

Jelzálogbanki refinanszírozás – Javaslatok az európai fedezettkötvény-direktíva magyarországi implementációjához*

Nagy Gyula László – Incze Zsombor – Landgraf Erik

Tanulmányunkban összegezzük a jelzálogbanki működési modelleket és az EU új jelzáloglevél szabályozását. Elemezzük a refinanszírozó jelzálogbankok legfontosabb kihívásait, amelyekkel a jelenlegi keretrendszerben szembesülnek. Ezek alapvetően három téma körül csoportosulnak: (1) a refinanszírozó hitel sajátosságai történelmi okokból nem támogatják a hatékonyabb, portfóliószintű refinanszírozást; (2) a refinanszírozó hitelek biztosítéki rendszere törvényi portfólió engedményezés esetén más jogszabályokban előírt feltételek teljesülését nem biztosítja; (3) túlfedezettség a jelenlegi tisztán refinanszírozó modellben rendes fedezetből nem valósítható meg. Ez alapján javaslatot teszünk – a jelenlegi működés teljes körű megtartása mellett – egy alternatív „refinanszírozó jelzálogbankokra” vonatkozó szabályozás kialakítására, amelyek esetében az újragondolt fedezeti rendszer segítene a problémák megoldásában és a hatékonyabb jelzáloghitelezési struktúra kialakításában.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G28, G21, K22, K23

Kulcsszavak: fedezett kötvény, jelzálogbankok, jelzáloglevél, jelzáloghitelezés, refinanszírozás

1. Bevezetés

A fogyasztói jelzáloghitelezés hazai fejlődéstörténetében a devizahitelek forintosítását követő időszak egyik meghatározó eseménye volt a Jelzáloghitel-finanszírozási Megfelelési Mutató (JMM) bevezetése. E szabályozási lépés egyben kijelölte a jelzálogbankok üzleti működésének jövőbeni irányát is, ahol dominánssá vált a jelzálog-

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

Nagy Gyula László a TakarékJelzálogbank vezérigazgatója. E-mail: Nagy.GyulaLaszlo@takarek.hu

Incze Zsombor a TakarékJelzálogbank refinanszírozást megújító projektjének vezetője.

E-mail: Incze.Zsombor@takarek.hu

Landgraf Erik a Szabó Kelemen és Társai Andersen Ügyvédi Iroda ügyvédje (korábban a TakarékJelzálogbank vezető jogtanácsosa). E-mail: erik.landgraf@hu.AndersenLegal.com

A tanulmány a szerzők nézeteit tartalmazza, amelyek nem feltétlenül egyeznek a TakarékJelzálogbank Nyrt. nézeteivel.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2020. március 17-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.3.102129>

bankok refinanszírozó tevékenysége. 2019 végén a jelzáloglevél létrejöttének 250 éves évfordulójára nagyszabású ünnepséget rendezett Berlinben a VDP (Verband deutscher Pfandbriefbanken – Német Jelzáloglevél-kibocsátó Bankok Szövetsége). Hosszú előkészítést és sok tárgyalást követően, pontosan 250 éve jelentette be II. Frigyes porosz császár az első jelzáloglevél létrejöttét és hirdette ki azt a rendeletet, amely lehetővé tette az első sikeres „Pfandbrief”-kibocsátást, ami jelentősen hozzájárult Poroszország akkori pénzügyi helyzetének megszilárdulásához. Az első jelzáloglevél-programot további európai országokban is sikeres kibocsátások követték a 19. és a 20. században. A jelzáloglevél vagy mai nevén fedezett kötvény sikertörténete mind a mai napig tart, az elmúlt 20 évben a fedezettkötvény-volumenek dinamikusan nőttek, és *Kullig et al. (2019)* kiadványa alapján 2018 végén az összesített állomány az európai tőkepiacon 2,6 ezer milliárd EUR volument tett ki. Ezzel az állampapír-piac után a második legnagyobb piacot képviseli a befektetők számára.

Magyarországon zálogleveleket az 1840-es évektől kezdtek el kibocsátani. A záloglevél alapú finanszírozás történetét *Kovács (2004)* dolgozza fel alaposabban. A rendszerváltást követően az *1997. évi XXX. törvény (Jht.)* alapozta meg a jelenleg működő jelzálogbankok működési kereteit, amelyet *Kovács (2004)* mellett például *Vincze (2002)* és *Király – Nagy (2008)* is bemutatott, *Fóriánné Horváth (2019)* pedig átfogó módon összefoglalt. Az utóbbi éveknek a jelzálogbanki működésre legnagyobb hatást gyakorló eseménye a Magyar Nemzeti Bank (MNB) által 2015-ben meghirdetett (*MNB 2015*) és 2016. október 1-től bevezetett Jelzáloghitel-finanszírozási Megfelelési Mutató (*JMM 2015*) volt, amely két új jelzálogbank (Erste Jelzálogbank, K&H Jelzálogbank) megjelenését hozta, egyben hosszú távra kijelölte ezen szakosított intézmények új szerepét is. A JMM szabályozás bankrendszer szintű hatásait, a szabályozás indukálta kibocsátások nagyságát, a jelzáloglevelek befektetői körét *MNB (2016)*, *MNB (2017)* és *MNB (2018)* mutatja be részletesen.

Cikkünkben bemutatjuk a jelzálogbankok működési modelljeit, valamint az EU új jelzáloglevél-szabályozásának önálló és CRR-be (Capital Requirements Regulation, azaz a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről szóló EU 575/2013/EU Rendelet, *EU 2013*) foglalt, kiemelt részeit. Ezt követően elemezzük a jelenlegi magyarországi működési modell főbb szempontjait, rávilágítva a strukturális jellegű kihívásokra, melyek tekintetében (az európai, illetve a svájci jelzálogbanki rendszer példáján) megoldási javaslatokat teszünk. Javaslataink megvalósulása az új EU-s irányelv hazai implementációjával lehetővé válhat. Célunk továbbá szakmai párbeszéd kezdeményezése olyan, a szabályozói környezet finomhangolásával megoldható hatékonyságbeli problémákról, amelyek orvoslása egyszerre javíthatja a jelzáloglevél-befektetők és a jelzáloghitel-felvevők helyzetét is.

2. Jelzálogbanki működési modellek

2.1. Áttekintés

Az EU 2019/2162 irányelve (EU 2019a, továbbiakban *Irányelv*) és a CRR-t módosító kapcsolódó EU 2019/2160 Rendelet (EU 2019b, továbbiakban *CRR-módosítás*) részletes vizsgálata előtt nagy vonalakban tekintsük át e szabályozó eszközök hatókörében működő egyes tagállami modelleket! A témában az elmúlt évek egyik legjelentősebb összefoglaló munkáját *Stöcker (2011)* jegyzi, aki a témával már hosszú ideje foglalkozik és bár nehéz az egyes modelleket egységes szempontok szerint rendezni, 5 különböző jelzálogbanki működési modellt különböztet meg. *Tóth (2017)* egy valamivel egyszerűbb, 3 különböző modellt bemutató összefoglalót ad, míg *Papp (2005)* némileg eltérő logika mentén 4 modellt foglal össze, amely logikát *Fóriánné Horváth (2019)* is alkalmaz. Mi az alábbiakban *Stöcker (2011)* megállapításait foglalkjuk össze az 1. táblázatban, kiegészítve *Tóth (2017)* állításaival.

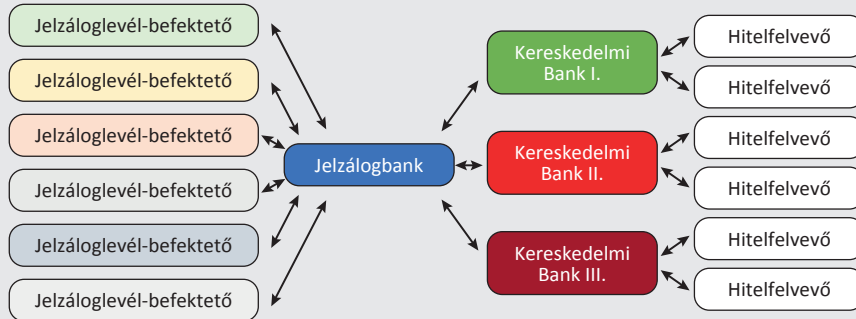
1. táblázat					
A jelzáloglevél-alapú finanszírozás 5 európai modellje					
	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5
Jogi státusz	szakosított hitelintézet	szakosított hitelintézet	univerzális bank	SPV*	szakosított hitelintézet
Finanszírozás módja	fedezetnek alkalmas eszközök vásárlása anyabanktól	hitelfolyósítás ügyfelek részére	hitelfolyósítás ügyfelek részére	fedezetnek alkalmas eszközök vásárlása	az eszközök vagy azok zálogjogának jogi transzfere
Alkalmazó országok (nem teljes felsorolás)	Írország, Norvégia, Franciaország, Finnország, Svédország	Magyarország, Luxemburg, Lengyelország, Dánia	Ausztria, Dánia, Finnország, Németország, Görögország, Spanyolország, Portugália, Csehország, Szlovákia	Olaszország, Hollandia, Egyesült Királyság	Ausztria, Franciaország, Dánia, Németország, Magyarország, Spanyolország, Svájc
Érintett hazai jelzálog-bankok		OTP			Takarék, UniCredit, K&H, Erste, OTP
Megjegyzés: * SPV – Special Purpose Vehicle, speciális célra létrehozott jogi személy					
Forrás: <i>Stöcker (2011)</i> és <i>Tóth (2017)</i> alapján					

Jelenleg Magyarországon a 2. modell és az 5. modell párhuzamosan működik, de direkt ügyfélhitelezés már csak az OTP Jelzálogbank esetében áll fenn (2. modell).

2.2. A „pooling”-modell

A pooling-modell logikája alapvetően arra épít, hogy a jelzáloglevél-kibocsátó nagy összegben gyűjt hosszú lejáratú forrást a tőkepiacokon, és ezt a forrást allokálja a jelzálog-hitelezést végző, így számára fedezetet biztosító bankok részére (1. ábra). Az allokációs mechanizmus lehet rendkívül egyszerű és letisztult (pl. Svájc), illetve történhet lejárat, illetve kamat-transzformáció közbeiktatásával is (pl. Magyarország).

1. ábra
A pooling-modell strukturális működése



Forrás: Stöcker (2011:37) alapján szerkesztve

Stöcker (2011) szerint a pooling-modell jó működésének komoly követelményei vannak. Egyrészt a cover pool megfelelő minőségének fenntartásához elengedhetetlen a szoros együttműködés a refinanszírozó jelzálogbank és a refinanszírozató kereskedelmi bank között, másrészt pedig rendkívül szigorú és jól működő jogi mechanizmusra van szükség a fedezettség folyamatos fenntartásához minden körülmények között.

A struktúrát Kemmish et al. (2017) szerint számos európai országban használják, különböző szabályozói keretrendszerekben, amelyek elsősorban a kibocsátó személyében térnek el (specializált hitelintézet, univerzális bank, vagy egy törvény által létrehozott különleges entitás). Magyarországon a szintén pooling-modellként leírható refinanszírozás is egy speciális – máshol nem alkalmazott – struktúrában működik, ahol önálló zálogjogok adásvételével és egyidejű visszavásárlásával valósul meg a refinanszírozás.

3. Az új európai fedezettkötvény-szabályozás

3.1. Előzmények

A fedezett kötvények tekintetében a korábbi uniós szintű szabályozást az *Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK rendelete (EC 2009) 52. cikkének (4) bekezdése* tartalmazta, amely általánosan határozza meg a fedezett kötvények követelményeit. A *CRR 129. cikke* további feltételekkel bővítette a fenti irányelvi szabályozást, és lehetővé tette, hogy a hitelintézeteknek kevesebb tőkét kelljen tartaniuk fedezett kötvényekbe való befektetések esetén. E szabályozás eredményeként a fedezett kötvényekbe való befektetés feltételei a tagállamokban harmonizáltak tekinthetők korábban is, de a kibocsátás feltételei tekintetében hiányzott az uniós szintű harmonizáció.

Az Európai Rendszerkockázati Testület ajánlásával (*ERKT 2012*) 2012-ben elindult felülvizsgálati folyamat eredményeként született meg 2019 végére a fedezett kötvény egységes új uniós szabályozása, mely mind az irányelvi, mind pedig a rendeleti szabályozást érintette. A felülvizsgálat során azonban egy alapvető elv a jelenleg hatályos szabályozásban is változatlan: fedezett kötvényt kizárólag hitelintézet bocsáthat ki. Ez kijelöli azt a világos határvonalat, amely elválasztja ezen értékpapírokat és kibocsátóikat az értékpapírosítás más műveleteitől, amelyeket az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (*EU 2017*) szabályoz. A szabályozás célja szintén változatlan: a befektetők magas szintű védelme érdekében a termékkövetelmények és a hitelintézetekre vonatkozó egyedi termékfelügyelet megállapításával szabályozni azokat a feltételeket, amelyek alapján a hitelintézetek finanszírozási eszközként szolgáló fedezett kötvényeket bocsáthatnak ki.

A többéves előkészítő munka eredményeképpen a tavalyi évben elfogadásra és kihirdetésre került az európai fedezett kötvény direktíva (*EU 2019a*), és ehhez szorosán kapcsolódva módosításra került a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről szóló CRR, mely alkalmazkodási kötelezettséget jelent Magyarországon is. Az új Irányelv kötelező implementációja, valamint a CRR-módosítás alkalmazásának kötelezettsége elengedhetlenné teszi a meglévő hazai szabályok felülvizsgálatát, a folyamatosan fejlődő piaci követelményekhez igazítását. Az új szabályok kellő felkészülési időt biztosítanak

- mind a tagállamok szabályozó hatóságai számára, hiszen az Irányelv tekintetében 18 hónapos, 2021. július 8-ig tartó implementációs időszakot jelölnek ki,
- mind pedig a piaci szereplők számára, akik további 12 hónapos felkészülési időt kapnak,

így az új szabályok alkalmazásának egységes kezdő időpontja 2022. július 8. napja lesz.

3.2. Az Irányelv főbb rendelkezései

Az Irányelv a korábbi szabályozás elemeit továbbfejlesztve határozza meg a fedezett kötvények Európában harmonizált szabályait. A szabályozás alappillérei a következők:

- *kettős fedezeti elv* – mely szerint a befektetők egyaránt érvényesíthetik követeléseiket mind a fedezett kötvény kibocsátójával, mind pedig a fedezeti eszközökkel szemben;
- *csődtávoltság elve* – melynek érvényesítése garantálja, hogy a fedezett kötvények kibocsátójának fizetéseképtelensége vagy szanálása ne eredményezze a jelzáloglevelek lejárttá válását.

Az Irányelv szabályozásának kulcsterületei a következők:

3.2.1. Fedezeti és likviditási szabályok

A fedezett kötvények szabályozásának lényegi eleme, hogy keretében meghatározásra kerülnek az elfogadható fedezetek, az elfogadható biztosítékok és mindezek kötelező elkülönítésének, azaz a fedezet-nyilvántartásnak a szabályai. Fontos különbséget tenni fedezeti eszköz és biztosítékeszköz között, melyek egymásra épülő fogalmak. Az *Irányelv (EU 2019a) 3. cikk 4. pontja* szerint „*fedezeti eszközök: a fedezeti halmazba felvett eszközök*”, vagyis azok a kitettségek, amelyek megfelelő biztosítékeszközök alkalmazásával kerültek kihelyezésre. Az 5. pont szerint pedig „*biztosítékeszközök: a fedezeti eszközöket biztosító tárgyi eszközök és kitettségek formájában fennálló eszközök*”, melyek képesek magas szinten garantálni a fedezeti eszközök megtérülését. A fedezeti eszközök szabályozásából fontos kiemelni, hogy az Irányelv az elfogadható fedezeti eszközök között különbséget tesz (i) biztosítékeszközökkel fedezett kölcsönök és (ii) közvállalkozásoknak nyújtott vagy általuk garantált kölcsönök között. A biztosítékeszközökkel fedezett kölcsönök között két alcsoport került szabályozásra: a *CRR-módosítás (EU 2019b)* szigorú követelményeinek megfelelő kölcsönök és az *Irányelv* némileg enyhébb, de még így is magas szintű követelményeinek megfelelő kölcsönök. Ez utóbbi azért is fontos megkülönböztetés, mert ennek mentén a jövőben az európai egységes piacon éppen az Irányelv által bevezetett új brand két kategóriát foglal majd magába:

- az „európai fedezett kötvényt”, mely logó használatára az a fedezett kötvény jogosult (de nem köteles), amely mindenben megfelel az Irányelv követelményeinek;
- az „európai (prémium) fedezett kötvényt”, mely logó használatára az a fedezett kötvény jogosult (de nem köteles), amely mindenben megfelel a CRR-módosítás követelményeinek.

A fedezeti szabályozás kiemelt területe a biztosítékok értékelésének kérdésköre. E körben a tagállamokkal szembeni egységes követelmény, hogy legyen minden tagállamban szakértők által elfogadott értékelési standard, és létezzen a biztosítékeszközök tulajdonjogának és terheinek rögzítésére alkalmas és a nyilvánosság számára hozzáférhető nyilvántartás (ez a gyakorlatban döntően a nyilvános és közhiteles ingatlan-nyilvántartás és hajóljajstrom meglétét jelenti).

A fedezeti halmaz részeként az Irányelv két speciális fedezeti eszközt is meghatároz, a származtatott (derivatív) ügyleteket, valamint a likvid eszközöket. Ez utóbbi terület kiemelt jelentőséget kap a megújult szabályozásban, mert a fedezettkötvény-befektetők védelmének biztosítása érdekében a likviditási kockázat mérséklését döntő fontosságúnak tekinti. E szabályozási célnak megfelelően kötelezővé válik a fedezettkötvény-kibocsátók számára *likviditási puffer* képzése, amellyel a következő 180 napon keresztül fedezetet kell biztosítani a maximális összesített nettó likviditás-

kiáramlásra¹. Ezen új követelmény bevezetése kezelni kívánja az olyan likviditási problémákkal kapcsolatos kockázatokat, mint például a lejárat eltérések és a kamatlábkülönbségek, a kifizetések megszakítása, továbbá a származtatott ügyletekhez kapcsolódó kifizetési kötelezettségek és a fedezettkötvény-programon belüli egyéb működési kötelezettségek esedékessé válása. A fedezeti halmaz likviditási puffere tehát eltér a hitelintézetekre más uniós jogi aktusok által előírt általános likviditási követelményektől, mivel közvetlenül a fedezeti halmazra jellemző likviditási kockázatokat kívánja mérsékelni. A hitelintézetekre érvényes párhuzamos likviditási követelményekre tekintettel az Irányelv lehetőséget biztosít a tagállamoknak arra, hogy a likviditási szabályok összehangolásáig – annak elkerülése érdekében, hogy a hitelintézetek ugyanazon időszakban ugyanazon kiáramlásokat különböző likvid eszközökkel legyenek kötelesek lefedni – a fedezeti halmaz likviditási puffere vonatkozó követelményt csak akkor érvényesítsék szabályozásukban, ha az ilyen más követelmények időbeli hatálya alatt uniós jog nem ír elő más likviditási követelményt a hitelintézetre.

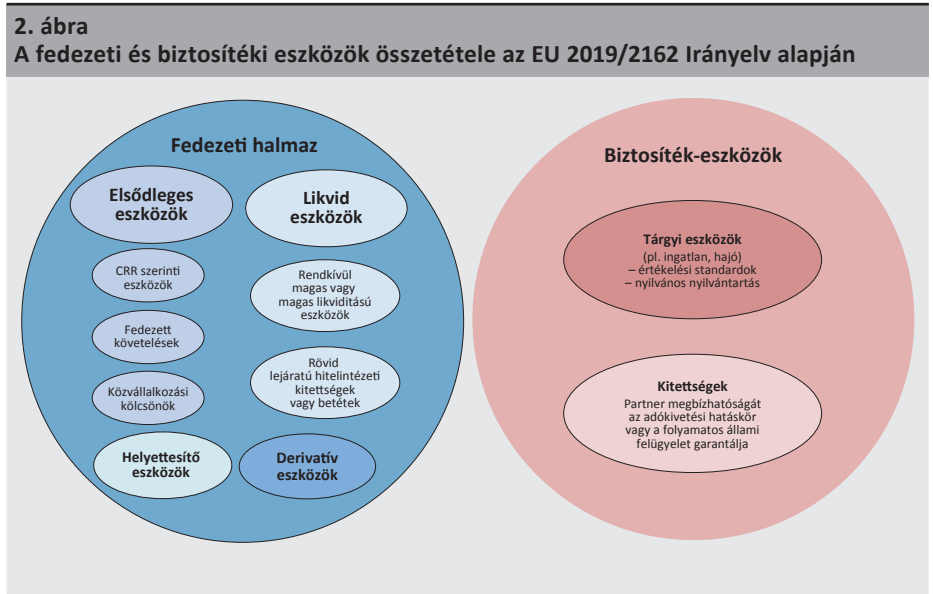
A fedezeti szabályozás elengedhetetlen része – a fentiek mellett – a fedezet-nyilvántartás, mely mindkét alapelv, a kettős fedezeti elv és a csódtávolság elve érvényesülésének is meghatározó eszköze. Ennek megfelelően a fedezeti eszközök kötelező elkülönítése a kibocsátó egyéb eszközeitől és ennek kiemelt kontrollja egy fedezetellenőr (a hazai jogrendszer fogalomhasználata szerint „vagyonellenőr”) által fontos részei az irányelvi szabályozásnak.

A fedezeti halmaz összetételének korlátozása és elkülönített nyilvántartásának követelménye mellett a fedezettség minimumszintjének a meghatározása még egy lényegi területe az Irányelv fedezeti szabályozásának. Fontos kiemelni, hogy az *Irányelv (EU 2019a) 15. cikkének (6) bekezdése* konkrét számítási szabályt csak a tőkeösszeg esetében ad, azt is kizárólag minimumszabályként, amikor kimondja, hogy „*a(A) szükséges fedezetet úgy kell kiszámítani, hogy valamennyi fedezeti eszköz teljes tőkeösszege elérje vagy meghaladja a forgalomban lévő fedezettkötvény-állomány teljes tőkeösszegét (a továbbiakban: a névértékelt)*”. Emellett természetesen a fedezeti halmaznak kötelezően fedezetet kell biztosítani a forgalomban lévő fedezett kötvények kamataira, a fedezetbe vont származtatott ügyletekhez kapcsolódó kifizetési kötelezettségekre, továbbá a fedezettkötvény-program felszámolásának várható fenntartási és igazgatási költségeire is, de ezen tételek tekintetében konkrét számítási szabályt az Irányelv nem rögzít, azokat a tagállamok jogosultak és kötelesek az implementáció során meghatározni az Irányelv prudenciális elvárásainak keretei között. Bár a fedezett kötvények túlfedezettsége a piaci tapasztalatok alapján mára már általánosnak mondható, ezen elvárás a szabályozás alapszintjén

¹ Az Irányelv 3. cikk 16. pontja szerint „*nettó likviditáskiáramlás: egy adott napon esedékessé váló valamennyi fizetési kiáramlás – ideértve a tőkétörlesztést és a kamatfizetést, valamint a fedezettkötvény-program származtatott ügyleteiből eredő kifizetéseket –, amely nem tartalmazza az ugyanazon napon a fedezeti eszközökhöz kapcsolódó követelések tekintetében esedékes pénzbeáramlásokat*”.

nem jelenik meg, viszont – ahogy azt a 3.3. pont bemutatja – a CRR-módosítás szabályozásában, vagyis „európai (prémium) fedezett kötvény” kategóriában ez már kötelező elemként jelenik meg.

A fenti szabályok áttekintő összefoglalásaként a fedezeti eszközök összességét jelentő fedezeti halmazt, valamint a biztosítékeszközök rendszerét az Irányelv szabályozásában a 2. ábrán szemléltettük.



3.2.2. Befektetők tájékoztatása

A megalapozott befektetői döntésekhez a fedezett kötvényt kibocsátó hitelintézeteknek honlapjukon legalább negyedévente tájékoztatást kell adniuk többek között a fedezeti halmaz és a forgalomban lévő fedezettkötvény-állomány értékéről, a fedezeti eszközök földrajzi eloszlásáról és típusáról, a fedezett hitelek nagyságáról és értékelési módszeréről, továbbá a fedezeti eszközöknek és a fedezett kötvényeknek a lejáratú szerkezetéről, az előírt és a rendelkezésre álló fedezeti szintről – ide értve a jogszabályban meghatározott, a szerződéses, valamint az önkéntes túlfedezet szintjét is –, valamint a nemteljesítőnek minősülő, illetőleg a több mint 90 napja késedelmes hitelek százalékos arányáról.

A kibocsátók mellett a fedezett kötvények állami felügyeletét ellátó szervezeteket is tájékoztatási kötelezettség terheli. A befektetők védelmének fontos része, hogy az illetékes hatóságok rendszeres tájékoztatást tegyenek közzé az Irányelvet átültető nemzeti jogi rendelkezésekről, és arról, hogy milyen módon látják el a fedezett kötvények közfelügyeletét, hogy jól szolgálja a fedezett kötvényekkel szembeni piaci bizalom erősítését.

3.2.3. Kibocsátók közfelügyelete

A fedezett kötvényt kibocsátók különleges közfelügyeletének követelménye már a 2009/65/EK irányelv 52. cikkének (4) bekezdése értelmében is a fedezett kötvények meghatározó eleme volt. Az Irányelv szükségesnek tartotta harmonizálni a fedezett kötvények ilyen közfelügyeletének alkotóelemeit, és egyértelműen meghatározni a felügyeletet ellátó nemzeti illetékes hatóságok feladatait és felelősségi köreit.

A fedezett kötvények közfelügyelete *eltér* a hitelintézetek uniós felügyeletétől, erre tekintettel a tagállamok jogosultak a hitelintézet általános felügyeletét ellátó illetékes hatóságoktól akár eltérő, más nemzeti illetékes hatóságokat kijelölni a fedezett kötvények közfelügyeletének ellátására. A felügyelés kiemelt feladata a fedezett kötvények hitelintézetek általi kibocsátásának (fedezettkötvény-programok) engedélyezése, emellett egy esetleges kibocsátói fizetéseképtelenségi, illetőleg szanálási eljárás esetén – a többi illetékes hatósággal együttműködve, de azoktól világosan elkülönülten – a fedezettkötvény-befektetők jogainak és érdekeinek védelme annak ellenőrzésével, hogy a fedezettkötvény-programok folyamatos és megbízható igazgatása a fizetéseképtelenségi vagy szanálási eljárás alatt is biztosított.

Az Irányelv kötelezővé teszi a tagállamok számára hatékony, arányos és visszatartó erejű közigazgatási vagy büntetőjogi szankciók előírását és olyan eljárásjogi szabályok meghatározását, amelyek a kibocsátói érdekvédelem tiszteletben tartása mellett a fedezettkötvény-piac védelmét tekintik elsődlegesnek.

3.2.4. Az implementáció kiemelt szempontjai

Az Uniós szinten meghatározott, keretjellegű szabályozás hazai átültetése – a külön fejezetekben kiemelt témákon túl – több olyan szakmai kérdésben is szabályozási lehetőséget kínál, illetve szabályozási alkalmazkodást követel, mely fontos és izgalmas szakmai vitákban érlelhető ki. Meglátásunk szerint az alábbi kérdések különös figyelmet érdemelnek:

a) *Együttes finanszírozás (Irányelv 9. cikk):* E modell olyan piaci viszonyokra teszi alkalmazhatóvá a jelzáloglevél mint speciális értékpapír kibocsátását, ahol elválik az eredeti hitelezési művelet és a fedezetével elvégzett értékpapírosítás. Ezen szabályozás kiváló alapja lehet annak, hogy a magyarországi piaci gyakorlat jelentős részét ténylegesen jelentő ún. refinanszírozási modell szabályozási különbségei markánsabban megjelenhessenek, aminek során az eddigi gyakorlat korszerűsítése megtörténhet. Ez a szabályozási megközelítés jól illeszkedik a hazai szabályozásban jelenleg is meglévő kettős struktúrához, azaz a közvetlen finanszírozási („OTP”) modell és refinanszírozási („FHB”)² modell egyidejű szabályozásához.

² Az FHB Jelzálogbank Nyrt. jelenleg a Takaréék Csoport tagjaként, Takaréék Jelzálogbank Nyrt. néven működik.

- b) *Refinanszírozható intézmények köre (Irányelv 9. cikk (3) bekezdés):* Az Irányelv lehetőséget kínál a tagállamok részére, hogy a refinanszírozható intézmények körét nem hitelintézeti körbe tartozó intézmények tekintetében kitágítsa. E felhatalmazás pl. a jelzáloghiteleket nyújtó pénzügyi vállalkozások (mortgage houses) jelzáloghitel-állományának fedezeti eszközként történő átvételét teszi lehetővé, mely lehetőséggel megítélésünk szerint a hazai környezetben – sem a piaci viszonyok, sem az ilyen állományok korábbi megtérülési tapasztalatai okán – nem indokolt élni.
- c) *Fedezetvédelem kibocsátói szanalás esetén (Irányelv 12. cikk (2) bekezdés):* Az Irányelv egyértelmű követelményként fogalmazza meg a tagállami átültetésre vonatkozóan, hogy a jelzáloglevelek elkülönítése és ezzel a kibocsátótól való függetlensége mind a felszámolás, mind pedig a szanalás esetén biztosítandó. Ezen elvárás feladatát a hazai implementációra, hiszen jelenleg a jelzálog-hitelintézetek szanalásának esetére a fedezetvédelem nem biztosított. Ennek során – véleményünk szerint – a fizetéseképtelenségre jelenleg is érvényes, fejlettnak mondható hazai szabályozás kiterjesztésének mértékét és módját alapos megfontolással kell végrehajtani.
- d) *A fedezeti eszközök folyamatos magas minősége (Irányelv 15. cikk (4) bekezdés):* Az Irányelv elvárásrendszerében a nemteljesítő hitelek fedezetként történő figyelembevétele tiltott, ami a jelenleg hatályos szabályozásunkból teljes mértékben hiányzik. A Jht. nagy figyelmet fordít a fedezetbe vonás eseményére, és számos szigorú – esetenként túlzó – követelményt támaszt arra vonatkozóan, hogy mikor válhat fedezetképesse egy jelzáloghitel, de a fedezetbe kerülést követő időszakra nem határoz meg jogszabályi elvárásokat. Így ebben a kérdésben a hazai szabályozás fejlesztése fontos feladatnak tekinthető.
- e) *A vagyonellenőr intézményének megújítása (Irányelv 13. cikk (3) bekezdés):* Lehetőséget teremt az Irányelv annak megfontolására, hogy egy tagállam belső vagyonellenőrt (az Irányelv fogalomrendszerében „fedezetellenőr”) alkalmazzon-e. Ezen újszerű megközelítés szerint ezt a fontos feladatot nem feltétlenül a hitelintézettől és könyvvizsgálójától elkülönült személynek kell ellátnia, hanem a felügyelő bizottság közvetlen felügyeletének biztosításával – vagyis a belső ellenőrzésre már most is irányadó szempontok érvényesítésével – munkavállaló is megbízható ilyen feladattal. Figyelembe véve az eddigi gyakorlat tapasztalatait, megfontolásra javasolható ezen új lehetőség biztosítása Magyarországon is, hiszen a döntően adminisztratív feladatot, vagyis a fedezet-nyilvántartás helyességét és valódiságát igazoló munka szervezeten belüli biztosítása javíthatja a jelzálog-hitelintézeti működés hatékonyságát. E körben azonban mérlegelendő a befektetők és a rating-cégek megítélése is, amit azonban nem a szabályozás elvi, hanem gyakorlat alkalmazása körében tartunk érvényesítendőnek.

f) *Meghosszabbítható lejárati szerkezet (Irányelv 17. cikk):* A jelzáloglevél európai piacon már régóta megjelent önkéntes szabályozást az Irányelv a jogi szabályozás keretei közé emelte, amikor a tagállamok számára lehetővé tette az un. „soft bullet” intézményét. Ennek értelmében a tagállam lehetőséget teremthet olyan jelzáloglevél kibocsátására, amelynek lejárata a jogszabályban meghatározott objektív – vagyis a jelzáloglevél-kibocsátó intézmény mérlegelésétől független – események bekövetkezése esetén előre meghatározott mértékben meghosszabbodna. Az Irányelv további részletes feltételeit is figyelembe vevő átültetés során megfontolni javasoljuk e kérdést, mivel a hazai jelzáloglevelek ratingje – a kibocsátó ilyen döntése esetén – javítható lenne.

g) *Hozzáigazítási követelmény (Irányelv 3. cikk 15. pont):* Az Irányelv által bevezetett „likviditási puffer” szabályozásához kapcsolódik ez a követelmény, amely hatásában nagy jelentőségű – hiszen a puffer képzése alóli mentesítést eredményez –, de szabályozottsága egyáltalán nem részletező: a jogszabályi definíció kívül nem jelenik meg az Irányelv rendelkezései között. Tudható, hogy a dán jelzáloglevél-piac specialitásaira – azaz a jelzáloglevelek és a jelzáloghitelek tökéletesen szinkronizált rendszerére – tekintettel jelenik meg az uniós szabályozásban. Ezzel együtt a hazai refinanszírozó modell esetében sem látjuk akadályát alkalmazhatóságának, melyet a 4.3.3. pontban részletezünk.

3.3. A CRR-módosítás főbb rendelkezései

A *CRR (EU 2013) 129. cikke* a tőkekövetelmények tekintetében bizonyos feltételek mellett jelenleg is lehetőséget biztosít a fedezett kötvények kedvezményes kezelésére. Tekintettel arra, hogy az Irányelv újraszabályozza a fedezett kötvények fő elemeit, és rendelkezik a fedezett kötvények fogalmának közös meghatározásáról, az ehhez kapcsolódó prudenciális követelmények aktualizálása is szükségessé vált. A fedezett kötvények formájában fennálló kitettségekhez rendelt tőkekedvezmény tényét és mértékét a *CRR-módosítás (EU 2019b)* nem érinti, de e kedvezmény igénybevételéhez az alábbi főbb módosításokat írja elő feltételként.

3.3.1. Túlfedezettség (Overcollateralisation, OC)

A kedvezményes kezelésben részesülő fedezett kötvények minőségének további javítása érdekében a *CRR-módosítás (EU 2019b)* az ilyen kedvezményes kezelés feltételül szabja a túlfedezettséget, tehát a fedezett kötvény biztosítéki szintjének meg kell haladnia az Irányelvben meghatározott fedezeti követelményeket. A túlfedezettség egyértelmű célja a legjelentősebb kockázatok mérséklése a kibocsátó fizetésképtelensége vagy szanálása esetén.

A *CRR-módosítás (EU 2019b)* főszabályként 5 százalékos túlfedezettségi szintet rögzít, de a tagállamok a fedezett kötvényekre alacsonyabb, legalább 2 százalékos elerő minimális túlfedezeti szintet is meghatározhatnak, ha a túlfedezet számítása olyan

formális megközelítésen alapul, amely alapján figyelembe veszik az eszközök mögöttes kockázatát, vagy az eszközértékelésre a jelzálog-hitelbiztosítéki érték vonatkozik.

3.3.2. Hitelfedezeti arányok (LTV)

A fedezett kötvények hitelminőségének biztosításához a hitelfedezeti arány korlátozása eddig is lényeges eleme volt a szabályozásnak. A *CRR-módosítás (EU 2019b)* a hitelfedezeti arányra vonatkozó jelenlegi korlátokat nem változtatja meg, azonban a *CRR (EU 2013)* nem határozza meg az említett arány alkalmazásának módját. A *CRR-módosítás* egyértelművé teszi, hogy a hitelfedezeti arányra vonatkozó korlátokat puha fedezeti korlátként kell alkalmazni, ami azt jelenti, hogy a mögöttes kölcsön mérete nem korlátozott, de minden kölcsön csak az eszközök hitelfedezeti arányára vonatkozó korlátokon belül fogadható el fedezetként. Ennek megfelelően a szabályozás pontosította, hogy a hitelfedezeti arányra vonatkozó korlátok a kölcsön azon részét határozzák meg, amely hozzájárul a fedezett kötvény fedezetéhez. További egyértelműsítésként rögzíti a *CRR-módosítás*, hogy a hitelfedezeti arányra vonatkozó korlátokat a kölcsön teljes futamidejére alkalmazni kell.

3.3.3. A biztosítékok újraértékelése

A fedezett kötvények biztosítékeként szolgáló eszközök elfogadhatóságának követelményei a fedezeti halmaz szilárdságát biztosító, általános minőségi jellemzőkhöz kapcsolódnak, azokat tehát az Irányelv állapítja meg. Ebből adódóan az értékelési módszerre vonatkozó rendelkezéseket külön CRR-beli követelményként nem kellett megfogalmazni.

A fedezett kötvényeket fedező ingatlanok esetében azonban azok monitoringját *valamennyi ingatlan* tekintetében rendszeresen és *legalább évente el kell végezni*. A lakóingatlanok esetében – ahol főszabály szerint az ingatlanérték-monitorozás eddig hároméves időszakonként történt – ez jelentős és tömegessége révén nagy jelentőségű módosításnak tekinthető. Magyarországon a jelzálogbankok egy része a háromévesnél ugyan már most is gyakrabban végez átértékelést (statisztikai módszerek felhasználásával), azonban egy általános jellegű előíró szabály segíthet abban, hogy a statisztikai módszerek pontossága és automatizáltsága fejlődni tudjon, szélesebb körűvé és hatékonyabbá váljon az alkalmazásuk lehetősége.

4. A refinanszírozás megújításának lehetőségei az implementáció során

4.1. Alapvetések

Magyarországot a *Jht. (1997)*-ban rögzített szabályozás az EU-n belül a megfelelően szabályozott országok közé sorolja, így komoly intézményi és felügyeleti struktúrákat átalakító hatása az implementációnak nem várható. Fontos azonban, hogy a hazai 5 jelzálogbank közül 4 esetében a jelzáloghitel-nyújtást már nem a jelzálogbankok,

hanem refinanszírozott kereskedelmi banki partnereik végzik, míg a jelzálogbankok tevékenysége elsősorban az ehhez szükséges hosszú távú források bevonására és átadására korlátozódik.

A fentiek alapján tehát az Irányelv átültetése során indokolt egyfelől arra törekedni, hogy a meglévő és jól működő kereteket megőrizzék, másfelől, kihasználva az Irányelv kínálta lehetőségeket és a specialitásokat is figyelembe véve, a piaci versenyfeltételek, valamint a hatékonyság javítása érdekében korszerűsítsék a hazai jelzáloglevél-szabályozást. Ezen alapvetések mentén vizsgálva az új szabályozás részleteit, álláspontunk szerint az alábbi területek kiemelt figyelmet érdemelnek az implementációs munka során.

4.2. Kihívások a refinanszírozás jelenlegi rendszerében

4.2.1. A refinanszírozó hitel sajátosságai

A hazai jelzálogbanki refinanszírozás egyedi struktúrája a következők szerint írható le:

- a jelzáloghiteleket a kereskedelmi bankok nyújtják saját ügyfeleik részére, melynek fedezetéül szolgáló ingatlanon önálló zálogjogot alapítanak saját javukra;
- a hitelnyújtó bank az általa nyújtott jelzáloghitelt folyamatosan a mérlegében tartva a javára bejegyzett önálló zálogjogokat értékesíti a refinanszírozó jelzálogbank részére, amely azokat megvásárolja legfeljebb olyan összegért, amekkora az adott önálló jelzálogjog által fedezett hitel fennálló tőketartozása;
- a kereskedelmi bank az önálló zálogjog eladásával egyidejűleg visszavásárlási megállapodást is köt a jelzálogbankkal, amelyben részletekben vállalja az önálló zálogjog visszavásárlását a jelzálogbanktól legalább olyan részletekben, amilyen ütemezésben az ügyfele a jelzáloghitelt a kereskedelmi bank felé törleszteni köteles;
- az önálló zálogjog visszavásárlási vételára a jelzálogbank követelése a kereskedelmi bankkal szemben, amelynek biztosítéka a *Jht. (1997)* alapján a jelzálogbankot megillető törvényi engedményezés. Ennek alapján a jelzálogbank a kereskedelmi bank nemfizetése vagy fizetéseképtelensége esetén a törvény erejénél fogva az általa eddig refinanszírozott jelzáloghitelek közvetlen jogosultjává válik.

A jelenlegi magyar modellben a refinanszírozó és a refinanszírozott bank közötti ügylet egy alacsony kockázatú, ezért – a *CRR (EU 2013)* által is elismerten³ – alacsony tőkeigényű bankközi hitelműveletként határozható meg, mely alkalmas arra, hogy a jelzáloglevelek szigorú fedezeti rendszerébe is beilleszthető legyen. Ez a refinanszírozás – illeszkedve a kialakításakor meghatározó, lakáscélú állami kamattámogatás transzferjéhez kapcsolódó szabályozói érdekekhez – mikroszinten, azaz minden egyes

³ Lásd az 575/2013/EU rendelet 402. cikk (3) bekezdését

jelzáloghitel szintjén teremt összhangot a refinanszírozott és a refinanszírozó hitelművelet között annak érdekében, hogy a jelzáloglevél útján igénybe vehető állami támogatás valamennyi hitelfelvevő részére teljes összegében elérhetővé váljon. A konstrukció következménye, hogy ahogy a kereskedelmi bank könyveiben az egyes jelzáloghitelek a folyamatos törlesztések folytán hónapról hónapra csökkennek, úgy a jelzálogbank könyveiben az önálló zálogjog kereskedelmi bank általi hónapról hónapra történő rész-visszavásárlása által folyamatosan csökken az önálló zálogjog visszavásárlási vételára is, ami egyben a jelzáloglevél-fedezetek folyamatos amortizációját is eredményezi. A modellben tehát a jelzálogbank refinanszírozó hiteleinek futamideje és törlesztési ütemezése elkerülhetetlenül össze van kötve a refinanszírozott hitelekkel, olyan helyzetet teremtve, mintha a refinanszírozó lenne a közvetlen hitelnnyújtó, így a refinanszírozás portfóliószintű kezelését ezen struktúra nem támogatja⁴. E jellemzője jelentős hatással van a jelzálogbankok mérlegszerkezetére is, hiszen a forrásul szolgáló jelzáloglevelek futamidejétől és törlesztési ütemezésétől elkerülhetetlenül eltérnek a refinanszírozó hitelek, kockázatokat generálva ezzel a jelzálogbanki mérlegekben.

A refinanszírozó hitelek jogi keretrendszerét jelentősen érintette – ezzel fontos átmeneti időszakot eredményezett – a 2014. március 15-én hatályba lépő új Polgári Törvénykönyv (Ptk.), melynek 5:100. §-a az önálló zálogjog helyébe lépően bevezette az un. különvált zálogjog intézményét. A zálogjogi szabályok ilyen lényeges átalakítása azzal az előnyös következménnyel járt a jelzálogbanki refinanszírozásokra, hogy a refinanszírozott bank által ingatlanokon alapított zálogjogok immár nem a refinanszírozás tárgyai voltak (adásvétel jogcímén), hanem annak fedezetek. E változás olyan üzleti modell megvalósítását tette lehetővé, amelyben a jelzálogbank egy „fedezett bankközi ügylet” keretében portfóliószintű refinanszírozási jelzáloghitelt nyújt a refinanszírozott bank részére, amely e hitelművelet fedezetét az ingatlanokon a maga számára megalapított zálogjog-követelésektől történő különválasztásával és azok jelzálogbankra történő átruházásával biztosítja. A különvált zálogjog intézménye azonban nem tudta a hazai jogrendszerben tartósan betölteni ezen szerepét – holott éppen a jelzálogbanki refinanszírozó hitelműveletre tekintettel alakították ki. A zálogjog alapügylettől történő különválasztása ugyanis azzal a kényszerű következménnyel járt, hogy az eredeti kölcsönügylet adósának és a zálogkötelezettnek a feltétlen kapcsolata (az alapításkor fennállt zálogjog járulékosága) megszűnt. Ez pedig a kétszeres teljesítés veszélyének jogi kockázataként jelentkezett, vagyis az adós törlesztése nem járt feltétlen módon együtt a zálogkötelezett felelősségének megszűnésével, mely ugyan az önálló zálogjognak is sajátja, de annak szabályozási keretrendszerében ezt a problémát jobban lehetett kezelni. Erre tekintettel és a zálogjog felszámolási eljárásokban érvényesülő joghatásainak egyértelműsítésének

⁴ Portfóliószintű refinanszírozás már jelenleg is jelen van a hazai piacon, amelynek során a felek egyösszegű és előre meghatározott lejáratú refinanszírozásban állapodnak meg, de ilyen esetben is kezelni kell az önálló zálogjogok visszavásárlási vételárának folyamatos amortizációját ismétlődő zálogjog-adásvételekkel!

igénye miatt is – mintegy 2,5 éves működést követően – kivételre került a különvált zálogjog, helyette 2016. októbertől ismét önálló zálogjog alapon működik a jelzálogbanki refinanszírozás, amellyel visszatért az előbbieken részletesen bemutatott mikroszintű összehangolást eredményező modell.

4.2.2. A refinanszírozó hitelek biztosítéki rendszere

Az Irányelv biztosítékeszközökre vonatkozó szabályozása elsődlegesen az alapértelmezett struktúrára vonatkozik, vagyis arra az esetre, ha a jelzáloglevél kibocsátója egyben a jelzáloghitel nyújtója is. A hazai viszonyokra alkalmazható, kivételnek tekinthető szabályokat – álláspontunk szerint – az *Irányelv (EU 2019a) 9. cikke* („Együttes finanszírozás”) tartalmazza, mely lehetővé teszi, hogy a kibocsátást két vagy több hitelintézet együttesen finanszírozza. Ilyen esetben egy hitelintézet által végzett fedezettkötvény-kibocsátáshoz több hitelintézet von össze fedezeti eszközöket, az összevonás pedig úgy történhet, hogy a hitelnyújtó bank a jelzáloghitel portfólióját vagy értékesíti, vagy a pénzügyi biztosítékokról szóló megállapodás útján (*EC 2002*) biztosítékként ruhazza át a kibocsátó hitelintézetre. Az *Irányelv* célja egyben az is, hogy lehetővé váljon a minél nagyobb kibocsátási volumenek elérése, ezért *Beaumont (2019)* beszámolója alapján kísérletként például elindul a balti országok közös, határokon átnyúló jelzáloglevél-kibocsátási programja.

Mindkét portfólió-átadási technikát már a jelenleg hatályos *Jht. (1997)* rendszerében is felfedezhetjük, hiszen a jelzálogbankok portfólió-vásárlása, valamint banki portfóliók biztosítékként történő átadása melletti refinanszírozása is szabályozott esemény. Ebből a gyakorlat számára domináns megoldás a biztosítékként történő átadás: a hazai jelzálogbankok által nyújtott refinanszírozó források biztosítéka a refinanszírozott jelzáloghitelek engedményezése⁵. Ez a fedezeti pozíció a jelzálogbankokat törvény által biztosítottan illeti meg. Amennyiben tehát a refinanszírozott bank a jelzálogbank felé a refinanszírozásból eredő bármely fizetési kötelezettségét megszegi, vagy enélkül is, ha felszámolását kezdeményezi az MNB, a törvény erejénél fogva bekövetkezik az engedményezés, ezzel a jelzálogbank közvetlen hitelezőjévé válik az általa eddig refinanszírozott jelzáloghitel-ügyleteknek. Az ekként átvett portfólió értékét, valamint a refinanszírozásból fennállt tartozás összegét alapul véve a felek között elszámolási kötelezettség keletkezik, melynek során a portfólió tiszta (értékvesztéssel csökkentett, könyvvizsgáló által jóváhagyott) értékét lehet figyelembe venni. Egy ilyen elszámolás során lehetséges jelzálogbanki veszteségek minimalizálása érdekében törvényi előírás, hogy a refinanszírozó hitel összege sosem haladhatja meg a refinanszírozott hitel összegét.⁶ Mindezek alapján úgy ítéljük meg, hogy a jelenlegi szabályozás az implementáció során megfeleltethető az *Irányelv 9. cikkében* foglaltaknak, így ebben a vonatkozásban az átültetés kötelezően nem eredményez módosítási igényt. Az engedményezés tekintetében érdemes azonban

⁵ Lásd a *Jht. 8. § (6) bekezdését*.

⁶ Lásd a *Jht. 8. § (5) bekezdését*.

részletesebben megvizsgálni annak hatékonyságát. Az egyik legfontosabb kritikai megállapítás, hogy a törvényi engedményezés az egyes kölcsönszerződések tekintetében nem, csak az abból fakadó követelések tekintetében hoz létre jogutódlást, ezért a szerződésátruházás szabályait lenne indokolt alkalmazni. E szükséges szabálmódosítás esetén is azonban a feltételek bekövetkezésekor kötelezővé válik az egyedi jelzáloghitelek jelzálogbanki mérlegbe történő beemelése, amely során az MNB (2020) által elvárt követelmények nem tudnak teljesülni a következők szerint:

- a portfólió átvétele a fedezeti jelleg miatt akkor is meg kell történjen, ha ennek szavatolóttőke-igénye és a kezelésére vonatkozó üzleti terv [a *Hpt. (2013)* szerint e két dolog önálló engedélyezési feltételét képezi egy állományátruházásnak] a jelzálogbanknál nem biztosított;
- tisztán refinanszírozó modellekben működő jelzálogbankoknál tényleges jelzáloghitelezés és a hozzá kapcsolódó követeléskezelés nem történik, így jellemzően sem banküzemi-informatikai, sem szervezeti feltételei nem adóttak egy ilyen állományátvételnek;
- a folyamatban a fogyasztóvédelmi garanciák nem tudnak érvényesülni, hiszen az engedményezés bekövetkezésének időpontjáról⁷ mind a jelzálogbank, mind pedig az érintettek csak utólagosan szereznek tudomást, az ilyenkor elkerülhetetlen egyoldalú szerződésmódosításokkal szemben a hitelfelvevőket megillető díjmentes felmondás joga így nem tud érvényesülni, de még az előzetes tájékoztatás joga sem.

4.2.3. Túlfedezettség megvalósítása

A strukturált értékpapírok tekintetében *Fabozzi et al. (2006)* úgy definiálja a túlfedezettséget, hogy az alapvetően egy belső hitelminőség javítási mechanizmus, amelynek alapelve, hogy az értékpapírok fedezetét jelentő biztosítéki eszközök értéke meghaladja az értékpapírok értékét. Ezzel a struktúrával arra lehet felkészülni, hogy amennyiben egy vagy néhány egyedi hitel egy értékpapír mögött csődbe megy, a fennmaradó biztosítéki eszközök (további hitelek) ugyanúgy biztosítani tudják a kötvénytulajdonosok számára az időben történő kamat és tőkefizetést.

A pooling-modellben azonban a fenti kockázat jellemzően másként jelenik meg. A refinanszírozott kereskedelmi banknak adott esetben a kötelessége ugyanis, hogy a nemteljesítő egyedi ügyfélhiteleket a jelzálogbanktól visszavásárolja, és helyükre újakat adjon. A jelzáloglevél-tulajdonosok számára tehát hitelkockázati szempontból a pooling-modell biztonságosabbnak tekinthető, hiszen míg a közvetlen hitelezésnél a hitelezési veszteség közvetlenül a jelzálogbank mérlegében keletkezik,

⁷ A *Jht. 8. § (6) bekezdése* szerint az engedményezés időpontja „a felszámolás iránti kérelem bírósághoz történő benyújtásának napja”, mely időpont a felszámolási eljárás megindulásáról szóló végzés közzétételekor ismerhető meg.

a pooling-modellben a kereskedelmi bankéban. Ez pedig ugyanazon okok miatt előnyösebb a jelzálogbanknak, mint a kereskedelmi banknak: a végső forrást nyújtó tőkepiac számára továbbra is egy kifogástalan minőségű jelzáloghitel-portfólió lesz a fedezet, így a tőkepiaci befektető ennek megfelelően határozza meg a forrás költségét is.

Fontos emellett, hogy ellentétben egy „klasszikus” értékpapírosítással, ahol adott esetben „látszólag kockázat nélküli” üzlet (*Marsi (2008): 488*) hozható létre a *Király – Nagy (2008)* által bemutatott „originate to distribute” modell értelmében, a pooling-modell önmérséklésre sarkallja a kereskedelmi bankokat is. Ennek oka, hogy hiába helyezi be a kereskedelmi bank a „kétes” értékű jelzáloghiteleket a jelzálogbank fedezeti pooljába, nem valósul meg tényleges adásvétel, így azok nem lesznek a jelzálogbank eszközei, ráadásul akár már a nemteljesítő hitellé válás napján is visszavásárlási kötelezettsége lehet a jelzálogbank felé. A nemteljesítő hitelek állománya tehát az eredeti hitelező kereskedelmi bank mérlegében jelentkezik, prudensebb hitelezési gyakorlatra motiválva őket.

Túlfedezettséget viszont az érdekeltségi rendszerek fentebb összefoglalt megfelelő irányultsága esetén is elvár jelenleg a hitelminősítő, a jövőben pedig a 3.3.1. fejezetben összefoglalt módon a jogszabályalkotó is.

A 3.2.4. fejezetben bemutatott „Együttes finanszírozás” esetében az Irányelv (*EU 2019a*) lehetőséget biztosít arra, hogy a partnerek között az eszközátadás biztosítéki megállapodás útján történjen, tehát a jelenlegi hazai refinanszírozó jelzálogbanki működéshez hasonló módon az eredeti hitel a hitelnyújtó mérlegében maradjon, a jelzálogbank „csak” biztosítéki jogosultságot szerezzen. Az ilyen típusú portfólió-átvétel esetében alapvető kérdés annak megítélése, hogy az átvett eszközök a kibocsátott jelzáloglevelek fedezetének, vagy biztosítékának tekintendő. Amennyiben fedezeti eszköznek tekinthetők, akkor a túlfedezet körében is figyelembe vehetők, amennyiben viszont biztosítéki eszközként azonosíthatók, akkor a jelzáloglevelek fedezeti szintjének teljesítése körében nem kerülhetnek figyelembevételre. Ezen alapvető jelentőségű értelmezési kérdésben mindkét álláspont mellett és ellen lehet érveket felsorakoztatni, de értelmezésünk szerint az együttes finanszírozás esetén ezek a kibocsátó által átvett eszközök a fedezett kötvények fedezeteinek tekinthetők. Ezen értelmezésünk helyességét erősíti az Irányelv Preambulum (21) bekezdésében foglalt indokolás, miszerint „e(E)z lehetővé tenné, hogy egy egyetlen hitelintézet által végzett fedezettkötvény-kibocsátás fedezeti eszközeként több hitelintézet vonjon össze fedezeti eszközöket ...”

A *Jht. (1997)* hatályos szabályozása a refinanszírozás esetében jelenleg csak a refinanszírozott bankkal szembeni követelést tekinti a jelzáloglevelek rendes fedezetének, a refinanszírozott banktól átvett jelzáloghitel-portfóliót biztosítéki eszközként értelmezi. Ez a szabályozás azonban azzal a komoly hátránnyal jár, hogy bármekkora

mértékig növeli is a refinanszírozott bank az általa átadott eszközöket, azaz bármilyen mértékben is haladja meg a biztosítéku átadott jelzáloghitelek mennyisége a kapott refinanszírozó forrást, nem tudnak a kibocsátónál túlfedezettséget eredményezni, mivel közvetlenül nem minősülnek a jelzáloglevelek fedezetének. Emiatt a tisztán refinanszírozást végző jelzálogbankok jelenleg, ha normál működésük során a refinanszírozott partnerbank által folyósított jelzáloghitelek állományából nem képesek túlfedezettséget teljesíteni, a túlfedezettség biztosításához akkor is kötelezően pótlólagos forrásokat kell igénybe venniük, ha a refinanszírozott bank a túlfedezettséget a biztosítéku átadott „többlet”-jelzáloghitel-állománnyal ténylegesen már biztosította. A pótlólagos forrás pedig, jellegénél fogva, nem lehet alacsony költségű jelzáloglevél-forrás, hanem kizárólag tőkéből és/vagy fedezetlen forrásként vonható be, így értelemszerűen költségesebb. A jelenlegi hazai működési környezet ilyen módon indokolatlan többletköltséget generál a jelzálogbankok oldalán, ezzel drágítva a jelzáloghitelezést.

4.3. Lehetőségek a hatékonyságjavításra

4.3.1. A refinanszírozó hitel alternatívája

A JMM-szabályozás kapcsán jelzálogbankok és refinanszírozott intézmények között reálisan merül fel az igény, hogy a refinanszírozás portfóliószinten valósuljon meg, azaz a refinanszírozott intézmény kapjon egyösszegű, hosszú lejáratú finanszírozást a jelzálogbanktól, amellyel a tényleges hitelnyújtók hosszú lejáratú forrásigényüket portfóliószinten kezelik. Egy ilyen bankközi hitelművelet hatékonysága lényegesen javítható azzal, ha a jogalkotó nem egyenkénti önálló zálogjogok vásárlását és visszavásárlását, hanem ún. refinanszírozási jelzáloghitel nyújtását teszi lehetővé. E fogalom már jelenleg is ismert a Jht. (1997) szabályozásban, hiszen a különvált zálogjog fedezete melletti refinanszírozás szabályozása során korábban is ilyen hitelműveletként határozta meg a jogalkotó a jelzálogbankok tevékenységét. E fogalom annyiban korrigálandó, hogy a megújított refinanszírozási jelzáloghitel szabályzásában e hitelezés fedezete – a 4.3.2. pontban írtak szerint – a refinanszírozott hitelek mint követelések jelzálogjoga lehetne.

E javasolt új refinanszírozási jogcímmel kapcsolatban meg kell jegyezni, hogy a *CRR (EU 2013) Negyedik részében* szabályozott „Nagykockázat vállalása” között jelenleg kivételként kizárólag az önálló zálogjog adásvételével történő refinanszírozás szerepel⁸. E szabályozás okán az új modell a nagykockázat-vállalási limitek betartásával bármely bank refinanszírozásában hatékony módszer lehet, e limitek figyelmen kívül hagyásával pedig a bankcsoporton belüli refinanszírozás esetében működhet a nagykockázat-vállalási limitek figyelembevétele nélkül is, ha az érintett bankcsoportban

⁸ Lásd a *CRR 402. cikk (3) bekezdését*.

érvényesíthető a CRR 400. cikk (2) bekezdés c) pontja szerinti⁹ nagykockázat-vállalási korlátozás alóli mentesség. Mivel azonban a javasolt új modell a kockázatvállalás tartalmát tekintve teljes mértékben egyenértékes a jelenlegi modellel, valamint az Irányelv átültetése során jelentkező hatásként uniós szinten is releváns kérdéskörrel van szó, indokoltnak tűnik a CRR-szabályozás korrekcióját kezdeményezni, melyre a 2022. július 8-i hatálybalépésre tekintettel nyílhat reális lehetőség.

4.3.2. A refinanszírozás biztosítéki rendszerének alternatívája

A korábban kifejtett dilemmák alappal vetik fel a biztosítéki szabályok megújítását a refinanszírozásban. Az EU (EC 2002), valamint a Ptk. (2013) vonatkozó rendelkezéseit alapul véve alkalmas biztosíték lehet a refinanszírozás számára az ingatlan-jelzálogjoggal biztosított, refinanszírozott követelések zálogjoga. Ezen új fedezeti szabályozás során – hasonlóan a Jht. (1997) mai engedményezési szabályaihoz – továbbra is indokolt nem szerződéssel, hanem a Ptk. (2013) alapján törvényi rendelkezéssel e jelzálogjogokat megalapítani, melyek létrejöttéhez azonban a hitelbiztosítéki nyilvántartásba történő bejegyzés is szükséges. E követelésen alapított jelzálogjogok bejegyzésére a Ptk. (2013) alapján körülírással is sor kerülhet, azaz nem minden egyes fedezetül átadott jelzáloghitelre külön-külön, hanem a refinanszírozási együttműködés során létrejövő valamennyi jelzáloghitelre együttesen kiterjedve kerülhetne sor a bejegyzésre. E jogi megoldás megfelelőségéhez tisztázni szükséges, hogy lehet-e követelésen alapított jelzálogjogot szabályszerűen megalapítani a refinanszírozási együttműködés megkezdésekor a jövőre nézve, hisz ez biztosítana működőképes struktúrát a tömeges jelzáloghitel-követelések elzalogosításához és ezáltal a hatékony refinanszírozáshoz. A jövőbeliség mind a refinanszírozó hitel, azaz a biztosított követelés, mind pedig a biztosítékul adott jelzáloghitel-követelés tekintetében vizsgálandó, hiszen az ideális modellben a bejegyzés pillanatában még egyik sem létezik. A biztosított követelés tekintetében a Ptk. 5:89. § (5) bekezdésére¹⁰ alapítottan helyesnek tartjuk azon álláspontot, miszerint „... akkor is létrejön a zálogjog, ha a zálogszerződés megkötésekor még nem áll fenn az a kötelmi jogviszony, amelyből utóbb a jövőbeli követelés ered. A követelés, illetve a jogviszony valamilyen módon azonban ebben az esetben is azonosítható kell, hogy legyen. [...] Ez azt jelenti, hogy legalább az alapjogviszony alanyainak és jogcímének (pl. kölcsön) ismertnek kell lennie.” (Bodzási 2015:555). Emellett oszthatjuk azon álláspontot is, hogy „(J)övőbeni követelések zálogjoggal való biztosítására nemcsak szerződéses zálogjog, hanem törvényes zálogjog esetén is sor kerülhet” (Bodzási 2015:556). A bizto-

⁹ [Az illetékes hatóságok teljesen vagy részlegesen mentesíthetik a következő kitételeket:] „c) az intézménynek az anyavállalatával, annak más leányvállalataival vagy saját leányvállalataival szembeni kitétségei – beleértve a részesedéseket vagy más tulajdonformákat is –, amennyiben az érintett vállalatokra ennek a rendeletnek, a 2002/87/EK irányelvnek vagy harmadik országban hatályos egyenértékű normáknak megfelelő olyan összevont alapú felügyelet vonatkozik, amelybe az intézmény maga is beletartozik;”

¹⁰ „A zálogjoggal biztosított követelést annak azonosítására alkalmas módon – az alapul fekvő egy vagy több jogviszonyra utalással és az összeg meghatározásával vagy a biztosított követelés azonosítására alkalmas más hasonló módon – kell meghatározni. A meghatározás magában foglalhat olyan követelést is, amely még nem jött létre.”

sítékel adott jelzáloghitel-követelések jövőbelisége szintén nem akadály a javasolt elzálogosításnak, hiszen Vékás – Gárdos (2014) szerint „a(A)z ingó dolgon, jogon vagy követelésen alapított jelzálogjog esetében [...] – e vagyontárgyak természetéből és a hitelbiztosítéki nyilvántartás jellegéből következően – a jelzálogjog bejegyzésére sor kerülhet akkor is, ha a zálogtárgyként megjelölt vagyontárgy nem is létezik, nincs a zálogkötelezett tulajdonában, vagy a zálogkötelezettet egyébként nem illeti meg rendelkezési jog felette (5:112. §). Ezért a zálogjog fennállása kapcsán, vita esetén önállóan vizsgálendő kérdés, hogy a zálogkötelezett tulajdonosa volt-e az adott vagyontárgynak. Ha ez a feltétel nem áll fenn, akkor a zálogjog – az azt alapító ügylet megvalósulása ellenére – nem jöhet létre. Nem feltétlenül szükséges azonban, hogy e feltétel már a zálogjog megalapításakor fennálljon; jelzálogjog alapítására, ingatlanok és egyéb lajstromozott vagyontárgyak kivételével, jövőben megszerzendő dolgok tekintetében is sor kerülhet, és a zálogjog akkor is létrejön, ha a zálogkötelezett a zálogjog megalapítását követően szerzi meg a zálogtárgy tulajdonjogát.”

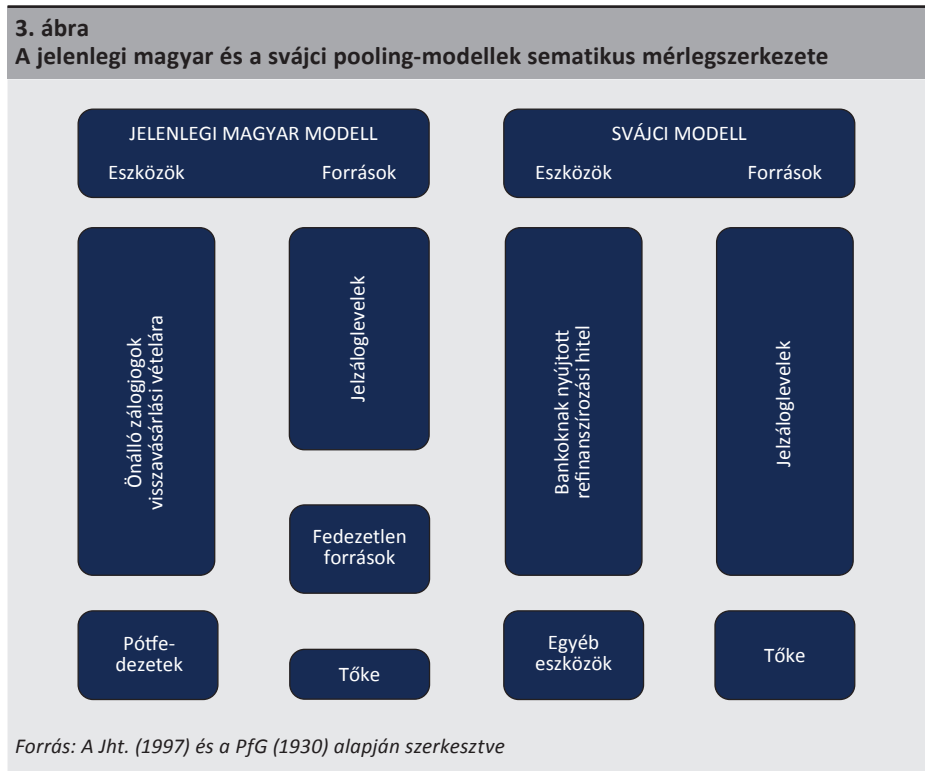
Ennek alapján egy gyakorlatban is jól működtethető biztosítéki szabályozás hozható létre, ahol a refinanszírozott bank által a jelzálogbank részére a refinanszírozási együttműködés teljes időtartama alatt fedezetként felajánlandó jelzáloghitelek tekintetében a Jht. (1997) követelésen alapított jelzálogjogot hozna létre, melynek hitelbiztosítéki nyilvántartásba körülírással történő bejegyzésére refinanszírozott bankként kerülhet sor a refinanszírozás együttműködési szerződés alapján, még a refinanszírozás megkezdése előtt. E fedezeti struktúra az alábbi lényeges előnyökkel járhat:

- A követelésen alapított jelzálogjog hitelbiztosítéki nyilvántartásba való bejegyzése által, a Jht. (1997) alapján a törvény erejénél fogva az elzálogosított követelés fedezetéül megalapított, *ingatlant terhelő jelzálogjog tekintetében a jelzálogbank javára alzálogjog jön létre*. Ezen alzálogjog létrejöttéhez nincs szükség külön zálogszerződés megkötésére vagy – önálló zálogjog esetében – zálogjog-átruházásra, az alzálogjog a jelzálogbank javára törvényes zálogjogként létrejön.
- Az engedményezéssel ellentétben a zálogjog megnyíltakor, vagyis a refinanszírozott bank nemfizetése, fizetéseképtelensége vagy szanálása esetén a zálogjogosult jelzálogbanknak nem kell – és nem is lehet – a zálogtárgy, azaz a követelések tulajdonjogát megszerezni, vagyis nem kell bonyolult állományátruházási folyamatot lebonyolítani.
- Az engedményezéssel kötelezően együtt járó azonnali elszámolási kötelezettség helyett – amikor a jelzálogbank mint vevő által átvett állomány átvételkori tiszta értékét kell összevetni a refinanszírozásból származó követelés összegével, ami veszteséggel járhat – a jelzálogbank a javára elzálogosított jelzáloghitel-állomány aktuális tiszta értékét a zálogjog megnyílásakor nem kell vizsgálja és prompt elszámolási kötelezettség sem terheli, így a veszteségkockázat is mérsékelhető.

4.3.3. A jelzáloglevelek fedezeti rendszere

A jelzáloglevelek fedezeti rendszerét illető dilemma feloldásának céljával több európai jelzáloglevél piacot vizsgáltunk, amelyeket legátfogóbb módon *Kemmish et al. (2017)* mutat be. Leginkább hatékonyak és egyszerűnek, tehát szemléltetés céljából tisztának és érthetőnek pedig az EU-n kívüli jelzáloglevél-piacok legnagyobbját, a svájci piacot találtuk (3. ábra), amely *Kullig et al. (2019)* szerint mintegy 119 milliárd EUR méretű volt 2018 év végén.

Svájcban a pooling-modell szerint működő jelzálogbankok bocsáthatnak ki egyedül „Pfandbrief”-et, ami egy védett márkájú jelzáloglevél.



Bossert (2008) összefoglalója alapján a svájci Pfandbrief fedezete a nyújtott refinanszírozási hitel, biztosítéka pedig a kereskedelmi bank jelzáloghitelének zálogjoga, amely azt biztosítja, hogy a kereskedelmi bank nemfizetése esetén az ügyfeleknek nyújtott hitelek kikerülnek a kereskedelmi bank csődvagyonából, és átkerülnek a jelzálogbankhoz.

A svájci megoldás tehát – szó szerint értelmezve a fedezet és a biztosíték fogalmát – azt jelenti, hogy a jelzáloglevél fedezete a nyújtott refinanszírozási hitel, míg

a jelzáloglevél biztosítéka az elzálogosított jelzáloghitel. Az overcollateralisation, azaz a túlbiztosítotttság pedig azt az elvárást jelenti, hogy mindenkor több elzálogosított jelzáloghitel kell, hogy legyen a jelzálogbank nyilvántartásaiban, mint amennyi refinanszírozó hitelt nyújtott (4. ábra). Ez a rendszer lehetővé teszi a költségmentes „OC”-generálást (nincs szükség drága, fedezetlen forrásból vagy még drágább tőkéből államkötvény vagy egyéb pótfedezet vásárlására). Fontos kiemelni azonban, hogy az ebben a modellben létrejövő „OC” nem a kibocsátó mérlegében szereplő eszközökből áll, hanem a részére biztosítékként átadott eszközökből, vagyis mérleg alatti túlbiztosítotttságot eredményez, a túlfedezettséggel szembeni elvárás viszont az, hogy a túlfedezet a kibocsátó fizetéseképtelenségének esetére biztosítson többletértéket, ami a jelenlegi hazai szabályozásban a jelzálogbank mérlegén belüli túlbiztosítotttságot jelent. Ennek okán felmerül a kérdés, hogy egy svájci mintára felépített, tisztán refinanszírozó jelzálogbanki modell képes-e a jelzálogbank fizetéseképtelensége esetére is a befektetők védelmét biztosítani, hiszen egy olyan jelzálogbanki csőd esetén, amikor a kereskedelmi bank rendben teljesít, a túlfedezettséget biztosító eszközök nem lennének elérhetőek a jelzáloglevél-befektetők számára.

A vizsgált svájci modell egy másik eleme azonban megoldást nyújt erre. A jelzálogbank mérlegének eszköz oldalán a *PfG (1930)* alapján kizárólag a refinanszírozó, fedezett bankközi hitelek vannak, míg forrás oldalán kizárólag jelzáloglevelek (a bank saját tőkéjét és annak megfelelően szabályozott módon likvid eszközökbe történő befektetését nem számítva). Ezek a hitelek, szintén a *PfG (1930)* alapján, lejáratukban, összegükben kötelezően össze vannak hangolva a jelzáloglevelekkel, így a jelzálogbank lényegében piaci kockázatokat nem fut. Ezen két kritérium teljesülésével pedig a szabályozási környezet garantálja, hogy a jelzálogbank önmagában ne tudjon fizetéseképtelenné válni a jelzáloglevél-befektetők felé, hiszen ez kizárólag akkor történhet meg, ha egy refinanszírozott bank csődbe menne. Erre az esetre viszont a túlfedezet körében figyelembe vett biztosítékok – vagyis az elzálogosított jelzáloghitelek – tekintetében a zálogjogok már megnyílnának, vagyis e biztosítékok már a jelzálogbank jelzálogleveleinek fedezetét képeznék.

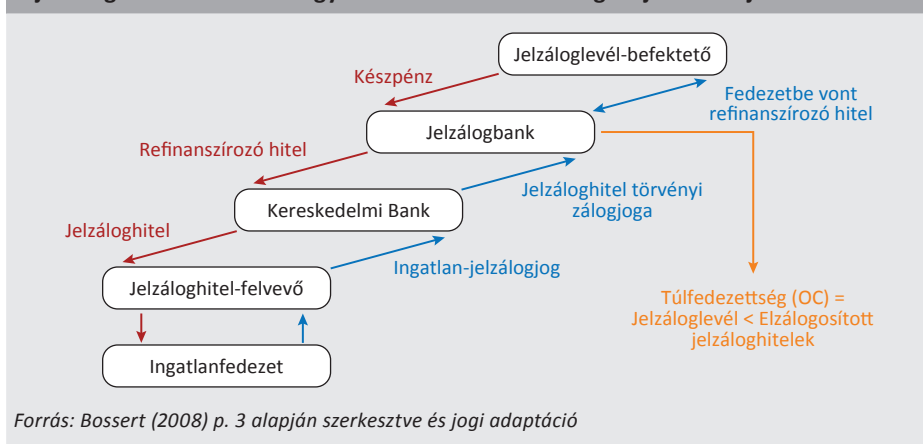
Svájc, nem EU tagállamként, nem része az európai bankszabályozási keretrendszernek, de szabályozási elveit és működési tapasztalatait – az általa képviselt magas minőségre is tekintettel – az implementációs munka során indokolt figyelembe venni. A keretszabályok azonban elég tágak ahhoz, hogy egy hasonló rendszer az EU-ban is működni tudjon. A finn szabályozás [*KLPL (2010)*, angol fordítása: *CBA (2010)*] például ismeri az „intermediary credit” fogalmát, amely egy jelzálogbank által, jelzáloghitelek fedezete mellett nyújtott kölcsön. A *KLPL (2010) 16. §* alapján az „intermediary credit” adósa által a jelzáloglevelek fedezetének felajánlott jelzáloghitelek teljes összege mindig meg kell, hogy haladja az „intermediary credit” tőkeösszegét. Ez jellegében és működését tekintve a svájci pooling-modell működési elvével egyenértékes. A finn példa esetében ugyanis, a *KLPL (2010) 12. §* értelmében kizárólag jelzáloghitelek, a közsférának nyújtott hitelek, illetve pótfedezetek lehet-

nek a jelzáloglevelek fedezetei, így szükségszerűen elválik egymástól a mérlegben megjelenő „intermediary credit” és a jelzáloglevelek fedezete.

A fentiekben kifejtett, szinte „laboratóriumi tisztaságú” svájci példával bemutattott, és az EU keretein belül működő finn példával megerősített szabályozási elvet indokoltan tartjuk az implementáció során megfontolni, és a részletszabályokra kiterjedő szakmai viták keretében kimunkálni. Ehhez az Irányelv „hozzáigazítási követelmények” definíciója és a hozzá rendelt szabályozás megfelelő támpontot nyújt. Az újító szabályozás eredményeként a fedezett kötvénnyel finanszírozott jelzáloghitelek tekintetében egyszerűen elegendő lenne a túlfedezetet megképezni. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy egy ilyen szabályozói lépés nem vezethet – még potenciálisan sem – a jelzáloglevelek leértékelődéséhez, ezért, kiemelt felügyeleti kontroll mellett, a modell valamennyi követelményét teljesítő jelzálogbankok tekintetében látjuk bevezethetőnek ezen túlfedezetségi elvet. Ehhez pedig szabályozói és engedélyezési/felügyelési szempontból is világosan javasoljuk megkülönböztetni a tisztán refinanszírozást végző jelzálogbankokat a saját hitelezést vagy ilyen hitelezést is végző jelzálogbankoktól, melyekre egyes kérdésekben – így a túlfedezetségekben is – eltérő szabályokat lehet érvényesíteni. Megítélésünk szerint a „tisztán refinanszírozó jelzálogbank” státusz törvényi követelményei (eszköz és forrásoldali korlátozások, valamint ezek kötelező összehangoltsága) az új szabályozásban rögzíthető, mely követelmények teljesítését külön hatósági engedélyezési eljárásban az MNB mint engedélyező hatóság állapítaná meg, és folyamatos teljesítését felügyelni lenne köteles. E megoldás az eddig jól működő és a továbbiakban is megőrzendő modell mellett létrehozna egy olyan alternatívát, mely a hazai jelzáloglevél-piac fejlődését jól szolgálhatná úgy, hogy a jelzáloglevelek fedezeti biztonságát a jelenlegivel azonos szinten biztosítaná, a befektetők bizalmát, biztonságát is megerősítve.

4. ábra

A jelzáloglevél-befektető négyeszeres fedezeti biztonsága a javasolt új modellben



Forrás: Bossert (2008) p. 3 alapján szerkesztve és jogi adaptáció

5. Összefoglaló

Az új Irányelv, valamint a hozzá kapcsolódó CRR-módosítás részletes elemzésével és a hazai modell gyakorlati tapasztalatainak felhasználásával arra a következtetésre jutottunk, hogy egy olyan alternatív refinanszírozási modell is meghatározható az implementáció során a Jht. keretei között Magyarországon, amely a jelenlegi, jól működő modell megtartásával, annak szabadon választható alternatívájaként a következőképpen foglalható össze:

- a refinanszírozó jelzálogbank által üzletszerűen végzett hitelművelet: refinanszírozási jelzáloghitel nyújtása a vele együttműködési szerződésben álló és az ügyfelei felé jelzáloghitelezési tevékenységet végző hitelintézetnek;
- a refinanszírozási jelzáloghitelek fedezete a refinanszírozott hitelintézet által nyújtott, és a CRR-módosítás, valamint az Irányelv által a fedezeti eszközökkel szemben támasztott követelményeknek mindenben megfelelő jelzáloghitelek jelzálogjoga, mely követelést terhelő jelzálogjogot a Jht. törvényi zálogjogként alapítja meg a jelzálogbankok javára, és amelyet körülírással jegyeznek be a hitelbiztosítéki nyilvántartásba. E zálogjog megnyílásának kötelező esete kell legyen nem csupán a zálogkötelezett nemfizetése, hanem fizetéseképtelenségi vagy szanálási eljárás alá kerülése is.

A refinanszírozás fentiek szerinti alternatívája már bevezetése pillanatában alkalmas lehet a refinanszírozások hatékony lebonyolítására azzal a korlátozással, hogy bankcsoporton kívüli intézmények között a nagykockázat-vállalási limit keretei között, bankcsoporton belül e korlátozástól mentesen működhet. A nem bankcsoportú intézmények refinanszírozása körében az új modell teljes mértékben azonos kockázatú ügylet lenne, mint a jelenleg a *CRR (EU 2013)* szerint kivételként meghatározott jelenlegi modell, így a nagykockázat-vállalása alóli egyedi kivétel kibővítése érdekében megítélésünk szerint alappal lenne kezdeményezhető a CRR-módosítása.

A tanulmány másik lényeges következtetése, hogy tisztán refinanszírozó jelzálogbank esetén a jelzáloglevelek fedezeti rendszerét lehetséges speciálisan szabályozni, szükségszerűen figyelembe véve e modell egyedi vonásait, kiváltképpen azt a körülményt, hogy a kibocsátó jelzálogbank ilyen esetben speciális közvetítő, aki partnerbankjai jelzáloghiteleit értékpapírosítja hosszú lejáratú jelzáloglevéllel e bankok javára. A jelenlegi működési környezetben a refinanszírozó jelzálogbankok normál működésük során rendes fedezetből túlfedezettséget nem képesek képezni, ezért költséghatékonysági okokból a jogszabályi korrekciók lehetőségének vizsgálata indokolt. A kizárólag refinanszírozást végző jelzálogbankokban tehát a refinanszírozott hitelintézet eszközei kerülnek értékpapírosításra, ha a refinanszírozó jelzálogbank mérlegében nem is, de a fedezeti könyvben megképződik az a túlfedezet, amely magas szinten képes garantálni a befektetők biztonságát. Ennek megfelelően az ilyen

– külön altípusként meghatározható – jelzálogbankokban a jelzáloglevél fedezeti rendszerét kétrétegűen indokolt szabályozni, ahol az első réteg a jelzálogbank mérlegében megjelenő eszközök (döntően a refinanszírozási jelzáloghitelek), amelyekkel szemben a törvényi elvárás az kell legyen, hogy minden pillanatban legalább egyezzenek meg névértéken a forgalomban levő jelzáloglevelek névértékével. A második fedezeti réteg a refinanszírozási jelzáloghitelek biztosítékai, vagyis a refinanszírozott bank által elzálogosított vagy engedményezéssel átadott jelzáloghitelei, melyekből eredő tőke- és kamatkövetelések a túlfedezettségi elvárás szerinti mértékben meg kell haladják a refinanszírozási jelzáloghitelek tőke- és kamatösszegét. Egy ilyen új modellnél garanciális elemnek tekintjük, hogy a kibocsátó jelzálogbank fizetési képességének kockázata minimalizált legyen, ami a nyújtott refinanszírozó hitelek és a kibocsátott jelzáloglevelek kötelező összehangjában és e követelmények felügyeleti kontrolljában határozható meg.

Felhasznált irodalom

Beaumont, J. (2019). *Covered bond harmonisation: a milestone reached*. European Covered Bond Council. <https://hypo.org/ecbc/publication-news/covered-bond-harmonisation-a-milestone-reached-2/>. Letöltés ideje: 2020. március 5.

Bodzási Balázs (2015): *Feltételes vagy jövőbeli követelések zálogjoggal való biztosítása*. Magyar Jog, 62(10): 549–556.

Bossert, A. (2008): *Swiss Pfandbrief – Rock solid*. Credit Suisse Swiss Institutional Credit Research. [https://pfandbriefbank.ch/sites/de/assets/File/Research_Berichte/20080613%20Swiss%20Pfandbrief%20-%20Rock%20solid%20\(Credit%20Suisse%20AG\).pdf](https://pfandbriefbank.ch/sites/de/assets/File/Research_Berichte/20080613%20Swiss%20Pfandbrief%20-%20Rock%20solid%20(Credit%20Suisse%20AG).pdf). Letöltés ideje: 2020. március 2.

CBA (2010): *Covered Bond Act (688/2010, CBA)*. Finnish Covered Bond Act. http://www.ecbc.eu/legislations/15/CBA+688_2010+English+translation.pdf. Letöltés ideje: 2020. július 12.

EC (2002): *Az Európai Parlament és a Tanács 2002/47/EK irányelve (2002. június 6.) a pénzügyi biztosítékokról szóló megállapodásokról*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hu/ALL/?uri=CELEX:32002L0047>. Letöltés ideje: 2020. március 6.

EC (2009): *Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009. július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=celex%3A32009L0065>. Letöltés ideje: 2020. február 26.

ERKT (2012): *Az Európai Rendszerkockázati Testület ERKT/2012/2 ajánlása a hitelintézetek finanszírozásáról*. <https://op.europa.eu/hu/publication-detail/-/publication/444654c7-acc9-11e2-ab01-01aa75ed71a1>. Letöltés ideje: 2020. március 1.

- EU (2013): *Az Európai Parlament és Tanács hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről szóló 575/2013/EU rendelet*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hu/TXT/?uri=celex%3A32013R0575>. Letöltés ideje: 2019. december 13.
- EU (2017): *Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és az 1060/2009/EK és a 648/2012/EU rendelet módosításáról*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX%3A32017R2402>. Letöltés ideje: 2020. március 7.
- EU (2019a): *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*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32019L2162>. Letöltés ideje: 2020. január 27.
- EU (2019b): *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*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32019R2160>. Letöltés ideje: 2020. január 27.
- Fabozzi, F.J. – Davis, H.A. – Choudhry, M. (2006): *Introduction to Structured Finance*. 1st ed. Hoboken, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Fóriánné Horváth Margit (2019): *Jelzálog-hitelintézetek*. In: Kovács Tamás – Szóka Károly – Varga József (szerk.): *Pénzügyi intézményrendszer Magyarországon 2019*. Soproni Egyetem Kiadó, Sopron, pp. 131–159. https://doi.org/10.35511%2F978-963-334-336-4%2FForianne_131-159
- Hpt. (2013): *2013. évi CCXXXVII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról*. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1300237.tv>. Letöltés ideje: 2020. február 15.
- Jht. (1997): *1997. évi XXX. törvény a jelzálog-hitelintézetről és a jelzáloglevélről*. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=99700030.tv>. Letöltés ideje: 2020. február 15.
- JMM (2015): *20/2015. (VI. 29.) MNB rendelet a hitelintézetek forint lejáratí összhangjának szabályozásáról*. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1500020.mnb>. Letöltés ideje: 2020. február 18.
- Kemmish, R. – Wilkinson, C. – Andruszkiewicz, O. (2017): *Covered Bonds in the European Union: Harmonisation of legal frameworks and market behaviours*. European Union. <http://dx.doi.org/10.2874/49580>

- Király Júlia – Nagy Márton (2008): *Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok*. Hitelintézeti Szemle, 7(5): 450–482.
- KLPL (2010): *Laki kiinnitysluottopankkitoiminnasta (KLPL) 688/2010*. <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2010/20100688>. Letöltés ideje: 2020. július 12.
- Kovács György (2004): *A jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés problémái történeti megközelítésben*. In: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. Szeged: JATEPress, pp. 110–136.
- Kullig, S. – Westig, D. – Bertalot, L. – Vazitari, C. – Johnson, J. – Garrido, S. (2019): *ECBC: European Covered Bond Fact Book 2019*. European Mortgage Federation-European Covered Bond Council. Brüsszel.
- Marsi Erika (2008): *Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről*. Hitelintézeti Szemle, 7(5): 483–490.
- MNB (2015): *Jelzáloglevelek kibocsátásával válik biztonságosabbá a finanszírozás*. Sajtóközlemény, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2015-evi-sajtokozlomenyek/jelzaloglevelek-kibocsatasaval-valik-biztonsagosabba-a-finanszirozás>. Letöltés ideje: 2020. március 10.
- MNB (2016): *Makroprudenciális jelentés – 2016 október*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/makroprudencialis-jelentes-hu.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 10.
- MNB (2017): *Makroprudenciális jelentés – 2017 december*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/makroprudencialis-jelentes-2017.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 10.
- MNB (2018): *Makroprudenciális jelentés – 2018*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/makroprudencialis-jelentes-2018.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 10.
- MNB (2020): *Vezetői körlevél a pénzügyi intézmények közötti állományátruházás, a pénzügyi intézmények egyesülése és a pénzügyi intézmények alapvető informatikai rendszereinek cseréje esetén elvárt prudenciális, fogyasztóvédelmi és informatikai elvekről*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest. <https://www.mnb.hu/letoltes/vezetoi-korlevel-20200212.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 4.
- Papp Mónika (2005): *A jelzáloglevél alapú finanszírozás helyzete Magyarországon pénzügyi stabilitási szempontból*. MNB Műhelytanulmány 36, Magyar Nemzeti Bank.
- PfG (1930): *Pfandbriefgesetz*. <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/19300030/index.html>. Letöltés ideje: 2020. május 27.
- Ptk. (2013): *2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről*. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1300005.tv>. Letöltés ideje: 2020. február 15.

- Stöcker, O. (2011): *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*. Housing Finance International, Winter 2011, pp. 32–40. <https://www.housingfinance.org/wp-content/uploads/2020/03/HFI-4-2011.pdf>. Letöltés ideje: 2019 november 22.
- Tóth Tamás (2017): *Fedezett kötvények*. Magyar Nemzeti Bank Oktatási Füzetek 13, pp. 1–40. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-oktata-si-fu-zetek-13-0522-fedezett-kotvenyek.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 4.
- Vékás Lajos – Gárdos Péter (2014): *Kommentár a Polgári Törvénykönyvhöz: Kommentár a Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvényhez*, Wolters Kluwer.
- Vincze Judit (2002): *A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai*. Hitelintézeti Szemle, 1(3): 61–80.