

FEDEZETT KÖTVÉNYEK

- A számvitelről szóló [2000. évi C. törvény](#) szerint a pénzügyi instrumentum olyan szerződéses megállapodás, amelynek eredményeként az egyik félnél pénzügyi eszköz, a másik félnél pénzügyi kötelezettség vagy saját tőke (tőkeinstrumentum) keletkezik. Így különösen: a szerződéses megállapodáson alapuló követelés és kötelezettség, a pénzeszköz, az értékpapír (hitelviszonyt megtestesítő értékpapír és tulajdoni részesedést jelentő befektetés), a származékos ügylet.
- A pénzügyi instrumentumok alapvető típusai ([KPMG, 2016 & Fernando, 2021](#)):
 - Elsődleges instrumentumok, pl. részvények, kötvények, hitelek, betétek, vevőkövetelések, szállítói kötelezettségek.
 - Származékos termékek (derivatívák), amelyek értéke egy másik eszköz értékétől függ, abból származik. Pénzügyi rendezésükre a jövőben kerül sor. Az ez idő alatt végbe menő értékváltozáson lehet nyereséget elérni.
- Magyarországon az [1997. évi XXX. törvény](#) szól a jelzálog-hitelintézetekről és a jelzáloglevelekről.

Az Infojegyzet a fedezett kötvényekre vonatkozó és egyéb, a pénzügyi közvetítőrendszerrel érintő jogharmonizációt megvalósító [T/15973. törvényjavaslat](#)hoz készült. Ennek kapcsán mutatja be röviden a fedezett kötvényeket, beleértve azok szerepét a pénzügyi rendszerben. Ismerteti továbbá a törvényjavaslat által átültetésre kerülő [2019/2162](#) európai parlamenti és tanácsi irányelvet.

A fedezett kötvények kialakulása

A fedezett kötvény az egyik legnagyobb múltra visszatekintő pénzügyi eszköz Európában. Először II. Frigyes porosz király vezette be a hétéves háború (1756–1763) után. Kibocsátásukból a városok újjáépítését és a mezőgazdaság beindítását kívánta finanszírozni, amihez Poroszországnak nem volt elég tőkéje. A nemzetközi tőke bevonzásához egy jogilag kellően szabályozott és biztonságos konstrukcióra volt szükség.

Később több másik európai országban is népszerűek lettek ezek a kötvények, főleg építkezések finanszírozására, például az 1795-ös koppenhágai tüzvész után, de III. Napóleon (köztársasági elnök: 1848–1852, császár: 1852–1870) alatt Franciaországban is elkezdtek terjedni ([Bertalot, 2019](#)). Magyarországon intézményi befektetők számára 1998-ban, a lakosság számára pedig 2001-ben lettek elérhetőek ([Takarék Jelzálogbank \(a\)](#)). Érdekesség, hogy az Egyesült Államokban csak a 2008-as világgazdasági válság után kezdtek elterjedni ([Bertalot, 2019](#)).

A fedezett kötvények mára az egyik lesikeresebb és legbiztonságosabb pénzügyi instrumentummá váltak. Globális piacuk meghaladja a 2,7 ezer milliárd eurót, aminek legnagyobb része Európához köthető (European Mortgage Federation - European Covered Bond Council ([ECBC](#)), 2020).

MIK A FEDEZETT KÖTVÉNYEK?

A fedezett kötvényeknek (covered bonds/ mortgage bonds) nincs egységes nemzetközi elnevezése vagy definíciója. A magyar szaknyelvben inkább jelzáloglevélként ismertek, bár bizonyos más országokban használatos meghatározások ennél a magyar fogalomnál tágabbak lehetnek. A fedezett kötvények esetében olyan hitelviszonyt megtestesítő pénzügyi instrumentumokról (lásd a baloldali kiemelést) van szó, amelyek esetében a kibocsátó hitelintézet az általa felvett hitel mögé más pénzügyi eszközöket állít fedezetként. Magyarországon törvényi előírás, hogy jelzáloglevelet csak jelzálog-hitelintézet bocsáthat ki. A fedezetként szolgáló eszközök elsősorban szintén hitelek. Lehetnek lakossági, kereskedelmi vagy üzleti ingatlanok jelzáloghitelei, illetve a közszférának (szuverén entitások, régiós/szövetségi állami intézmények, önkormányzatok, szupranacionális intézmények) nyújtott hitelek. Ezen felül más, szigorú kritériumoknak megfelelő biztonságos eszközök is elfogadhatók bizonyos hányadig, mint helyettesítő eszközök, amik a

kötvények lejáratakor segíthetnek forrásokat felszabadítani a kibocsátó (a hitelfelvevő bank) számára, illetve rugalmasabbá teszik a hitel mögötti fedezeti halmaz kezelését (Papp, 2005 & Tóth, 2017). A fedezeti halmaz rugalmas kezelésére például akkor lehet szükség, ha a benne lévő egyik hitelt előtörlesztik, vagy nem tudják visszafizetni (Kenton, 2020).

A fedezetként szolgáló hitelek egyrészt a belőlük befolyó kamatok összegéből fedezik a jelzáloglevél kamatát, másrészt pedig biztosítékkul szolgálnak a hitelező számára arra az esetre, ha a hitelfelvevő bank fizetésképtelenné válna (Kenton, 2020). Tehát **a jelzáloglevelek tulajdonosainak kettős követelése áll fenn kibocsátóval szemben**. Ráadásul a **jelzáloglevél tulajdonosok követelése elsőbbséget élveznek** a bank többi hitelezőjének követelésével szemben, ami egy bankcsőd utáni kártalanítás esetén kifejezetten nagy biztonságot nyújt. A jelzáloglevelek biztonságosságát tovább erősíti, hogy a mögötte lévő megfelelő mértékű fedezetet független ellenőr igazolja (Fawley és Juvenal, 2012).

A kibocsátási struktúrák tekintetében elmondható, hogy **több kibocsátási modell** is létezik, de általában egy országra egy jellemző. Egy, a Magyar Nemzeti Bank által kiadott 2017-es elemzés három, tágabb értelemben vett struktúrát különböztet meg (Tóth, 2017):

- **Különálló finanszírozási intézmény közbeiktatása** esetén egy olyan különálló intézmény bocsát ki kötvényeket, amelyet az anyabank irányít, de mérlege csak fedezett kötvényekből és a fedezeti eszközökből áll.
- **Fedezett kötvény kibocsátására szakosított hitelintézet** esetén olyan bankról beszélhetünk, amely kifejezetten a jelzáloglevelek szegmensére szakosodott. Hitelezési tevékenysége jogilag a jelzáloghitelekre és a közszférának adott kölcsönökre korlátozódik, egyéb eszközök csak meghatározott mértékben fordulhatnak elő a mérlegében.
- **Közös kibocsátás** esetén több hitelintézet eszközei adják a fedezetet. A jelzáloglevél kibocsátó intézmény jogilag különálló a hitelekkel nyújtó bankoktól.

A FEDEZETT KÖTVÉNYEK SZEREPE

Biztonság és hatékonyság

A fedezett kötvények a **kibocsátók és a hitelezők számára egyaránt szolgálnak előnyökkel**:

- A **kibocsátó pénzügyi intézeteknek segítenek új forrásokat bevonni** üzleti tevékenységük bővítésére, például további jelzáloghitelek kihelyezésére, ami pedig az ország gazdaságát is bővíti. Mindezt ráadásul **költséghatékonyan** teszik, hiszen olcsóbb finanszírozási formát kínálnak a fedezetlen kötvényeknél, amik esetében a hitelezők által vállalt magasabb kockázatok nagyobb kamatok fizetését teszik szükségessé a kibocsátó részéről. A fedezett kötvények továbbá a **bankok által felvett más hitelekhez képest páratlanul hosszú lejárat-tal rendelkeznek**, így jó lehetőséget nyújtanak a bankok által nyújtott szintén hosszú távú jelzáloghitelek vagy közszférának nyújtott hitelek finanszírozására (Papp, 2005 & Tóth, 2017 & Kenton, 2020).
- Ezek a kötvények **vásárlóiknak pedig egy az állampapíroknál általában magasabb hozamot biztosító, mégis a hasonló eszközkhöz képest biztonságos befektetési lehetőséget jelentenek** (Takarék Jelzálogbank (b)).

Pont **biztonságossága és jövedelmezősége miatt nyert egyre nagyobb állami támogatottságot ez a konstrukció az Egyesült Államokban a 2008-ban kitört világgazdasági válság után**, amikor is megalkották azt a szabályozási környezetet, ami lehetővé tette a fedezett kötvények elterjedését, bár azóta sem beszélhetünk robbanásszerű növekedésről (Fawley és Juvenal, 2012 & ECBC, 2020 & Kenton, 2020).

A fedezett kötvények támogatására az motíválta a szabályozókat, hogy a gazdasági válság kirobbanásában jelentős szerepet játszó eszközfedezetű értékpapírok (asset-backed securities) mellé egy hasonló, de biztonságosabb alternatívát állítsanak. Több különbség is

van a két instrumentum között, de a kockázatoság szempontjából leginkább azt érdemes kiemelni, hogy míg az eszközfedezetű értékpapírok esetében a fedezetül szolgáló eszközök a kibocsátó pénzintézet mérlegén kívül kerülnek, addig a fedezett kötvények esetében azon belül maradnak. Tehát fedezett kötvények kibocsátásakor a kibocsátó ki van téve a mögöttes eszközök kockázatának, vagyis kevésbé valószínű, hogy kockázatos hiteleket nyújt és próbálja utána azokat értékesíteni. Viszont az eszközfedezetű értékpapíroknak is meg vannak a maguk előnyei, például a fedezett kötvényeknél nagyobb mértékben növelik a bankok hitelezési képességét (Tóth, 2017 & Fawley és Juvenal, 2012).

Fenntarthatóság

A fedezett kötvények a pénzügyi szférában egyre hangsúlyosabban jelen lévő, a társadalmi és környezeti fenntarthatóságot középontba helyező megközelítésnek is fontos részei lehetnek. Az első zöld fedezett kötvény 2015-ban jelent meg (Borkó és Herbert, 2020). Azóta a fenntarthatóság egyre nagyobb szerepet kap ezen a piacon, de így is csak az euróban denominált kötvények 2%-át tették ki a fenntartható fedezett kötvények 2020-ban. Ez volt az az év is, amikor az első társadalmilag fenntartható fedezett kötvényt kibocsátották, amikkel köz-kórházak finanszírozására gyűjtöttek forrásokat (Farina et al., 2020). A szabályozási környezet még nem forrott ki teljesen, de kidolgozása már folyamatban van EU-s szinten. Az egységes követelmények és definíciók elő fogják segíteni a fenntartható kötvények további terjedését.

A fenntartható fedezett kötvények lényege az, hogy **társadalmilag és környezetileg fenntartható projekteket használnak fedezetként**. A piac növekedésének többek között az efféle fedezet hiánya szabott eddig gátat. A nemes célok támogatása mellett a befektetőket a kedvező kamatok is ilyen befektetésekre sarkallhatják. Ráadásul a zöld fedezett kötvények a háztartások számára nyújtott zöld hitelezést is elősegíthetik (Borkó és Herbert, 2020 & Farina et al., 2020).

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) is elindította már a **zöld jelzáloglevelek piacának előkészítését**, ami része az MNB tágabb fenntarthatósági céljainak (lásd az [MNB zöld programját](#)).

Folyamatban van a zöld minősítés kritériumainak meghatározása a piaci szereplők közreműködésével. Ráadásul az MNB a minősítést elnyerő jelzáloglevelek vásárlását célzó program beindítása mellett döntött (MNB, 2020). Bátorítja továbbá a hitelintézeteket zöld jelzáloglevelek kifejlesztésére, egyéb zöld termékek mellett (Vajda és Wieder, 2021).

A fent említett előnyökön kívül az is a piac beindítását indokolja az MNB szemszögéből, hogy annak az egész **hazai jelzáloglevél piacra nézve is építő hatása lehetne**, hiszen akár új, nemzetközi befektetők megjelenését is eredményezheti, ami jó hatással lenne a bankok finanszírozási struktúrájára is (Borkó és Herbert, 2020).

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS 2019/2162 IRÁNYELVE

Az [irányelv](#) harmonizálja a fedezett kötvényekre vonatkozó minimális követelményeket. Erre azért van szükség, mert az ilyen kötvények szabályozása eltér az egyes EU-s országokban, ráadásul van, ahol nincs is rájuk vonatkozó szabályozás. Sőt, még az egyes EU-s jogi aktusokon belül is vannak fogalmi eltérések a fedezett kötvények tekintetében. Az irányelv **célja, hogy ösztönözze e termékek használatát azon országokban, ahol kevésbé elterjedtek, illetve előmozdítsa a tőkepiaci unió megvalósulását** (Európai Bizottság). Ennek érdekében az irányelv többek között:

- egységes definíciót ad a fedezett kötvényekre;
- meghatározza a kötvények strukturális jellemzőit, beleértve azokat a biztonságos eszközöket, amik a fedezeti halmaz részét képezhetik;
- lefekteti a kötvények felügyeletét végző hatóságok munkájának alapvető szabályait;
- megadja az "európai fedezett kötvény" logó használatának feltételeit;
- módosítja a tőkekövetelmények tekintetében kedvezményes kezelésben részesüléshez szükséges feltételeket.

Források:

- [1997. évi XXX.](#) törvény a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről.
- [2000. évi C.](#) törvény a számvitelről.
- 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.
- Bertalot, Luca. [Covered bonds: History and outlook](#). The OMFIF Podcast. 2019. július 8.
- Borkó Tamás és Herbert Evelyn. [Bezöldülnek a magyar lakáshitelek? - Új elképzelések az MNB asztalán](#). portfolio.hu. 2020. szeptember 1.
- Európai Bizottság. [Capital Markets Union: Commission welcomes agreement on EU rules on covered bonds](#). sajtóközlemény. 2019 február 26.
- European Mortgage Federation - European Covered Bond Council. [European Covered Bond Fact Book 2020](#). 2020. október.
- Farina, Antonio, Natalie Swiderek, Marta Escutia és Andrew South. [Covered Bonds 2021 Outlook: Policy Intervention Is Reshaping The Role Of Covered Bonds](#). S&P Global Ratings. 2020. november 25.
- Fawlex, Brett W. és Luciana Juvenal. [Coming to America: Covered Bonds?](#). Federal Reserve Bank of St. Louis. 2012. július 27.
- Fernando, Jason. [Derivative](#). investopedia.com, 2021. február 3.
- Kenton, Will. [Covered Bond](#). investopedia.com, 2020. október 14.
- KPMG. [Pénzügyi instrumentumok IFRS 9 –Besorolás és értékelés](#). 2016. szeptember 14.
- MNB. [Zöld jelzáloglevelek vásárlását készíti elő a Magyar Nemzeti Bank](#). sajtóközlemény. 2020.
- [MNB Zöld program](#) weboldala.
- Papp Mónika. [A jelzáloglevél alapú finanszírozás helyzete Magyarországon pénzügyi stabilitási szempontból](#). MNB Műhelytanulmányok, 36. Magyar Nemzeti Bank. 2005. augusztus.
- Takarékszövetkezetek (a). [Mi a jelzáloglevél?](#). takarek-csoport.hu.
- Takarékszövetkezetek (b). [Mi a jelzáloglevél?](#). takarekjzb.hu.
- Tóth Tamás. [Fedezett kötvények](#). Oktatási füzetek, 13. szám. Magyar Nemzeti Bank. 2017. május.
- Vajda Péter és Wieder Gergő. [Az MNB új Zöld ajánlása pénzügyi intézmények számára](#). KPMG blog. 2021. január 13.