghatározott feltételek szerint jussanak hozzá a tőkéhez és a kamathoz akkor is, ha a fedezett kötvény kibocsátója időközben fizetésképtelenné válik. Ez a megfelelő időben történő kifizetés („timely payment”) kulcsfontosságú követelmény ahhoz, hogy a befektetők elfogadják az alacsony kamatlábakat, és a hitelminősítők pedig magas minősítést adjanak a fedezett kötvényeknek.

Mindez egyszerűen hangzik, mégis nehézséget okoz a lejáratok meghatározásakor a kötvényfeltételek kialakítása kapcsán. A fedezett kötvények „hard bullet” (szigorúbb) típusai, mint például (mostanáig)<sup>29</sup> a német Pfandbrief, fix, előre meghatározott időpontban járnak le. Azonban a törvényhozók többsége lehetővé te-

25 A fedezettkötvény-irányelv hivatalos magyar fordítása használja ugyan „csődtávoliságot” mint kifejezést, de ez nem jogi műszó. Az „insolvency remoteness” kifejeést leginkább körülírni lehet, azt fejezi ki, hogy a kibocsátó fizetésképtelenségének kimondása, vagyis a kibocsátó elleni felszámolási eljárás megindítása a fedezett kötvényeket nem teszi lejárttá (esedékessé) (B. A.).

26 A német fedezett kötvény (Pfandbrief) 250 éves történetét SATTLER, F. (2019) írja le a *Der Pfandbrief 1769–2019, Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark* című könyvében (Stuttgart); a 2005-től zajló változásokról pedig a könyv ENGELHARD, F. által írt kiegészítő fejezetében olvashatunk.

27 A német Pfandbriefek automatikus futamidő-rövidítésének kizárását először a HBG 1998. április 1-jei módosítása szabályozta, miután Rolf Stürner jelentésében foglalkozott a kérdéssel, és megoldási javaslatokat is tett. Lásd STÜRNER, R. (1998): *Die Sicherung der Pfandbrief- und Obligationen gläubiger vor einer Insolvenz der Hypothekbank*, VDH/vdp publication series, 7, p. 61 et seq. and p. 156 et seq.

28 Egyedül a Cseh Köztársaságnak gyakorlata teljesen eltérő régóta. A mai napig nem világos, hogy ez még mindig így van-e, vagy a vonatkozó szabályozást máshogy kellene értelmezni. Ezt a kérdést a fedezettkötvény-irányelv átültetése kapcsán kellene tisztázni.

29 A vdp már évek óta szorgalmazza a lejárat törvényben előírt kiterjesztését arra az esetre, ha a Pfandbrief kibocsátója fizetésképtelenné válik; lásd STÖCKER, O. (2016): *PfandBG – Pfandbriefbanken schlagen Fälligkeitsverschiebung vor*, vdp Infobrief Q2, p. 2. et seq.

szí, hogy a lejárat dátumát bizonyos feltételek fennállása esetén ki lehessen tolni az időben<sup>30</sup>. Számos hitelintézet él is ezzel az opcióval a fedezett kötvények kibocsátásakor, ezek a fedezett kötvényeket az úgynevezett „soft bullet” kötvények. Ezzel a kérdéssel a fedezettkötvény-irányelv 17. cikke foglalkozik.<sup>31</sup>

### 3.3. Elfogadható fedezeti eszközök

2013-ban<sup>32</sup> a CRR 129. cikke alakította ki az első egységes, az egész EU-ban érvényes, közvetlenül kötelező olyan rendelkezést<sup>33</sup>, amely szerint a kedvező kockázati súlyozás érdekében csak meghatározott fedezeti eszközök használhatók a fedezett kötvények fedezeteként. Ezek a követelmények továbbra is érvényesek.

#### 3.3.1. További fedezeti eszközök bevonása

A fedezettkötvény-irányelv 6. cikke a CRR 129. cikkében meghatározott kereteknél tovább megy, és további fedezeti eszközök bevonását is lehetővé teszi. Aki ezt kihasználja, annak a kötvénye, bár elveszíti a CRR 129. cikke szerinti kedvezményes megítélését, de továbbra is hivatkozhat a fedezettkötvény-irányelvhez közvetlenül kapcsolódó, egyéb speciális rendelkezésekre vagy egyéb uniós irányelvekre, amelyek a fedezettkötvény-irányelvre hivatkoznak.<sup>34</sup>

Ezen felül a fedezettkötvény-irányelv 27. cikke szerint az a fedezett kötvény, amelynek a fedezeti eszközei megfelelnek a CRR 129. cikkében foglalt követelményeknek, „európai (prémium) fedezett kötvénynek” minősül. Azonban a „prémium” kifejezés nem használható azon fedezett kötvények esetében, amelyeket nem csak a 129. cikkben meghatározott eszközök biztosítanak. Ugyanakkor az utóbbi kötvényekre néha a „csak az irányelvnek megfelelő fedezett kötvény” kifejezést is

---

30 A futamidő meghosszabbítása lehetővé teszi, hogy a kamat- és tőketörlesztések kifizetését biztosító pénzáramok esetleges késedelme se vonja maga után automatikusan a kötvények fizetőképességének a beálltát (B. A.).

31 Lásd lejjebb (4.11.)

32 2014. január 1-je óta hatályos.

33 A fedezett kötvények a fedezeti eszközök igénye először Az Európai Parlament és a Tanács 2006/48/EK irányelve (2006. június 14.) a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról VI. melléklete 1. részének 68. pontjában jelenik meg. Erre az irányelvre és az Európai Parlament és a Tanács 2006/49/EK irányelvére (2006. június 14.) a befektetési vállalkozások és hitelintézetek tőkemegfeleléséről együttesen gyakran a „CRD I csomagként” hivatkoznak. A fedezett kötvényekre vonatkozó CRD-szabályokkal kapcsolatos további információért lásd ENGELHARD, F. (2006): *Covered Bonds and the EU Capital Requirements Directive*. ECBC, European Covered Bond Fact Book, 1st Edition, p. 179 (p. 180 et seq.).

34 Lásd STÖCKER, O.: i. m. (Part 2), EuZW 15/2018, p. 617 (p. 621 et seq.).

szokták használni azért, hogy egyszerűbben meg lehessen őket különböztetni a „CRR szerinti fedezett kötvényektől”.

### 3.3.2. Az elfogadható eszközök három kategóriája

A fedezettkötvény-irányelv 6. cikkének (1) bekezdése az elfogadható eszközök három kategóriáját határozza meg:

#### 3.3.2.1. A CRR 129. cikke szerint elfogadható eszközök<sup>35</sup>

Ide főleg a hagyományos eszközök tartoznak: az ingatlanfinanszírozással, közfinanszírozással és hajófinanszírozással kapcsolatos követelések. A hajó- és ingatlanfinanszírozás esetében az LTV- (hitelfedezeti)<sup>36</sup> arányok: lakóingatlanon alapított jelzálogjoggal biztosított követelés esetén 80%; kereskedelmi ingatlanon alapított jelzálogjoggal biztosított követelés esetén 60%<sup>37</sup>, hajón alapított jelzálogjoggal biztosított követelés esetén 60%.

#### 3.3.2.2. Magas minőségű fedezeti eszközök<sup>38</sup>

A magas minőségű fedezeti eszközökkel szemben pontos elvárásokat a fedezettkötvény-irányelv nem határoz meg. A feltétel mindössze annyi, hogy a fedezeti eszköz egy pénzkövetelésből<sup>39</sup> és egy biztosítékból álljon.

Fedezeti eszközök lehetnek a CRR 129. cikkében meghatározott LTV-arányokat meghaladó LTV-jű ingatlan- és hajófedezetű követelések is. A biztosítékok lehetnek „dologi” hitelbiztosítékok<sup>40</sup> vagy „kitettségek formájában fennálló eszközök” is.<sup>41</sup>

Egy jelzáloghitel esetében például a biztosíték az ingatlant terhelő jelzálogjog (vagyis a biztosíték egy dologi biztosíték). Dologi biztosíték lehet ingó és ingatlan

35 A fedezettkötvény-irányelv 6(1) cikkének (a) pontja.

36 Hitelfedezeti arány. A CRR 129. cikke a nemzeti törvényalkotókra bízta annak eldöntését, hogy ezeket az LTV-arányokat abszolút vagy relatív értéként határozzák-e meg (vagyis ha a hitelösszeg a fedezet arányában túl magas, akkor a hitelt egyáltalán nem lehet fedezetként figyelembe venni, vagy a meghatározott hitelfedezeti arány mértékéig fedezetként figyelembe vehető). Ebben a tekintetben a nemzeti fedezettkötvény-törvények között jelentős különbség van.

37 Ez meghaladható maximum 70%-ig, amennyiben a fedezett kötvény fedezeteként elzálogosított összes eszköz legalább 10%-kal meghaladja a kintlévő összeg névértékét.

38 A fedezettkötvény-irányelv 6(1) cikkének (b) pontja a fedezettkötvény-irányelv 6(2) és 6(3) cikkével együttesen.

39 Jelzáloghitel esetében elfogadható fizetési követelésnek minősülhet például a kamat- és tőkekövetelés.

40 A fedezettkötvény-irányelv 6(3) cikkének (a) pontja.

41 A fedezettkötvény-irányelv 6(3) cikkének (b) pontja.



is. Ezekre a dologi hitelbiztosítékokra általánosan elfogadott értékbecslési szten-derdekert kell alkalmazni.

Emellett a dologi hitelbiztosítékok esetében szükséges „egy olyan nyilvántartás, amely nyilvános, és rögzíti az említett tárgyi biztosítékokra vonatkozó tulajdon-jogot és követeléseket”<sup>42</sup>. Leginkább ez a rendelkezés váltott ki vitákat, mivel sok eszköz esetében nem léteznek ilyen nyilvántartások. Ezért a szöveget a következő résszel egészítették ki: „...a tagállamok rendelkezhetnek a dologi biztosíték tulaj-donjogának vagy a vele szemben támasztott követelések igazolásának alternatív formájáról, amennyiben az igazolás alternatív formája által biztosított védelem összehasonlítható a nyilvános nyilvántartás által biztosított védelemmel abban az értelemben, hogy az érintett tagállam jogával összhangban lehetővé teszi az érdekelt harmadik felek számára, hogy hozzáférjenek a megterhelt tárgyi bizto-síték azonosításával, a tulajdonjog megállapításával, a terhek dokumentálásával és megállapításával, valamint a biztosított követelés kikényszeríthetőségével kap-csolatos információkhoz”.<sup>43</sup> Vagyis az uniós jogalkotó a nemzeti fedezettktövény-szabályozások és a nemzeti tanúsítási és elismerési rendszerek széles körű elfoga-dása mellett döntött. Ugyanakkor az uniós jogalkotó még így sem ment el olyan messzire, mint ahogyan azt néhányan szerették volna, addig például, hogy akár egy jogi szakvélemény is elég legyen.<sup>44</sup>

A Németországban regisztrált repülőgépek esetében a nyilvántartási követelmény teljesül, két ilyen nyilvántartás létezik: az egyik a tulajdonosi viszonyokat tünteti fel<sup>45</sup>, a másik pedig a repülőgépet terhelő<sup>46</sup> jelzálogjogot mutatja.<sup>47</sup> Ez olyan autók-  
ra és kamionokra is vonatkozik, amelyeket egy olyan országban vettek nyilván-  
tartásba, ahol a szükséges nyilvántartások egyébként léteznek. Számos európai  
ország rendelkezik ingó eszközöket regisztráló nyilvántartásokkal is, így Európa-

42 A fedezettktövény-irányelv 6. cikk (3) bekezdésének (a) pontja.

43 A fedezettktövény-irányelv 6. cikk (3) bekezdésének utolsó mondata.

44 Egy további, a fedezettktövény-irányelv 6. cikkére vonatkozó javaslat – amelyet végül nem fogad-tak el – az volt, hogy az eszközöket majdhogynem mindenféle korlátozás nélkül lehessen fedezet-ként használni, mindenféle minőségi kritérium nélkül.

45 A repülőgépek tulajdoni nyilvántartását a braunschweigi Német Szövetségi Légiközlekedési Hi-vatal (Luftfahrt-Bundesamt) tartja fenn.

46 A repülőgépek jelzálognyilvántartását a braunschweigi helyi bíróság (Amtsgericht) tartja fenn. Emellett (vagy helyette) a Fokvárosi Egyezménynek megfelelően nemzetközi érdek is létrehozha-tó, és az ingóvagyon a dublini Nemzetközi Ingóvagyon-nyilvántartásba is bejegyezhető.

47 Itt két különálló nyilvántartásról van szó. Azonban annak ellenére, hogy a fedezettktövény-irányelv egyes fordításai „egy” nyilvántartást emlegetnek (pl. a német verzió – „*ein öffentliches Register*”, „*egy nyilvános nyilvántartás*”), az nem lehet probléma, ha a tulajdont és a jelzálogot két külön regiszterben tartják nyilván. Először is azért, mert itt az „egy” határozatlan névelőként van jelen, nem pedig számnévként.

szerte létezik olyan ingóvagyon is, amelyet lehet fedezeti eszközként használni. Azonban az csak később fog kiderülni, hogy a fedezettkötvény-irányelv 6. (3) cikke szerinti „a követelések igazolásának alternatív formája” alatt mit kell érteni.

### 3.3.2.3. Közsférának nyújtott kölcsönök<sup>48</sup>

Ide az átláthatósági irányelv 2. cikkében „közvéllalkozásként” meghatározott jogi személyeknek nyújtott, vagy az általuk garantált hitelekből eredő követelések tartoznak.<sup>49</sup>

A „közvéllalkozás” irányelvbeli definíciójára történő hivatkozás meglehetősen kiszélesíti ezt a kategóriát.<sup>50</sup> Az átláthatósági irányelv célja értelemszerűen az volt, hogy a „közvéllalkozás” kategóriába minél több vállalat beletartozzon (és ezáltal minél több vállalatra vonatkozzanak az átláthatósági követelmények), nem volt cél a hatálynak kizárólag a magas minőségi kategóriába tartozó állami hitelfelvevőkre, illetve kezességvállalókra szűkítése. Az átláthatósági irányelv fogalomkészletének alkalmazása egy politikai kompromisszum volt annak érdekében, hogy le lehessen zárni a közsférának nyújtott hitelek esetében a „megfelelőségről” szóló vitát.

A további követelményeket a fedezettkötvény-irányelv 6. cikkének (4) bekezdése határozza meg. Ezek a követelmények számos olyan fordulatot tartalmaznak, amelyek értelmezést igényelnek, mint például az „alapvető közszolgáltatásokat nyújtanak” és „prudenciális felügyelet hatálya alá tartoznak”.

A hitelintézetekkel és biztosítótársaságokkal szemben fennálló követelések speciális esetet jelentenek. Egyrészt a fedezettkötvény-irányelv preambulumának 16. bekezdése tisztázza, hogy a hitelintézetek és a biztosítótársaságok nem tekinthetők közvéllalkozásnak. Ebből az következik, hogy a velük szemben támasztott követelések a fedezettkötvény-irányelv 6 cikkének (1) bekezdés (c) pontja szerint

48 A fedezettkötvény-irányelv 6(1) cikkének (c) pontja és 6(4) cikke.

49 L. a fedezettkötvény-irányelv preambulumának 16. pontját. A Bizottság 2006/111/EK irányelve (2006. november 16.) a tagállamok és a közvéllalkozások közötti pénzügyi kapcsolatok átláthatóságáról, illetve egyes vállalkozások pénzügyi átláthatóságáról. *Az Európai Unió Hivatalos Lapja*, 2006. november 17., L 318/17.

50 Az unió 2006/111/EK átláthatóságról szóló irányelve 2. cikkének megfelelően közvéllalkozás „minden olyan vállalkozás, amelyre a hatóságok közvetlen vagy közvetett módon meghatározó befolyást gyakorolhatnak annak tulajdonosaként, a vállalkozásban fennálló pénzügyi részeseedésükön keresztül vagy a vállalkozásra vonatkozó szabályok által. A hatóságok meghatározó befolyása vélelmezhető abban az esetben, ha ezek a hatóságok, közvetlenül vagy közvetve, egy vállalkozással kapcsolatban: (i) a vállalkozás jegyzett tőkéjének többségi tulajdonosai; vagy (ii) a vállalkozás által kibocsátott részvényekhez kötődő szavazati jogok többségével rendelkeznek; vagy (iii) a vállalkozás igazgatási, vezetői vagy felügyeleti testülete tagjainak több mint a felét kijelölhetik...”

nem minősülnek elfogadható fedezetnek. Másrészről azonban ezek az intézmények állami felügyelet hatálya alatt állnak, tehát ez azt jelentené, hogy bármely követelés, függetlenül annak jogalapjától, az európai fedezett kötvények fedezete lehet, amennyiben azt hitelintézet vagy biztosítótársaság garantálja.

Kérdés viszont, hogy a hitelintézetekkel és biztosítótársaságokkal szemben fennálló követelések, függetlenül azok összegétől, illetve attól, hogy van-e mögöttük fedezet, megfelelő fedezetet jelenthetnek-e. Ha a fedezettkötvény-irányelv 6. cikkének szövegét és rendszerét vesszük alapul, ez azt jelentené, hogy a hitelintézetekkel szemben támasztott követelések közvetlenül ugyan nem fogadhatók el fedezetként, de más követelések biztosítékául szolgálhatnak, amelyek ekként lehetnek akár hitelintézetekkel szemben fennálló követelések is. Ebben az értelemben a hitelintézetekkel szemben fennálló (közvetlen) követelések csak a CRR 129. cikk (1a)–(3) bekezdésében meghatározott követelmények és határok között lennének alkalmas fedezetek: különös tekintettel a 129. cikk (1) bekezdés d) pontjában meghatározott 15%-os teljes kitettségértékre.<sup>51</sup>

A viták során az Európai Bizottság kiemelte: a tárgyalások célja lehetővé tenni, hogy a hitelintézetekkel és biztosítótársaságokkal szemben támasztott, európai (prémiumnak nem minősülő) fedezett kötvények esetében a hitelintézetekkel és biztosítótársaságokkal szemben fennálló követelések korlátlanul figyelembe vehetők legyenek fedezetként (vagyis ne csak azok a kitettségek legyenek fedezetképesek, amelyeket ezek garantálnak). A fedezettkötvény-irányelv 6. cikkének (3) bekezdés (b) pontja által megkövetelt biztosíték ebben az esetben az, hogy a hitelintézet vagy biztosítótársaság „működési stabilitása és pénzügyi fizetőképessége folyamatos állami felügyelet tárgyát képezi”. Noha a fedezettkötvény-irányelv 6. cikkének megfogalmazása nem egyértelmű, ezt a preambulum 16. bekezdése tisztázza. A hitelintézetekkel és biztosítótársaságokkal szemben támasztott követelések megemlítése nemcsak a garanciákhoz, hanem közvetlenül magukhoz a követelésekhez is kapcsolódik.

A további tisztázás céljából 2019. szeptember 12-én a különféle fordítások harmonizációjáért felelős uniós szakértői csoport úgy döntött, hogy megváltoztatja a preambulum 16. bekezdésében a szövegét akként, hogy az az állítás, amely szerint a hitelintézetekkel és biztosítótársaságokkal szemben támasztott követelések megfelelő fedezetet képeznek, elég semleges legyen ahhoz, hogy a közvetlen fedezetre való alkalmasságuk még egyértelműbb legyen. Ezt a változtatást egy helyesbítés formájában elfogadták, és közzé is tették.

---

<sup>51</sup> A 129. cikk (1) bekezdés c) pontja alapján az intézményekkel szembeni kitettségek, amelyek az 1. hitelminőségi besorolásba tartoznak. Az ilyen jellegű kitettségek teljes összege nem haladhatja meg a kibocsátó intézmény fedezett kötvényállománya névértékének 15 %-át (B. A.)

### 3.4. A fedezeti kötvények egységesítése

A sokféle fedezeti eszközre tekintettel a fedezettkötvény-irányelv 10. cikke többé-kevésbé egységesíteni kívánja a fedezett kötvényeket az unióban, így biztosítva a tagállamok általi egységes átültetést, anélkül azonban, hogy segítséget adna ahhoz: mindezt hogyan kell végrehajtani.

Ez a rendelkezés meglehetősen ellentmondásos. A minél egységesebb szabályozás érdekében egyesek azt szerették volna, hogy szigorú és részletes leírás szülessen a fedezeti halmazok (fedezeti pool) összetételére vonatkozóan. Szerettek volna egy felső határt arra vonatkozóan, hogy a kereskedelmi ingatlanokkal biztosított hitelkövetelések a fedezeti halmaz legfeljebb hány százalékát teheti ki – azért, hogy a jelzálogfedezeti halmaz (mortgage cover pool) legnagyobb részét mindig lakóingatlanok tegyék ki. Felmerült az is, hogy a lakóingatlanokon és a kereskedelmi ingatlanokon lévő jelzálog külön fedezeti halmazban legyen. Azonban ezek a javaslatokat nem kaptak elég támogatást, ahogyan az a javaslat sem, amely szerint a nemzeti törvényalkotónak fedezetek típusa szerint kellene több fedezeti halmazt engedélyeznie.<sup>52</sup>

Ehelyett a fedezettkötvény-irányelv 10. cikke<sup>53</sup> a nemzeti jogalkotóra bízta annak eldöntését, hogy hogyan szabályozzák a homogenitást. Minél többféle fedezeti eszközt tesz lehetővé a nemzeti fedezettkötvény-szabályozás, annál fontosabb, hogy megkülönböztessük őket. Végül soron ez a rendelkezés különösen fontos azon országokban, amelyek nem szabályozzák a fedezett kötvények<sup>54</sup> egyik osztályát sem, csak felsorolják, hogy melyek azok az eszközök, amelyek megfelelő fedezetet jelentenek, és a fedezettkötvény-kibocsátókra bízzák annak eldöntését, hogy a fedezeti poolok-ban vegyítik-e ezeket az eszközöket, és ha igen, akkor hogyan.<sup>55</sup>

52 A fedezettkötvény-irányelv 6. és 10. cikkével kapcsolatos egyéb ellentmondásos javaslatok voltak például a koncentrációs kockázatra vonatkozó, specifikus felső korlátozások, vagy a fedezeti halmazok granularitására vonatkozó rendelkezések. Végül ezeket a javaslatokat sem támogatták.

53 Ezzel kapcsolatban a fedezettkötvény-irányelv 18. preambulumbekzdése is világosan fogalmaz.

54 A német Pfandbrief-törvény négy osztályt különböztet meg: jelzálog-Pfandbriefek (*Hypothekenpfandbriefe*), állami Pfandbriefek (*Öffentliche Pfandbriefe*), hajó-Pfandbriefek (*Schiffspfandbriefe*), és repülőgép-Pfandbriefek (*Flugzeugpfandbriefe*) – mindegyik esetében részletesen le van írva, hogy melyek a megfelelő elfogadható fedezeti eszközök.

55 Ez idáig ugyanez igaz volt például a francia, svéd és finn fedezettkötvény-szabályokra is.

### 3.5. A származtatott ügyletek fedezeti halmazban való engedélyezése

A származtatott ügyletek fedezeti halmazban való engedélyezésének bonyolult kérdését a fedezettkötvény-irányelv külön, a 11. cikkben szabályozza.

Az ezzel kapcsolatos viták még mindig akörül forognak, miszerint a származtatott ügyletek „kizárólag kockázatkezelési célból” kerülhetnek be a fedezeti halmazba.<sup>56</sup> Azonban ez a kizárólagosságot sugalló szabály nem értelmezhető szó szerint, mivel a gyakorlatban megvalósíthatatlan. Egyrészt a fedezettkötvény-kibocsátó döntéseit elsődlegesen a származtatott termékek piacán elérhető származtatott termékek kötik, másrészt pedig a fedezeti halmazok „lélegeznek”, vagyis új elemek kerülnek be a poolba, illetve elemek kerülnek ki napi szinten a fedezeti poolból. Ezért ez a követelmény úgy értelmezendő, hogy a származtatott ügylet fedezeti halmazba való felvételének világos célja kell, hogy legyen a nettó nyitott kamatpozíció vagy a devizapozíció csökkentése. Ezért az új nyitott pozíció létrehozása nélkül, hogy erre a fedezeti eszközök vagy a fedezett kötvények szempontjából szükség lenne (pl. pusztán a haszon növelése céljából), ki van zárva. Mindemellett fontos az arányosság és a gyakorlati megközelítés.<sup>57</sup>

## 4. A FEDEZETI ESZKÖZÖK ELKÜLÖNÍTÉSE

A fedezettkötvény-irányelv 12. cikke előírja, de nem szabályozza a fedezeti eszközök elkülönítését. Ennek megfelelően az elkülönítés biztosítása a tagállamokra, vagy akár a kibocsátókra van bízva.

### 4.1. A fedezett kötvények jogi struktúrái nem harmonizálhatók

A fedezett kötvények alapvető jogi struktúrái nagyon különbözőek, és sokéves fejlődés eredményeképpen alakultak ki (bizonyos esetekben évszázadokról beszélünk). Azért, hogy könnyebb legyen összehasonlítani ezeket a különféle rendszereket, általában öt fedezettkötvény-modellt különböztetnek meg a kibocsátók szerint: szakosodott finanszírozó intézmények (vehicle), hagyományos szakosított hitelintézetek, univerzális hitelintézetek, SPV-modellek és pooling-modellek.<sup>58</sup>

---

<sup>56</sup> A fedezettkötvény-irányelv 11. cikkének (1) bekezdés (a) pontja.

<sup>57</sup> Az egyes derivatív ügyletekre vonatkozó limit bevezetése, amelyről az uniós jogalkotási folyamat során szó esett, végül nem került be a fedezettkötvény-irányelv 11. cikkébe.

<sup>58</sup> A fedezettkötvény-modellek szakosodásának mértékével és a fedezett kötvények és a fedezeti eszközeik közötti jogi kapcsolatról további információért lásd STÖCKER, O. (2018): EuZW, p. 617 (p. 618). A fedezett kötvényekkel kapcsolatos törvényhozási kerekasztal (Round Table Covered

Ezek között a leginkább szembeötlő különbséget a fedezett kötvények és a hozzájuk tartozó fedezeti eszközök közötti kapcsolatok szabályozása jelenti. Ennek leginkább abból a szempontból van jelentősége, hogy mely eszközök tartoznak a kibocsátó fizetésképtelensége esetén a felszámolási vagyona, és melyek a fedezeti poolba. A jogi struktúra összefügg a kibocsátó fedezettkötvény-kibocsátásra szakosodásának mértékével, továbbá azzal, hogy mennyire integrálódik egy bankcsoportba. Ennek megfelelően a jogi struktúrát érintő, bármely változás a bankcsoport struktúrájára is hatással lenne.

Az Európai Bankhatóság (EBH)<sup>59</sup> és az Európai Bizottság már a harmonizációs folyamat elején felismerte, hogy a fent említett, alapvető jellemzők harmonizációja nem valósítható meg. Ehhez alapjaiban kellett volna beavatkozni az aktív fedezettkötvény-kibocsátók már fennálló struktúráiba és a már jól működő fedezettkötvény-piacokba úgy, hogy még csak megközelítőleg sem lehetett volna megbecsülni a következményeket és a szükséges erőfeszítéseket; valamint a modellváltás számviteli és adózási következményeinek részletes vizsgálatát sem akarta senki vállalni.

Ennek megfelelően a fedezettkötvény-irányelv 12. cikkének (1) bekezdése csak a következőt köti ki:

- Valamennyi fedezeti eszköznek azonosíthatónak kell lennie.<sup>60</sup> Ez megvalósítható egy fedezeti nyilvántartással, amelyet a legtöbb uniós tagállam fedezettkötvény-jogszabálya elő is ír. A fedezeti halmaz<sup>61</sup> elkülöníthető egy önálló jogi személy létrehozásával is, de akár a fedezettkötvény-kibocsátók is létrehozhatnak erre egy elkülönült jogi személyt<sup>62</sup>, ezáltal az adott különleges célú gazdasági egység összes eszköze gyakorlatilag egyben a fedezeti halmazt jelenti. Ekként a fedezettkötvény-kibocsátó fizetésképtelensége esetén a fede-

---

Bond Legislation) által felállított kategóriák részletes leírásáért lásd STÖCKER, O. (2011): *Covered Bond Models in Europe, Fundamentals on Legal Structures*, Housing Finance International, Winter, p. 32–40.

59 Az előzetes munkafolyamatról további információért lásd STÖCKER, O. (2018): EuZW, p. 617. (p. 622.).

60 A fedezettkötvény-irányelv 12(1) cikkének (a) pontja.

61 Ez a helyzet például az olasz, holland és az egyesült királysági fedezettkötvény SPV-modellek esetében; az SPV nem hitelintézet, hanem az univerzális hitelintézet fedezettkötvény-kibocsátásait garantálja az univerzális hitelintézettől megszerzett eszközeivel. Ezt a modellt Európán kívül is előnyben részesítik (pl. Ausztráliában, Kanadában, Új-Zélandon és Szingapúrban).

62 Itt Franciaországot és Norvégiát is fontos megemlíteni. Ezekben az országokban a különleges célú gazdasági egység (SPV/special purpose vehicle) egy hitelintézet, amely a fedezeti eszközöket univerzális anyabankjától szerzi meg, a fedezett kötvényeket pedig maga bocsátja ki.

zeti halmaz elhatárolásához a csődvagyontól egy önálló fedezeti nyilvántartás már nem szükséges.<sup>63</sup>

- Az eszközök elkülönítését a vonatkozó fedezettkötvény-törvény teszi lehetővé.<sup>64</sup>
- A fedezeti eszközöket a harmadik felek követeléseitől védeni kell.<sup>65</sup>

Ha a törvényi rendelkezéseket ezekre az alapvető állításokra korlátozzák, akkor ez azt jelenti, hogy az elveken alapuló harmonizáció érvényesül, és a kialakítást a fedezettkötvény-szabályozás nemzeti törvényalkotóira bízzák.

#### 4.2. Külföldi fedezeti eszközök és az eszközök elkülönítése

Ebben a témában a legnagyobb kihívást az a kérdés jelenti, hogy a fedezeti halmazba bekerülhetnek-e külföldi fedezeti eszközök, illetve a fizetésképtelenségi szabályozás szerint ezeket el kell-e különíteni, és ha igen, akkor milyen mértékben – más szóval az a kérdés, hogy a fedezettkötvény-befektetők nemzeti törvények által előírt védelme a külföldön lévő fedezeti eszközökre is kiterjed-e.

A fedezettkötvény-kibocsátó fizetésképtelenné válása esetén az elsődleges cél minden esetben a fedezettkötvény-befektetők védelme. Ha a fedezettkötvény-kibocsátó bejegyzett székhelye ugyanabban az országban van, ahol a fedezeti eszközök, akkor a törvényhozó szabályozhatja a fedezeti eszközöknek a fedezett kötvényekhez való hozzárendelését, mivel mind a kettő a törvényhozó területén van, így az ő szabályozói hatáskörébe tartozik.

Az eszközök elkülönítése akkor is érvényesül, ha a fedezeti eszközök a fedezettkötvény-kibocsátó bejegyzett székhelye szerinti országon kívül esnek. Azonban ez már nincs teljes mértékben a nemzeti törvényhozó kezében – az országhatár egyben a törvényhozó szabályozói hatáskörének határát is jelenti.

Ebből két lényeges kérdés következik: a fedezettkötvény-hitelezőkön kívül vannak-e harmadik személyek, akik külföldön a fedezeti eszközökhöz hozzájuthatnak, és ezáltal hozzáférhetnek a hitelek adósságtörlesztéséhez? Lehet-e külföldön a fedezettkötvény-kibocsátó ottani eszközeire másodlagos vagy területi fizetésképtelenségi eljárást indítani, és ha igen, akkor érvényesül-e a fedezettkötvény-

63 Az már más kérdés, hogy ezt vehetjük-e az eszközök elkülönítésének: ez többek között attól függ, hogy a különleges célú gazdasági egységre való átruházás visszafordítható-e (vagyis hogy a szóban forgó fedezeti eszközök visszaruházhatók-e a fedezettkötvény-kibocsátóra, és ha igen, akkor mikor és milyen feltételekkel).

64 A fedezettkötvény-irányelv 12(1) cikkének (b) pontja.

65 A fedezettkötvény-irányelv 12(1) cikkének (c) pontja.

befektetők kielégítési elsőbbsége a fedezettkötvény-kibocsátó székhelye szerinti ország fedezettkötvény-törvénye szerint a külföldi fizetésképtelenségi eljárásokban?

### 4.3. Unió tagállamokból származó fedezeti eszközök

A fenti kérdések megválaszolása szempontjából a hitelintézetek reorganizációjáról és felszámolásáról szóló irányelvnek<sup>66</sup> van jelentősége, ami az unió területét illeti. Ezt az irányelvet a tagállamoknak 2004. május 5-ig kellett átültetniük a nemzeti jogba.

Ez az uniós irányelv a származási ország és az egyetemlegesség elvét követi.<sup>67</sup> Ez azt jelenti, hogy a szanálási intézkedések a hitelintézet bejegyzett székhelye szerinti ország hatóságai és bíróságai hatáskörébe tartoznak, és ebből következik, hogy a bankfelügyeleti hatóságok által a fizetésképtelenség megakadályozása érdekében, vagy az előtte meghozott intézkedések is, amelyek az összes többi uniós tagállamban kötelezően jogerőre emelkednek<sup>68</sup>. Ez a felszámolási eljárások elindítására és végrehajtására is vonatkozik.<sup>69</sup>

A BRRD<sup>70</sup> (amelyet a német törvénybe a SAG<sup>71</sup> ültet át) és az SRM<sup>72</sup> -rendelet<sup>73</sup> szerint itt már nem egyedül a nemzeti hatóságok felelősek; ehelyett az EKB (Európai Központi Bank) felügyelete alá eső hitelintézetek esetében már az SRB (Egységes Szanálási Testület – Single Resolution Board) játsza a központi szerepet. Azonban az újonnan felállított, szanálásért felelős hatóságoknak is meg kell felelniük a

66 Az Európai Parlament és a Tanács 2001/24/EK irányelve (2004. április 4.) a hitelintézetek reorganizációjáról és felszámolásáról, *Az Európai Unió Hivatalos Lapja*, L 125/15, 2001. május 5.

67 Lásd SCHIMANSKY, H. – BUNTE, H.-J. – LWOWSKI, H.-J. (2017): *Bankrechts-Handbuch*. 5th edition, München: C. H. Beck. Section 138, 16. széljegyzet.

68 A hitelintézetek reorganizációjáról és felszámolásáról szóló irányelv 6. és 7. preambulumbekzdése, továbbá 3(1) és 3(2) cikke.

69 A hitelintézetek reorganizációjáról és felszámolásáról szóló irányelv preambuluma 14. és 16. bekezdése, továbbá 9. és 10. cikke.

70 Lásd SCHIMANSKY, H. – BUNTE, H.-J. – LWOWSKI, H.-J. (2017): i. m. Section 138, 18. et seq. széljegyzetek.

71 A német hitelintézetek helyreállításáról és szanálásáról szóló törvény (Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen, SAG), 2014. december 10. (BGBl. I, p. 2091).

72 Egységes szanálási mechanizmus, amelyet a következő rendelet alakított ki: az Európai Parlament és a Tanács (EU) 806/2014. rendelete (2014. július 15.) a hitelintézeteknek és bizonyos befektetési vállalkozásoknak az Egységes Szanálási Mechanizmus keretében történő szanálására vonatkozó egységes szabályok és egységes eljárás kialakításáról, valamint az Egységes Szanálási Alap létrehozásáról és az 1093/2010/EU rendelet módosításáról.

73 Lásd SCHIMANSKY, H. – BUNTE, H.-J. – LWOWSKI, H.-J. (2017): i. m. Section 138, 31. széljegyzet.



nemzetközi magánjog és a nemzetközi fizetéseképtelenségi jog elveinek. Ezért ezek a szanalási jogra vonatkozó újabb rendelkezések nem változtatják meg alapjaiban azokat az elveket, amelyek meghatározzák, hogy a fedezettkötvény-hitelezők védelmére és az erre a célra szükséges fedezeti eszközök allokációjára melyik törvény alkalmazandó. Ez érvényes függetlenül attól, hogy a hatóságok helyreállítási, szanalási vagy fizetéseképtelenségi eljárást indítanak-e a fedezettkötvény-kibocsátóval szemben.

Ez azt jelenti például, hogy a fizetéseképtelenségi eljárások során a fizetéseképtelenné váló hitelintézet bejegyzett székhelye szerinti ország törvényét kell alkalmazni. A másik uniós országban lévő eszközök (ideértve a fedezeti eszközöket is) értékbecslését csak ennek a székhely szerinti országnak a joga szerint kell elvégezni, figyelembe véve azt, hogy elkülönített vagyonhoz tartoznak (pl. a fedezeti halmazhoz); így az erre az elkülönítésre vonatkozó fedezettkötvényjog a döntő. További fizetéseképtelenségi eljárások lefolytatása másik uniós országban nem megengedett; ugyanígy az összes uniós országban tilos mindenféle egyéb, egyéni végrehajtási intézkedés (pl. a vagyon elzálogosítása), már a fizetéseképtelenségi eljárás elindítása is.

Ennek megfelelően a szabályozás az unió területén a következőképpen foglalható össze: a fedezettkötvény-hitelezőkön kívül más hitelezők más uniós tagállamban nem tarthatnak igényt a fedezeti eszközökre, és így nem férhetnek hozzá a tagállamokban a hitelek adósságtörlesztéseihez. Más uniós országban lévő fedezettkötvény-kibocsátó eszközeivel szemben másodlagos vagy területi csőd-eljárás nem indítható. Ezért az uniós országokon belül a nemzeti fedezettkötvény-törvények befektetőket védő megoldásai teljes mértékben érvényesülnek.<sup>74</sup>

---

74 Egy szakértői vélemény megvizsgálta, hogy a hitelintézetek reorganizációjáról és felszámolásáról szóló irányelv implementálása a német Pfandbrief-törvénynek megfelelően fizetéseképtelenség esetén biztosítja-e a Pfandbrief-hitelezők elsőbbségi kielégítését. A szakértői vélemény ezt megerősítette: az eredmény az lett, hogy a hitelintézet ellen csak a hitelintézet bejegyzett székhelye szerinti uniós tagállamban lehet fizetéseképtelenségi eljárást indítani, és az uniós tagállamokban sem az adott (fizetéseképtelen) hitelintézet elleni egyéni végrehajtói intézkedések, sem pedig a másodlagos, illetve területi fizetéseképtelenségi eljárások nem megengedettek. Ezért német Pfandbriefbank ellen csak Németországban lehet fizetéseképtelenségi eljárást indítani, ahol a német Pfandbrief-törvény érvényes, amely a német Pfandbrief-hitelezőket védi. A vélemény itt jelent meg: STÜRNER (2003): *Die europäische Sanierungs- und Liquidationsrichtlinie für Banken und die deutschen Hypothekenbanken*, in GERHARDT, W. – HAARMAYER, H. – KREFT, G. [eds.] (2003): *Insolvenzrecht im Wandel der Zeit, Festschrift für Hans-Peter Kirchhof zum 65. Geburtstag*, p. 467 et seq.

#### 4.4. Harmadik országokban fellelhető fedezeti eszközök

A harmadik<sup>75</sup> országokban<sup>76</sup> lévő fedezeti eszközök esetében a jogi helyzet bonyolultabb. Harmadik országokra kiterjedő, a nemzetközi megállapodásokon alapuló végrehajtási és fizetéseképtelenségi szabályokat felülíró, vagy a harmadik országok jogalkotási szuverenitását sértő szabályokat sem tagállami, sem uniós törvényhozó nem alkothat. Ennek megfelelően nemzeti jogalkotás segítségével nem lehet kizárni, hogy harmadik államokban a fedezeti eszközt lefoglalják, vagy arra végrehajtást indítsanak. Ezzel természetesen az uniós jogalkotó is tisztában volt. A fedezettkötvény-irányelv 7. és 12. cikkének követelményeit ezt figyelembe véve kell értelmezni.

Ezzel összefüggésben tudni kell, hogy a fedezettkötvény-irányelv 7. cikkével kapcsolatban szóba került a harmadik országokból származó fedezeti eszközök tilalma, illetve korlátozása, de ilyen korlátozás aztán az irányelv végső szövegébe nem került be. Ehelyett a fedezettkötvény-irányelv 7. cikkének (1) bekezdése kifejezetten megengedi, hogy az uniós országok harmadik országokból származó fedezeti eszközök fedezetbe vonását is megengedjék. Noha a fedezettkötvény-irányelv 7. cikkének (2) bekezdése tartalmaz az összehasonlíthatóságra vonatkozó követelményeket, ezek a fedezeti eszközökre és azok végrehajthatóságára vonatkoznak.<sup>77</sup>

A fedezettkötvény-irányelv 7. cikke nem írja elő, hogy az eszközök beazonosíthatóságára vonatkozó szabályok uniós és tagállami szinten azonosak legyenek. A rendelkezésről szóló viták során szóba került, hogy a tagállami törvényhozók jogalkotási lehetőségei ebben a tekintetben korlátozottak, ami a nemzetközi magánjogi és a nemzetközi fizetéseképtelenségi szabályokból következik. Vagyis a nemzeti törvényhozók szeszélyén múlik, hogy miként élnek a szabályozási kompetenciájukkal. A nemzeti törvényhozó megtilthatja a harmadik országból származó eszközök fedezetbe vonását, korlátlan vagy korlátozott mértékben engedélyezheti azokat, hangsúlyozva ezzel a határokon átnyúló hitelezéssel kapcsolatos jogkérdések összetettségét, de további korlátozó feltételeket is szabhat.<sup>78</sup>

75 Az uniós törvények szerint harmadik országnak az EU-n és az EGT-n kívüli országok számítanak.

76 További információért lásd: STÖCKER, O. (2013): *Pfandbriefrechtlicher Insolvenzschutz und ausländische Deckungswerte*. Festschrift Rolf Stürner, p. 815 et seq.

77 Ennek a tartalmát a német Pfandbrief-törvény 18(1) fejezetéből emelték át.

78 A német Pfandbrief-törvény 13., 20., 22. és 26. b fejezetei fizetéseképtelenség esetén az összes fedezeti eszköz tekintetében mennyiségi korlátot írnak elő az elsőbbségi jog harmadik országokban lévő fedezeti eszközökre való kiterjesztése tekintetében. A harmadik országbeli Pfandbrief fedezeti eszközök kizárhatóak a limitből amennyiben helyettesítő jogi konstrukciókat léptetnek életbe, amelyek biztosítják, hogy a harmadik országbeli fedezeti eszközöket a Pfandbrief bank fizetéseképtelensége esetén allokálják. A vdp által készített szakmai jelentések azt mutatják, hogy

A rugalmasság ezen a területen szintén az elvi alapú fedezettkötvény-harmonizáció eredménye. Ha a harmadik országbeli fedezeti eszközökre is ugyanazok a követelmények lennének érvényesek, mint a nemzeti vagy uniós fedezeti eszközökre, akkor a fedezettkötvény-irányelv 7. cikkének speciális rendelkezésére nem lett volna szükség. Más szóval az azonos követelmények oda vezettek volna, hogy a harmadik országbeli eszközök nem lettek volna alkalmasak arra, hogy fedezeti eszközzé váljanak, így a fedezettkötvény-irányelv 7. cikke szükségtelen lenne.

Ennek megfelelően a harmadik országból származó fedezeti eszközök jogi helyzete a következőképpen foglalható össze: az az elméleti kockázat, amely szerint a fedezettkötvény-kibocsátó elleni fizetéseképtelenségi eljárás megindítása után a fedezettkötvény-hitelezőkön kívüli hitelezők foglalás útján hozzáférhetnek a harmadik országbeli fedezeti eszközökhöz, sem a nemzeti, sem pedig az uniós törvényhozás eszközeivel nem zárható ki. Hasonlóképpen nem zárható ki teljesen a másodlagos vagy területi csőd eljárás elindítása a fedezettkötvény-kibocsátó harmadik országbeli eszközeivel szemben. Ezeket a kockázatokat a fedezetbe vonható eszközök mértékére vonatkozó korlátozással vagy egyéb intézkedésekkel lehet csökkenteni. Az elveken alapuló harmonizációnak megfelelően a harmadik országbeli fedezeti eszközökkel járó, bonyolult kérdések rendezése a fedezettkötvény-szabályozásért felelős nemzeti törvényhozó kompetenciájába tartozik.

#### **4.5. Az eszközök elkülönítése a fizetéseképtelenségi eljárás elindítása előtt**

Előfordul, hogy az az elvárás az eszközökkel szemben, hogy azok beazonosíthatósága mindenkor lehetséges legyen. A fedezettkötvény-irányelv 12 cikkének (2) bekezdése<sup>79</sup> alapján akár azt a következtetést is levonhatnánk, hogy az eszközök beazonosíthatóságának, elkülönítésének már a fizetéseképtelenségi vagy a szanálási eljárás elindítása előtt meg kell valósulnia, különben az „is” szó használatának nem lenne értelme.

---

szerződéses megállapodások útján egyéb megoldások is lehetségesek: ezen jelentések alapján az ügyvédek szerződéstervezeteket készítettek elő. További információért lásd STÖCKER, O. (2013): *Pfandbriefrechtlicher Insolvenzschutz und ausländische Deckungswerte*, Festschrift Rolf Stürner, p. 815 (p. 821 et seq.). A brüsszeli viták során ezek a harmadik országbeli fedezeti eszközökre vonatkozó szabályok időről időre jó alapul szolgáltak a kompromisszumra, ugyanis arra jutottak, hogy a német megoldás kiegyensúlyozott, és ezért jó, ha továbbra is alkalmazzák, így kompatibilis a fedezettkötvény-irányelv 7. és 12. cikkével.

79 „A fedezeti eszközök (...) a fedezett kötvényeket kibocsátó hitelintézet fizetéseképtelensége vagy szanálása esetén is alkalmazandók.”

Ez első látásra észszerűnek tűnik, másrésről azt is joggal kérdezhetné valaki, hogy mi a célja az „eszközök elkülönítésének” mint védelmi mechanizmusnak, ha a fedezettkötvény-kibocsátó pénzügyileg stabil és likvid.

Emellett a fedezettkötvény-irányelv 12 cikkének (2) bekezdése nem is tér ki arra, hogy pontosan mit ért az eszközök fizetéseképtelenségi eljárás előtti elkülönítése alatt, illetve azt követően.

A fedezettkötvény-irányelv 3. cikkének 6. pontja ad némi eligazítást, eszerint az eszközök elkülönítésének definíciója: „a fedezett kötvényeket kibocsátó hitelintézet által végrehajtott azon tevékenységek, amelyek révén azonosítják a fedezeti eszközöket és azokat a fedezettkötvény-befektetők és a származtatott ügyletek partnerein kívüli hitelezők törvényes hatókörén kívül helyezik.” Ez azt mutatja, hogy az elkülönítés mellett a fedezeti eszközök beazonosíthatósága is cél, és ezt a meghatározást már bármely válsághelyzet beállta előtt meg lehet tenni (pl. úgy, hogy a fedezeti eszközöket bevezetik a fedezet-nyilvántartásba).<sup>80</sup>

Ha a hitelintézet likvid, akkor a nem vitatott kötelezettségeit rendezni fogja, különben azt kockáztatja, hogy a bankközi és tőkepiacokon problémákkal kell majd szembenéznie, hiszen ezeken a piacokon egy küszöbön álló likviditási hiány híre nagyon gyorsan elterjed, ami pedig valós problémához is vezethet. Így a gyakorlatban nem is fordulhat elő, hogy bármely hitelező érdekében fedezeti eszközt foglaljanak le. Ezért nincs szükség a fedezeti eszközök elkülönítésére annak érdekében, hogy az esetleges foglalástól megvédjék azokat valamely válsághelyzet előtt; az eszközök azonosíthatósága teljesen elegendő, és a fedezettkötvény-irányelvnek is csak ez a szándéka.

Emellett a nemzeti törvényhozó nem is tud szabályozás útján védelmet biztosítani a határain kívül a foglalás ellen, mivel ez a végrehajtási eljárásokra vonatkozó szabályozás része, amire pedig a *lex fori* az irányadó. Ha az eszközök elkülönítését ennyire szigorúan értelmeznénk, akkor ez gyakorlatilag kizárná azt, hogy az unió határain kívüli eszközök is a fedezett kötvények fedezetét képezhessék, ami azonban ártana az egységes európai piacnak, ami pedig semmiképpen sem célja a fedezettkötvény-harmonizációnak.

#### 4.6. Az eszközök elkülönítése szanalási eljárásokban

A fedezettkötvény-irányelv 12. cikkének (2) bekezdése kimondja, hogy „a fedezeti eszközök elkülönítése a fedezett kötvényeket kibocsátó hitelintézet [...] szanalása esetén is alkalmazandó.” Ez is azt mutatja, hogy az eszközök elkülönítése nem azt

<sup>80</sup> További lehetőségeért lásd feljebb (3.5.).

jelenti, hogy a fedezeti eszközök és a fedezettkötvény-kibocsátó eszközei közötti elkülönítés visszafordíthatatlan. Ez csak a fizetéseképtelenségi eljárás elindulásától van így.

A szanálás célja lehet a feltőkésítés is a kötelezettségek leírása révén<sup>81</sup>, és ezáltal a hitelintézet további működésének biztosítása, ideértve a fedezettkötvény-kibocsátás lehetőségét is. Ebben az összefüggésben az a képesség, hogy a hitelintézet továbbra is képes fedezett kötvényeket kibocsátani, döntő lehet abból a szempontból, hogy tovább lehet-e működtetni a bankot, hiszen a fedezett kötvények bármely más tőkepiaci eszköznél jobb finanszírozási lehetőséget jelentenek, különösen a válságok idején. A fedezeti eszközök elkülönítése ezen cél ellenében is hathat, sőt, akár teljes mértékben el is lehetetlenítheti azt.

#### 4.7. Fedezetellenőrök és állami felügyelet

A fedezettkötvény-irányelv 13. cikkének rendelkezései a „fedezetellenőrökről” és különösen a fedezettkötvény-irányelv 18–26. cikkei a „fedezett kötvények állami felügyeletéről” úttörőnek számítanak, mivel az uniós jogban a fedezett kötvényekkel kapcsolatban hasonló rendelkezések eddig még nem voltak.<sup>82</sup> Az Európai Bankfelügyeleti Hatóság intenzív munkája nélkül ezt a szabályozási mélységet nem sikerült volna megvalósítani.

Már régóta vitatott kérdés volt, hogy vajon a felügyeleti tevékenység része-e egy felelős személy kijelölése, aki a fedezeti halmazokat és a fedezettkötvény-kibocsátásokat felügyeli. Ez azért volt érdekes kérdés, mivel a banki felügyeleti szervek a fedezett kötvényekkel kapcsolatban eddig szinte semmilyen feladatot nem láttak el. Ehelyett a „felügyeletet” a fedezetellenőrökre bízta. Azonban abban az esetben, amikor valami elromlott, a felügyeleti hatóságok nem akartak felelősséget vállalni a fedezetellenőrök hibáiért. Önmagában az a tény, hogy a 13. cikk a fedezettkötvény-irányelv II. címe alatt található, és a 18., illetve az utána következő cikkek pedig a fedezettkötvény-irányelv III. címe alatt találhatók (vagyis külön címek alatt), azt mutatja, hogy az uniós törvényhozó szándéka az volt, hogy a fedezetellenőr tevékenysége nem tekinthető a közfelügyelet részének.

---

81 A szanálási eljárásokban a fedezett kötvényekre speciális rendelkezések vonatkoznak. Különösen a fedezett kötvények csak olyan mértékig „írhatók le”, amekkora mértékig a fedezeti eszközök nem fedezik őket (a BRRD 44(2) cikkének negyedik mondatának megfelelően, amelyet a német jogba a SAG 91(2) fejezetének 2. pontjában ültettek át).

82 Az UCITS-irányelv 52 (4) cikke és a többi, ugyanazt a megfogalmazást használó fedezett kötvényekről szóló uniós rendelkezés is csak annyit határoz meg, hogy „különleges állami felügyeletre” van szükség. Azt azonban eddig még nem tisztázták, hogy a „különleges” és „állami” kifejezéseket hogyan kell értelmezni.

Vita tárgya, hogy a fedezetellenőrnek a fedezettkötvény-szabályozás 13. cikk (2) bekezdésének (d) pontja szerinti jelentéstételi kötelezettsége azt jelenti-e, hogy rendszeresen és kérés nélkül is jelentést kell küldenie az illetékes hatóságoknak. Azonban az elveken alapuló harmonizáció gondolata itt is érvényesül. Mivel ez a rész nyitva hagyja azt a kérdést, hogy ezeket a jelentéseket milyen formában kell megtenni, ezért ezeket a részleteket a nemzeti fedezettkötvény-törvényhozókra bízák. A fedezettkötvény-irányelv 18. cikk (2) bekezdésére való hivatkozás csak azt mondja meg, hogy a jelentéseket kinek kell átadni: nevezetesen az uniós tagállamok által a fedezettkötvény-kibocsátók közfelügyeletével megbízott, illetékes hatóságoknak.

Erősen vitatott volt, hogy egyáltalán előírják-e a fedezetellenőri funkciót, és hogy milyen struktúrában érvényesüljön annak függetlensége. Az elveken alapuló harmonizáció itt is egyértelműen megmutatkozik: mivel a legtöbb tagállamban vannak fedezett kötvényekre vonatkozó fedezetellenőri szabályozások, de nem az összesben, ezért az egész fedezetellenőri kérdésre vonatkozó rendelkezést úgy kellett megfogalmazni, hogy ez csak egy lehetőség legyen (vagyis olyan választható szabályozás, amely azonban tartalmaz néhány kötelező érvényű rendelkezést arra az esetre, ha az említett felügyeleti szerv felállításával szemben döntenek). Mindemellett a függetlenség különböző formáit engedélyezték: „a fedezetellenőr elkülönül és független a fedezett kötvényeket kibocsátó hitelintézettől”<sup>83</sup>, továbbá létezhet „belső fedezetellenőr”<sup>84</sup>, amennyiben a funkció a hitelintézettől nem különül el. Azonban sem a kiválasztás kritériumait, sem pedig a fedezettkötvény-kibocsátóval való gazdasági kapcsolatát<sup>85</sup> nem szabályozzák egyik fedezetellenőri forma esetében sem, így ez szintén a nemzeti törvényhozó hatásköre marad.

Figyelemre méltó a fedezettkötvény-irányelv 18–26. cikkének részletessége, amellyel a fedezett kötvények tekintetében illetékes hatóságok kompetenciáit és folyamatait szabályozza. Különös figyelmet érdemel a fedezettkötvény-irányelv 23. cikkében részletezett adminisztratív büntetések listája, amely kifejezetten hosszú. Ezek a rendelkezések az EBH Fedezett Kötvény Munkacsoportjának köszönhetőek, amely összegyűjtötte és (részben) össze is foglalta az ezzel kapcsolatban létező nemzeti rendelkezéseket.

Hosszadalmas vitákat követően a résztvevők nagy többsége egyetértett abban: az uniós tagállamok feladata annak a biztosítása, hogy „az illetékes hatóságok rendelkezzenek a fedezett kötvények közfelügyeletéhez kapcsolódó feladatok ellátásához szükséges szakértelemmel, erőforrásokkal, működési kapacitással, hatás-

83 A fedezettkötvény-irányelv 13 (3) cikkének első mondata.

84 A fedezettkötvény-irányelv 13 (3) cikkének második mondata.

85 Különös tekintettel a fedezetellenőr munkájának díjazására.

körrel és függetlenséggel”.<sup>86</sup> Noha ez magától értetődőnek tűnhet, sok országban a nemzeti szinten illetékes hatóságokban még mindig nincs olyan személy, aki a fedezett kötvényekkel kapcsolatos témákért felelős lenne (idetartozik például a fedezettkötvény-szabályok értelmezése), ezért ezen a területen még nagyon sok szervezési munka hiányzik.

Van még egy további fontos, ugyanakkor éppen ugyanennyire ellentmondásos szabályozói gondolat, amelyet az EBH Fedezett Kötvény Munkacsoportjában nem fogadtak el: ez az illetékes hatóságok kötelezettsége, hogy a fedezeti eszközöket rendszeresen felülvizsgálják. A nemzeti törvényhozók egyetlen kötelessége, hogy illetékes hatóságaiknak „helyszíni és helyszínen kívüli ellenőrzések végrehajtására”<sup>87</sup> felhatalmazást adjanak.

#### **4.8. A befektetők tájékoztatása**

A fedezettkötvény-irányelv 14. cikkének rendelkezései nagyrészt a CRR 129. cikkének (7) bekezdéséből származnak. Különösen a tekintetben merülhetnek fel kérdések, hogy hogyan kellene a nemzeti fedezettkötvény-jogba átültetni azt a követelményt, amely szerint a fedezettkötvény-kibocsátóknak rendszeresen tájékoztatást kell adniuk a hitelkockázataikkal kapcsolatban.<sup>88</sup>

A fedezettkötvény-irányelv itt szintén az elveken alapuló harmonizációt célozza meg. Ennek megfelelően a célt részletesen nem szabályozza, ehelyett a nemzeti törvényhozó a fennálló normák alapján maga dönt a részletekről és a hatóköréről. Ennek a rendelkezésnek és a fedezettkötvény-irányelv 6. cikkének az összefüggése nyilvánvaló. Minél többféle elfogadható fedezeti eszközt tesz lehetővé a nemzeti fedezettkötvény-törvény a hagyományos fedezeti eszközök mellett, annál nagyobb figyelmet kell fordítani a kapcsolódó hitelkockázatokra vonatkozó átláthatósági rendelkezésekre.

---

86 A fedezettkötvény-irányelv 18(6) cikke.

87 A fedezettkötvény-irányelv 22(2) cikkének (c) pontja.

88 A fedezettkötvény-irányelv 14(2) cikkének (d) pontja.

#### 4.9. Fedezeti követelmények

A fedezettkötvény-irányelv 15. cikke a fedezeti követelményekre<sup>89</sup> és a fedezetszámításra vonatkozóan tartalmaz rendelkezéseket.<sup>90</sup> Noha általánosságban véve a nominális megfelelés az általános elvárás, a nemzeti törvényhozó egyéb számítási elveket is engedélyezhet, amelyeknek a részleteit a nemzeti fedezettkötvény-törvényekben kell szabályozni.<sup>91</sup>

Uniós rendelkezés most először mondja ki, hogy a fedezet kiszámításakor a felszámolás költségeit is figyelembe kell venni:<sup>92</sup> „a fedezettkötvény-program felszámolásának várható fenntartási és igazgatási költségei”. Ennek a részleteit a következőkben mutatjuk be.

- a) A fedezettkötvény-irányelv 3. cikkének (20) pontja szerint a szanálást a BRRD 2. cikkének (1) bekezdés 1. pontja szerint kell érteni<sup>93</sup>, amely a fogalmat a következőképpen határozza meg: „szanálási eszköz (...) alkalmazása a (...) szanálási célok közül egy vagy több elérése érdekében.” Ennek megfelelően a szanálás mint olyan nem feltétlenül jelenti azt, hogy fizetéseképtelenségi eljárás indítanak. A szanálás jelentheti azt, hogy a kötelezettségek leírásával az egész hitelintézetet feltőkésítik (hitelezői feltőkésítés – bail-in), ezáltal a hitelintézet folytathatja a tevékenységét, ideértve a fedezettkötvény-programot is. Ilyen esetekben a fedezett kötvényeket és a fedezeti eszközöket általában nem különítik el a fedezettkötvény-kibocsátótól. Így az ilyen eset nem képezheti a fel-

---

<sup>89</sup> A fedezettkötvény-irányelv 15(2) cikke.

<sup>90</sup> Alkalmanként a következővel kapcsolatban merültek fel kérdések: a fedezettkötvény-irányelv 15. cikke (3) bekezdésének (b) pontja a fedezendő kötelezettségek között kifejezetten felsorolja a fedezett kötvények kamatainak kifizetését is, azonban ezeket a fedezettkötvény-irányelv 15. cikkének (4) bekezdésében a fedezeti követelmény teljesítéséhez hozzájáruló elemként nem sorolják fel. Ez nem jelenti azonban azt, hogy a biztosíték kiszámításakor csak a tőkeköveteléseket kell beszámítani (különösen azért, mert explicit módon a tőkekövetelés sincs felsorolva). Ezt az eltérést azzal lehet magyarázni, hogy a fedezettkötvény-irányelv 3. cikkének 4. pontja fedezeti eszközként a fedezeti halmazba felvett eszközöket határozza meg, anélkül, hogy akárcsak a tőke- vagy kamatkövetelések között különbséget tenne.

<sup>91</sup> A fedezettkötvény-irányelv 15. cikkének (6) bekezdése. Ez lehetővé teszi, hogy a fedezettel kapcsolatban továbbra is a nettó jelenértékszámítást alkalmazzuk, ahogyan ezt jelenleg a nemzeti fedezettkötvény-törvények is szabályozzák (például a német Pfandbrief-törvény 4. § (1) bekezdése).

<sup>92</sup> A fedezettkötvény-irányelv 15. cikkének (3) bekezdés (d) pontja.

<sup>93</sup> A bankok helyreállításáról és szanálásáról szóló irányelv: az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról, *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* L 173/190, 2014. június 12.



számolási költségek kiszámításának alapját. Ehelyett a fizetéseképtelenség esetét kell alapul venni, ami viszont valószínűleg a leginkább költséges. Ha ilyen esetben a szanalásért felelős hatóság úgy dönt, hogy az adott fedezettkötvény-programban meghatározottnál kevésbé költséges felszámolási formát választ a fedezett kötvényekre vonatkozóan, akkor a költségekre szánt pénzügyi tartaléknak annál inkább elégnek kell lennie a keletkező költségekre.

A fedezettkötvény-irányelv 3. cikkének 2. pontja szerint a fedezettkötvény-program: „a fedezett kötvénykibocsátás jogszabályban és szerződéses feltételekben meghatározott strukturális jellemzői, összhangban a fedezett kötvényeket kibocsátó hitelintézetnek adott engedéllyel”. Egyszerűbben megfogalmazva, a program a fedezett kötvények és a hozzájuk kapcsolódó fedezeti eszközök összességét jelenti. Mivel a fedezettkötvény-modellek nagyon különbözőek lehetnek, ezért ezzel a valamelyest körülményes körülírással lehetett biztosítani, hogy a definíció az összes fedezettkötvény-modellt lefedje. A piaci szereplők a fenti elemek összességére utalva gyakran használják a „program” kifejezést.

- b) Mivel a fedezeti követelményeknek „mindenkor” meg kell felelni<sup>94</sup>, így ez azt jelenti, hogy a fedezetszámítást minden egyes munkanapon el kell végezni. Azonban aktuális (és folyamatosan változó) igényeknek megfelelően a felszámolási költségek időigényes és költséges kiszámításának elkerülése végett az unió tagállamai nemzeti törvényeikben engedélyezhetik a felszámolási költségek „egyösszegű átalányszámítás” alapján történő kiszámítását.<sup>95</sup>

Nagy vitákat váltott ki az a kérdés is, hogy a már számos országban létező, kötelező túlfedezet („overcollateralization”) figyelembe vehető-e ilyen egyösszegű átalányként. Az Európai Bizottság ezt számos alkalommal megerősítette korábban. Azonban azt is hangsúlyozták, hogy ezek a fedezetek kétszer nem vehetők figyelembe. Ezért ha valaki a törvényben előírt túlfedezettségi rendelkezésben meghatározott összeget figyelembe veszi a felszámolási költségek fedezésére, ezt az összeget még egyszer nem veheti figyelembe a CRR 129. cikkében meghatározott túlfedezetség teljesítésére.<sup>96</sup> Ez már abból is következik, hogy a fedezet és a túlfedezet kiszámítását két különböző jogforrás szabályozza (vagyis a fedezettkötvény-irányelv és a CRR 129. cikke). Ehelyett a fedezettkötvény-irányelv 15. cikk (3) bekezdésében hivatkozott kötelezettségek összessége – ideértve a felszámolási költségeket is – alkotja a CRR 129. cik-

94 A fedezettkötvény-irányelv 15. cikk (1) bekezdése.

95 A fedezettkötvény-irányelv 15. cikk (3) bekezdésének második mondata.

96 Lásd lejjebb: 5.

kében meghatározott törvény szerinti túlfedezettség kiszámításának alapját<sup>97</sup>, így a felszámolási költségek ennek megfelelően növelik a túlfedzettségi követelmények jogszabály szerinti teljesítésének számítási alapját. Ez kifejezetten világossá válik, ha megnézzük a fedezettkötvény-irányelv 3. cikkében olvasható fogalom meghatározást, amely szerint a „túlfedzet: a biztosítékok olyan jogszabályban előírt, szerződéses vagy önkéntes teljes szintje, amely meghaladja a 15. cikkben meghatározott fedzeti követelményt”, és így a felszámolási költségek ennek az összegnek a szerves részét képezik.

- c) A fedezettkötvény-irányelv 15. cikk (3) bekezdésének d) pontjával és 15. cikk (4) bekezdésével kapcsolatban az a kérdés is számos alkalommal felmerült már, hogy a felszámolási költségeket akkor is be kell-e számítani a fedzeti kalkulációba, ha a fedezettkötvény-kibocsátóval szemben már elindították a fizetéseképtelenségi eljárást. Mivel a rendelkezés célja éppen az, hogy a felszámolás költségeit biztosítsa, így ezeket a forrásokat nem lehet egy későbbi megfelelés szempontjából figyelembe venni, hiszen éppen a fizetéseképtelenné váláskor van rájuk szükség.

Ez a szanalási eljárások esetében alakulhat máshogyan is. Amennyiben a szanalásért felelős hatóság úgy dönt, hogy a hitelintézet tovább működhet, ideértve a fedezettkötvény-kibocsátást is, akkor a felszámolási költségeket teljes mértékig bele kell számolni a fedzeti kalkulációba, hiszen nem zárható ki, hogy a későbbiekben bekövetkezhet a fizetéseképtelenség.

#### 4.10. A fedzeti halmaz likviditási pufferére vonatkozó követelmény

A fedezettkötvény-irányelv 16. cikke egy új elemet vezet be az uniós fedezett kötvényekkel kapcsolatos joganyagba, mivel az a követelmény, miszerint a likviditási puffernek „a következő 180 napon keresztül” fedezetet kell biztosítania a fizetési kötelezettségekre, sem az UCITS-irányelv 52. cikkének (4) bekezdésében, sem pedig a CRR 129. cikkében nincs benne. Ennek a rendelkezésnek a célja a fedezett kötvények minőségének javítása: növeli annak az esélyét, hogy a fedezettkötvény-

<sup>97</sup> Ezzel szemben a 2005-ös német Pfandbrief-törvény 4. § (1) bekezdésében előírt jogszabályban meghatározott túlfedzettségi követelmény, amely a nettó jelenérték 2 százaléka, a német jelzálogbank-törvényből lett átemelve, ahol ezt csak 2004 óta szabályozzák azért, hogy legyen miből fedezni többek között a fedzeti halmaz kezelésének költségeit arra az esetre, ha a Pfandbrief-bank fizetéseképtelenné válna. Ezért a felszámolási költségek a kötelezettségek fedezésének célját szolgáló fedzeti számításban akkor még nem voltak benne, és így nem növelték a jogszabályban előírt túlfedzet fedzeti alapját.

hitelezők időben hozzájutnak a pénzükhöz a fedezettkötvény-kibocsátó fizetésképtelensége esetén.

- a) Élénk viták voltak azzal kapcsolatban, hogy hogyan lehetne a fedezettkötvény-irányelv 16. cikkét összeegyeztetni a hitelintézeti szabályozás likviditásfedezeti (LCR) követelményeivel<sup>98</sup>, amely a fedezett kötvények mint<sup>99</sup> „likvid eszközök” elfogadhatóságainak feltételeit fekteti le.<sup>100</sup>

A 16. cikk önmagában azt jelentené, hogy a fedezettkötvény-kibocsátóknak egyszerre két olyan jogszabály rendelkezéseinek kellene megfelelniük, amelyeknek a célja ugyanaz: a fizetési kötelezettségek teljesítését biztosító likviditási puffert fenntartása a következő 30 napban. A fedezett kötvény likviditási puffere esetében ez az összes fedezettkötvény-kötelezettségnél szükséges, méghozzá 180 napra előre. Az LCR-rendelkezések (likviditásfedezeti mutatóra vonatkozó rendelkezések) ezt a fedezettkötvény-kibocsátó összes kötelezettségére vonatkozóan (tehát a fedezettkötvény-kötelezettségekre vonatkozóan is) megkövetelik a következő 30 napra. Az első 30 napra vonatkozó átfedés a fedezettkötvény-kibocsátók szemszögéből kétszeres terhet jelent.

Azonban a fedezettkötvény-irányelv elfogadásáig nem tudtak megállapodni arról, hogy ezt a kétszeres terhet hogyan lehetne elkerülni. Mindemellett az LCR-ről szóló felhatalmazáson alapuló rendeletnek a kétszeres előírás megszüntetésére irányuló módosítása a fedezettkötvény-irányelv megalkotásával párhuzamosan nem volt lehetséges.

Ezért kompromisszumként egy átmeneti megoldást találtak, és ennek eredményeképpen született meg a fedezettkötvény-irányelv 16. cikk (4) bekezdésében foglalt rendelkezés. Noha elsőre nehéz megérteni, hogy hogyan, a rendelkezés mégis a likviditási puffert kétszeres előírásának elkerülését célozza. Ennek értelmében a nemzeti törvényalkotók átmeneti megoldásként engedélyezhetik, hogy a 180 napos likviditásipuffer-előírás első 30 napját csak az LCR

---

98 Likviditásfedezeti arány (liquidity coverage ratio/LCR). A Bizottság (EU) 2015/61 felhatalmazáson alapuló rendelete (2014. október 10.) az 575/2013/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a hitelintézetekre vonatkozó likviditásfedezeti követelmények tekintetében történő kiegészítéséről.

99 A CRR 412. cikke fekteti le azt a követelményt, miszerint a bankoknak a következő harminc napra kell tudniuk likviditást biztosítani, még stresszidőszakokban is. A rendelkezéssel és a kapcsolódó felhatalmazáson alapuló rendelettel kapcsolatban további információért lásd Boos, K.-H. – FISCHER, R. – SCHULTE-MATTLER, H. [eds.] (2016): *KWG, CRR-VO*, 5th Ed., Munich, Art. 412 CRR, marginal notes 1 et seq.

100 Az LCR-ről (likviditásfedezeti mutató) a fedezett kötvények kapcsán további információért lásd WILL, F. (2019): 2.2 *Regulatory Issues*, 2.2.1 *Covered bonds and EU banking regulations*. In *European Covered Bond Fact Book 2019*, Munich: ECBC, p. 164 et seq.

fedezze.<sup>101</sup> Ez a rendelkezés mindaddig érvényes, amíg a kétszeres előírás meg nem szűnik az LCR-rendelkezések módosításával<sup>102</sup> (az LCR-re vonatkozó felhatalmazáson alapuló rendelet módosítására irányuló munka a kétszeres teher eltörlése céljával már folyamatban van).<sup>103</sup>

- b) A fedezettkötvény-irányelv 16. cikkének (5) bekezdése ezt a kérdést tovább egyszerűsíti, mivel megengedi, hogy a likviditási puffer kiszámításakor a nemzeti törvényalkotók lehetővé tegyék a lejárat kiterjesztésére vonatkozó rendelkezések figyelembevételét is. Ez azt jelentené, hogy a likviditási puffert csak a következő 180 napban esedékessé váló kamatkötelezettségekhez igazodóan kellene fenntartani, feltéve, hogy ebben az időszakban nincs olyan tőkekövetelés, amely esedékessé válik, vagy ha az eredeti fizetési terv szerint esedékessé váló tőkekövetelések kifizetése legalább egy ugyanilyen hosszú időszakkal elhalasztható.<sup>104</sup>

#### 4.11. A meghosszabbítható lejáratú szerkezetekre vonatkozó feltételek

Az elmúlt néhány évben egyre több európai fedezettkötvény-kibocsátó rögzítette a kibocsátási feltételeiben, hogy a fedezett kötvényei bizonyos feltételek teljesülése esetén később járnak le.<sup>105</sup> Mivel elég nagy jelentőségű változásról van szó, fontos volt, hogy ez a téma is bekerüljön a fedezettkötvény-irányelvbe.

A fedezettkötvény-irányelv 17. cikke lehetővé teszi a tagállamok számára, hogy a fedezett kötvények kibocsátását meghosszabbítható lejáratú szerkezetekkel engedélyezzék, ez tehát egy opcionális rendelkezés. Ugyanakkor fontos, hogy ameny-

---

<sup>101</sup> Ez azonban a fedezett kötvényeket egy bizonyos mértékig meggyengíti, mivel ha a fedezettkötvény-kibocsátó fizetéseképtelenné válik, akkor az első 30 napban a likviditási puffer nem lenne része a fizetéseképtelenségi törvény szerint elkülönített fedezeti eszközöknek, hanem ehelyett egy általános felszámolási vagyona (csődvagyon)ba tartozna.

<sup>102</sup> Mivel az LCR-rendelkezések a fedezettkötvény-kibocsátó összes kötelezettségének számbavételét megkövetelik, így a megoldást az LCR-törvények között kell lefektetni.

<sup>103</sup> Még a fedezettkötvény-irányelvvel kapcsolatos munka során is felmerült, hogy az LCR-ről szóló felhatalmazáson alapuló rendeletnek ki kellene mondania, hogy a fedezeti eszközöket az LCR likviditási elemzés céljaira nem kellene terhelni tekinteni azért, hogy be lehessen őket számítani az LCR-be.

<sup>104</sup> Az úgynevezett „soft bullet” fedezett kötvények kibocsátási gyakorlatában a lejáratú idő egy éves meghosszabbítása az elterjedt, de vannak olyan esetek, amikor a lejáratú idő kiterjesztése ezen is túlmegy. A lengyel CB-törvények a lejáratú kiterjesztését egy évben határozza meg. 180 napnál rövidebb meghosszabbításra vonatkozó rendelkezések nem ismertek. Ezzel kapcsolatban további információért lásd 4.11.

<sup>105</sup> A téma áttekintését lásd itt: RUDOLF, F. (2019): *Extendable maturity structures – the new standard*. In *European Covered Bond Fact Book 2019*, Munich: ECBC, pp. 85 et seq.

nyiben ezeket a rendelkezéseket kihasználják, kötelező érvényű követelmények vonatkoznak rájuk. A nemzeti fedezettkötvény-törvények szabályozhatják a lejárati meghosszabbításának összes részletét<sup>106</sup>, de lehetőség van arra is, hogy a szabályozást csak a legalapvetőbb elvekre szűkítsék le, a további kialakítást pedig a fedezettkötvény-kibocsátókra bízzák.

#### 4.12. További vita tárgyát képező témák

- a) Minimális követelmény, hogy a nemzeti fedezettkötvény-törvény meghatározza a lejárati meghosszabbítását kiváltó objektív eseményeket (ezeket az objektív eseményeket nem a fedezettkötvény-kibocsátó határozza meg).<sup>107</sup> A lejárati meghosszabbítását kiváltó eseményeket a fedezett kötvény szerződéses feltételei között kell meghatározni.<sup>108</sup> Amikor a nemzeti fedezettkötvény-törvényekbe a lejárati meghosszabbítására vonatkozó rendelkezéseket építenek be, akkor felmerül a kérdés, hogy mindez a már kibocsátott fedezett kötvényekre is vonatkozik-e (vagyis azokra, amelyek már forgalomban vannak).

Ez kétféle módon valósulhat meg: egyrészt a fedezettkötvény-kibocsátó megkérdezheti a fedezettkötvény-tulajdonosokat arról, hogy hozzájárulnak-e a kibocsátás feltételeinek utólagos módosításához (ez a megoldás meglehetősen költséges is lehet). Másrészt alkalmazható a fedezettkötvény-irányelv 30. cikke, amely kimondja, hogy a 2022. július 8. előtt kibocsátott fedezett kötvények meghatározhatók „csak az irányelvnek megfelelő fedezett kötvényként”, amennyiben például nem felelnek meg a fedezettkötvény-irányelv 17. cikkének.<sup>109</sup>

- b) A fedezett kötvény végső lejárati időpontja mindenkor meghatározható.<sup>110</sup> Azonban ez a rendelkezés nem mondja ki, hogy ez a meghatározás mindenki számára elérhető-e.

Ebben az esetben a jogalkotó a „meghatározható” és nem a „megadott” kifejezést használja például. Ezzel a fedezettkötvény-irányelv kifejezetten nagy teret ad a törvényalkotónak. Megengedi továbbá a „conditional pass-through”

<sup>106</sup> Lengyelország volt az első, amely 2016-ban részletes rendelkezéseket adott meg a fedezett kötvényekre vonatkozó törvényében a lejárati meghosszabbításával kapcsolatban.

<sup>107</sup> A fedezettkötvény-irányelv 17. cikk (1) bekezdésének (a) pontja.

<sup>108</sup> A fedezettkötvény-irányelv 17. cikk (1) bekezdésének (b) pontja.

<sup>109</sup> Azonban a további „európai” megjelölés hiányában (és a „prémium” megjelölés hiányában) ez a fedezettkötvény-irányelv 27. és 30. cikkeinek interakciójából következik.

<sup>110</sup> A fedezettkötvény-irányelv 17. cikk (1) bekezdésének (d) pontja.

struktúrákat is (vagyis azt, hogy a kötvényekből eredő kamat- és tőkefizetési kötelezettségeinek a kötvénykibocsátó a beérkező pénzáramok függvényében tegyen eleget anélkül, hogy ez a fedezeti pool fizetésképtelenségének megállapítását vonná maga után – B. A.)<sup>111</sup>, amelyek (mint általában) a kibocsátási feltételeik között meghatározzák a legvégső lejárati időpontját, amely alapján elkészíthető a kalkuláció. Azt is ki kell emelni, hogy a fedezettkötvény-irányelv 16. cikkének (5) bekezdése lehetővé teszi, hogy a likviditási puffer a végső lejárati dátumon alapuljon, amely a lejárati meghosszabbításának minden formájára vonatkozik.<sup>112</sup>

- c) Szükség van továbbá egy olyan rendelkezésre is, amely biztosítja, hogy a lejárati meghosszabbítása ne befolyásolja a fedezettkötvény-befektetők kielégítésének sorrendjét, és ne fordítsa meg a fedezettkötvény-program eredeti lejárati ütemtervében szereplő sorrendet.<sup>113</sup> Ebben a tekintetben már sokat tárgyaltak arról, hogy a fedezettkötvény-kibocsátó fizetésképtelensége esetén ez kizárna-e azt, hogy bármilyen változtatás lehetséges legyen a fedezett kötvények kifizetésének sorrendjében.

A fedezett kötvények elvi alapú harmonizációjának gondolata alapján általános az egyetértés abban, hogy a szabályozás irányelv nem kívánja megváltoztatni az alapvető fedezettkötvény-struktúrákat, ezért ezt a rendelkezést szűken kell értelmezni. A rendelkezés csak azokat a változtatásokat tiltja, amelyek a lejárati meghosszabbításából fakadnának, és amelyek a befektetőkre nézve hátrányt jelentenének a sorrendiség szempontjából.

Így, ha a nemzeti fedezettkötvény-jogszabály megengedi a fedezeti halmaz és a fedezett kötvények fedezeti gondnokának, hogy általánosságban megváltoztassa a visszafizetés sorrendjét (vagyis a lejárati meghosszabbítása nélkül), akkor ezt meg kell, hogy tehesse a lejárati dátum meghosszabbítása mellett is. Ebben a főbb lehetőségek a következők: a fedezett kötvények visszavásárlása<sup>114</sup>, vételi (call) pozíció gyakorlása<sup>115</sup>, hitelfelvétel és ezzel új kötelezettség létrehozása, valamint új fedezett kötvények kibocsátása.

111 Ezzel kapcsolatban további információért lásd: RUDOLF, F. (2019): *Extendable maturity structures – the new standard*, ECB, European Covered Bond Fact Book, p. 85 (p. 86).

112 Lásd feljebb: 4.10. b).

113 A fedezettkötvény-irányelv 17. cikk (1) bekezdésének (e) pontja.

114 Például visszavásárlás a névérték alatt, a túlfedezettség növelése érdekében.

115 Ezt akkor lehet például fontolóra venni, ha a kintlévő fedezett kötvények nagyon eltérő kamatlábbal rendelkeznek, és a vagyonfelügyelő a magas hozamú fedezett kötvények teljesítését az alacsony hozamúakéhoz képest előbbre szeretné hozni.

Ebben a vonatkozásban meg kell jegyezni, hogy a „fedeztktővény-befektetők sorrendje” arra az esetre vonatkozik, amikor a pénzáramok nem elégségesek az összes hitelező kielégítésére, és a „fedeztktővény-program eredeti lejáratú ütemtervében szereplő sorrendet” használják a kifizetések időzítése és sorrendje tekintetében.

- d) A fedeztktővény-irányelv preambulumaának 33. bekezdése – amely megengedi a nemzeti törvények jogalkotói számára, hogy „lehetővé tegyék az illetékes hatóságok számára a lejárat meghosszabbításának érvénytelenítését” – már nehezebben érthető része a szabályozásnak. Ez nehezen elképzelhető, ha a lejáratú idő meghosszabbítása már megtörtént. Sokkal inkább elképzelhető, hogy ezt a határidő meghosszabbítása előtt írják elő, annak megelőzésére. Ezzel a kérdéskörrel láthatóan az uniós törvényalkotó sem boldogult, mivel a fedeztktővény-irányelv 17. cikkében erre vonatkozóan nincs is rendelkezés.<sup>116</sup>

#### 4.13. Logó

A fedeztktővény-irányelv 27. cikke két védett márkajelzést nevesít:

- Az „európai fedezett kötvény” márkajelzést olyan kötvények esetében lehet használni, amelyek megfelelnek a fedeztktővény-irányelv kötelező érvényű előírásait átültető nemzeti jogi rendelkezéseknek abban az országban, ahol a fedeztktővény-kibocsátó bejegyzett székhelye található; és
- az „európai (prémium) fedezett kötvény” márkajelzést csak olyan fedezett kötvények esetében lehet használni, amelyek ezen felül a CRR 129. cikkében foglalt követelményeknek is megfelelnek.

Nem szükséges mindegyik nemzeti fedeztktővény-törvényben kifejezetten védeni a logót az összes uniós ország összes nyelvén. Az is elég, ha kiválasztanak egy általános rendelkezést, például a fedeztktővény-irányelv 27. cikkében foglalt rendelkezést.

#### 4.14. Átmeneti intézkedések

A fedeztktővény-irányelv 30. cikkének (1) bekezdése a szerzett jogokra vonatkozó rendelkezése lehetővé teszi, hogy a 2022. július 8-ig kibocsátott fedezett kötvények a fedeztktővény-irányelvnek megfelelő kötvények lehessenek, még akkor

<sup>116</sup> Valószínűleg ez is egyike lehetett azon vitatott rendelkezéseknek, amelyeket nem tudtak keresztülvinni, de a rá utaló preambulumbekendést elfelejtették törölni.

is, ha nem felelnek meg a fedezettkötvény-irányelv<sup>117</sup> számos kifejezetten megnevezett rendelkezésének.<sup>118</sup> Azonban ezen kötvények esetében az „európai” és a „prémium” kifejezések nem használhatók.

## 5. MIT TARTALMAZ A CRR 129. CIKKÉNEK MÓDOSÍTÁSA?

A CRR 129. cikkének legfontosabb módosítása a minimális túlfedezettség biztosítására vonatkozó rendelkezés. Ezt a minimális túlfedezettséget a fedezettkötvény-irányelv 15. cikkének (2) és 15. cikkének (3) bekezdésében hivatkozott kötelezettségek alapján kell kiszámolni.<sup>119</sup>

A CRR 129. cikke (3a) bekezdése első mondatának megfelelően a túlfedezettség minimális szintje 5 százalék.<sup>120</sup> Itt ugyanúgy az elvalapú harmonizáció játszik szerepet: a CRR 129. cikk (3a) bekezdésének harmadik mondata felhatalmazza az uniós tagállamokat arra, hogy a túlfedezettség szintjét alacsonyabban határozzák meg, vagy feljogosítsák illetékes hatóságait arra, hogy ezt a szintet megállapítsák, feltéve, hogy a túlfedezettség minimális szintje nem kevesebb, mint 2 százalék.

A csökkentés minden olyan ingatlannal fedezett fedezeti eszköz esetében lehetséges, amelynek értébecslése során hitelbiztosítéki értéket állapítanak meg. Egyéb fedezeti eszközök esetében „a túlfedezet számítása olyan formális megközelíté- sen alapul, amely alapján figyelembe veszik az eszközök mögöttes kockázatát”<sup>121</sup>; vagyis az ilyen csökkentés mindig az adott kockázathoz igazodik.

117 A fedezettkötvény-irányelv 5–12., 15., 16., 17. és 19. cikke.

118 A fedezettkötvény-irányelv 30. cikkének alkalmazásával kapcsolatban abban az esetben, amikor egy törvényi rendelkezés lehetővé teszi a lejárati meghosszabbítását a kibocsátási feltételek (ezt követő) megváltoztatása nélkül, lásd feljebb a 4.12. a) részt.

119 Ezzel kapcsolatban további információért lásd feljebb a 4.9. b) részt.

120 Az uniós törvényalkotási folyamat során a minimális túlfedezettségre vonatkozóan még a 10 százalékos törvényi előírás is szóba került. Azonban ez végül a fedezett kötvényekre vonatkozó harmonizációs csomag végleges változatába nem került bele.

121 Az (a) pont a CRR 129. cikk (3a) bekezdésének harmadik mondatában.



## 6. AZ EURÓPAI BIZOTTSÁG ÉS AZ EBH FELADATAI

A fedezettkötvény-irányelv 31. cikkével az uniós törvényalkotó számos feladatot rótt az Európai Bizottságra és az EBH-ra.

- 2024. július 8-ig: egy egyenértékűségi rendszer kidolgozása<sup>122</sup> a harmadik országbeli hitelintézetek által kibocsátott fedezett kötvények jogszabályi kezelésének tekintetében<sup>123</sup>;
- 2025. július 8-ig: Jelentéstétel az irányelv nemzeti jogban való implementációjáról, továbbá a fedezett kötvények kibocsátását illető engedélyekkel, a fedezeti eszközökkel, a túlfedezettséggel, a határokon átnyúló fedezettkötvénybefektetésekkel, illetve a meghosszabbítható lejáratú struktúrájú fedezett kötvények kibocsátásával kapcsolatos fejleményekről, továbbá az egyéb, további intézkedésekre vonatkozó ajánlásokról<sup>124</sup>;
- 2024. július 8-ig: Egy vizsgálat lefolytatása a meghosszabbítható lejáratú struktúrájú fedezett kötvények kockázatairól és előnyeiről<sup>125</sup>;
- 2024. július 8-ig: Jelentéstétel az európai biztosítékkal fedezett befektetési jegy (ESN) nevű kettős fedezeti eszköz bevezetésének lehetőségéről.<sup>126</sup>

## 7. KITEKINTÉS

A fedezettkötvény-harmonizációs csomag üdvözlendő, hiszen a fedezett kötvényeket szabályozó törvények fejlődésében mérföldkő szerepet tölt be. Az elv alapú harmonizáció elegendő teret biztosít a nemzeti jogalkotó számára saját fedezettkötvény-modelljének fenntartására és egyéni továbbfejlesztésére, ugyanakkor egy Európa-szerte érvényesülő minimális normakövetelmény is megva-

122 Ebben a tekintetben megfontolandó lehet a fedezettkötvény-hitelezők kölcsönös kedvezményes kezelése a 4.4. részben leírt jogi probléma megoldása érdekében. A megfogalmazáskor alapul lehetne venni Németország, Írország, Luxemburg és Ausztria fedezett kötvényekre vonatkozó törvényeit az 1990-es évekből. Ezek az országok ilyen rendelkezéseket már a hitelintézetek reorganizációjáról és felszámolásáról szóló irányelv megalkotása előtt beépítettek a fedezett kötvényekre vonatkozó törvényeikbe. A négy ország ezekkel a törvényekkel egymás között megvalósította a külföldi fedezeti eszközök hozzájuk tartozó fedezettkötvény-hitelezők irányába történő teljes körű védelmét, méghozzá a szóban forgó fedezeti eszközök allokációját illetően.

123 A CB-irányelv 31. cikk (1) bekezdése. Az egyenértékűségi rendelkezés fedezettkötvény-irányelvbe való beillesztésére már 2019-ben javaslatot tettek, de nem fogadták el.

124 A fedezettkötvény-irányelv 31. cikk (2) bekezdése.

125 A fedezettkötvény-irányelv 31. cikk (4) bekezdése.

126 A fedezettkötvény-irányelv 31. cikk (5) bekezdése.

lósul, amelynek nagy valószínűséggel továbbgyűrűző hatása lesz az EU-n kívüli egyéb fedezettkötvény-rendszerekre nézve is. Voltak ugyan kritikák, amelyek azt sérelmezték, hogy a rendelkezések nem egyértelműek, túlzottan messzire mennek, vagy éppen nem mennek el elég messzire, de mindenképpen ki kell mondanivaló, hogy ez az uniós fedezettkötvény-törvénycsomag jó alapot ad ahhoz, hogy a fedezett kötvények továbbra is erősen kapcsolódjanak az EU szabályozási keretrendszeréhez.

Az Európai Bizottság már 2019-ben bejelentette, hogy az irányelv értelmezési kérdéseit egy szakértőkből álló csoport keretei között kívánja megvitatni – ugyanúgy, ahogyan az uniós törvényhozási folyamat során a tanácsi munkacsoport is dolgozott –, és ebbe a csoportba a nemzeti kormányok és felügyeleti szervek szakértőit is meghívna. Az eredeti terv az volt, hogy ez az értelmezési munkacsoport már 2020 tavaszán összeül. De mivel a legtöbb nemzeti törvényalkotó nem szerette volna elkezdni az átültetésről szóló vitát addig, amíg a harmonizációs csomag nem jelenik meg *Az Európai Unió Hivatalos Lapjában*, így a projektet elnapolták. Az Európai Bizottságban történt személyi változások és a Covid-19-járvány miatt az időtervet ismét meg kellett változtatni, ezért az értelmezési munkacsoport érdemi munkájának elindulása későbbre várható.

A fedezettkötvény-harmonizációs csomag német törvénybe való átültetésének munkái a munka uniós szintű végső szerkesztésével párhuzamosan már elkezdődtek. A német pénzügyminisztérium (Bundesministerium der Finanzen) 2020 őszén kezdte meg a német Pfandbrief-törvény módosításához szükséges parlamenti eljárást.