



MAGYAR NEMZETI BANK

## OKTATÁSI FÜZETEK

13. szám

2017. május

---

TÓTH TAMÁS

**Fedezett kötvények**





# Oktatási füzetek

Tóth Tamás

## **Fedezett kötvények**

MAGYAR NEMZETI BANK

Oktatási füzetek

Fedezett kötvények

Az elemzést készítette: Tóth Tamás

(Magyar Nemzeti Bank Pénz- és devizapiac igazgatóság)

A kiadványt jóváhagyta: Veres István, igazgató

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2498-8391 (Nyomtatott)

ISSN 2498-8405 (Online)

# Contents

|  |    |
|--|----|
| <b>1. Bevezetés</b>  | 5  |
| <b>2. Tulajdonságok</b>                                    | 6  |
| 2.1. Definíció   | 6  |
| 2.2. Típusai   | 8  |
| 2.3. Struktúrák  | 8  |
| 2.4. Fedezett kötvény versus értékpapírosítás              | 11 |
| 2.5. Transzparencia  | 12 |
| <b>3. Szabályozás – vonatkozó jogszabályok, direktívák</b> | 14 |
| <b>4. Szereplők a termék piacán</b>                        | 16 |
| 4.1. Kibocsátók  | 16 |
| 4.2. Befektetők  | 17 |
| 4.3. Szindikátus   | 19 |
| 4.4. Árjegyzők   | 19 |
| <b>5. Kereskedés a kötvényekkel</b>                        | 20 |
| 5.1. Likviditás  | 20 |
| 5.2. Elsődleges piac                                       | 20 |
| 5.3. Másodlagos piac                                       | 22 |
| 5.4. Rábocsátás (Tap)                                      | 22 |
| <b>6. Árazás – amire a befektetők figyelnek</b>            | 23 |
| 6.1. Fedezeti pool jellemzői                               | 23 |
| 6.2. Trendek   | 25 |
| 6.3. Értékeltségi szintek                                  | 26 |
| 6.4. Várható kibocsátások és lejáratok                     | 30 |
| 6.5. Egyéb technikai faktorok                              | 32 |
| <b>Szószedet</b>   | 33 |
| <b>Hivatkozások</b>  | 35 |



# 1. Bevezetés

A nemzetközi viszonylatban *covered bond*-ként, magyar szaknyelven inkább jelzáloglevélként ismert pénzügyi instrumentum népszerű mind a kibocsátók, mind pedig a befektetők körében. A termék szerepe a pénzügyi rendszerben jelentős, a piac mérete megközelíti a 3 ezer milliárd eurót, melynek körülbelül 90 százaléka Európához köthető. A témában még relatív kevés szakirodalom született magyar nyelven, így az oktatási füzet egyik célja ezt a rést betölteni.

Az oktatási füzet bemutatja a fedezett kötvények legfontosabb jellemzőit, és segíti az olvasót eligazodni a piaci szakkifejezések között. A füzet az európai piacra fókuszál, hiszen méretét figyelembe véve ez a legnagyobb, illetve ez tekinthető a legfontosabbnak.

## 2. Tulajdonságok

### 2.1. Definíció

Az első fedezett kötvényt a 18. században bocsátották ki Poroszországban a jelzáloghitelek finanszírozására. Ezt követően Dániában kezdett terjedni használatuk az 1795-ös tűzvészben megsemmisült épületek újjáépítésének finanszírozására, majd később Lengyelországban (1825) és Franciaországban (1852) is megjelent a termék. Eleinte a mezőgazdaság finanszírozása volt a cél, majd a fókusz áthelyeződött a lakásépítésre és a kereskedelmi ingatlanok finanszírozására. A termék mára egy nagyon fontos eszközszállígy fejlődött, és folyamatos innovációkon ment keresztül. A jogi környezetet 1900-ban a német jelzálogtörvény teremtette meg, majd az évszázad vége felé kialakult a mai modern fedezett kötvény piac. Kialakulásától számított több mint 240 év alatt még egyetlen covered bond-ot érintő csődeseményt sem regisztráltak, emiatt rendkívül biztonságos eszközként tartják számon.

Az iparág folyamatos innovációi miatt nem könnyű feladat meghatározni a fedezett kötvény fogalmát. Egységes definíció nem is létezik a nemzetközi viszonylatban **covered bond**-ként ismert termékre, mely a pénzügyi rendszerben finanszírozási eszközként, illetve befektetési instrumentumként is fontos szerepet tölt be.

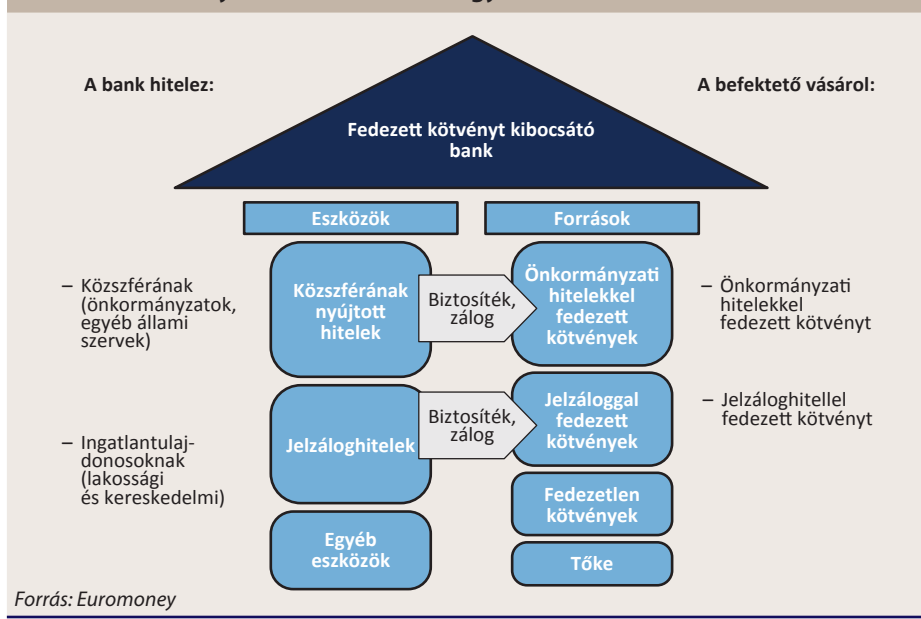
A fedezett kötvény olyan **hitelviszonyt megtestesítő instrumentum, mely mögött biztosítékként pénzügyi eszközök – jellemzően lakossági jelzáloghitelek, vagy közszférának nyújtott kölcsönök – állnak**. A kötvénytulajdonosoknak **kettős követelése** (*dual recourse*) áll fenn a kibocsátó intézménnyel szemben: első körben a kibocsátó felé áll fenn direkt követelésük, valamint annak fizetéseképtelensége esetén jogosultak a biztosítékként megjelölt eszközökből származó pénzáramlásokra is. Ezek a fedezetek a kibocsátó hitelintézet elkülönített vagyonelemei, és kizárólag a fedezett kötvénytulajdonosok követeléseinek kielégítésére szolgálnak, tehát ők abszolút elsőbbséget élveznek a bank hitelezői között. Az Európai Unió gyakorlatban akkor neveznek valamit fedezett kötvénynek, ha az bizonyos feltételeknek megfelel.



Ezeket a feltételeket a **UCITS<sup>1</sup>-direktívában** rögzítik, amely az Európai Parlament és Tanács 2001/108/EK irányelve. Az irányelvről kicsit részletesebben a szabályozásról szóló fejezetben olvashatunk. A direktíva az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó befektetési szabályokat foglalja össze. Eszerint akkor tekintenek valami fedezett kötvénynek, ha az alábbi feltételeknek megfelel:

- hitelintézet bocsátja ki,
- hitelviszonyt testesít meg,
- jogszabály alapján a kibocsátót speciális felügyeleti szerv ellenőrzi, ami a kötvénytulajdonosok védelmét szolgálja,
- a kötvénykibocsátásból származó összegeket törvényi szabályozás szerint olyan eszközökbe fektetik, amelyek alkalmasak a kötvények visszafizetésére, és amelyeket a kibocsátó csődje esetén elsődlegesen a tőke és kamatai kifizetésére használnak fel.

**1. ábra**  
A fedezett kötvények működési elve leegyszerűsítve



<sup>1</sup> Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

## 2.2. Típusai

Tágabb értelemben véve két elterjedt típusát különböztetjük meg a fedezett kötvényeknek aszerint, hogy mi áll mögöttük biztosítékként:

- **jelzáloghitelekkel (*mortgages*) fedezett kötvények,**
- **közszférának nyújtott kölcsönökkel (*public loans*) fedezett kötvények.**

A jelzáloghitel mögött állhat lakossági (*residential*) ingatlan, illetve kereskedelmi, vagy üzleti (*commercial*) ingatlan biztosítékkul. A közszférának nyújtott hitelek felvevői lehetnek szuverén entitások, régiós/szövetségi állami intézmények, önkormányzatok, illetve szupranacionális intézmények. A fenti eszközöket általános, vagy **rendes (*ordinary*) biztosítéknak** tekintik. Ezeken kívül a fedezeti pool-ban egy bizonyos hányadig elfogadhatóak úgynevezett **helyettesítő eszközök** (*substitute assets*), vagy más néven pótfedezetek is, melyek lehetnek például államkötvények, pénzüpiaci betétek, eszközfedezetű értékpapírok stb. Ezek likvid, biztonságos instrumentumok, és előre definiált szigorú kritériumoknak kell megfelelniük. A helyettesítő eszközök egyrészt a fedezett kötvények lejáratakor használhatók fel likviditás generálására, másrészt nagyobb rugalmasságot biztosít a kibocsátónak a fedezeti pool menedzselésében. A fedezeti eszközök köre **dinamikus**: ha egy hitel lejár/előtörlesztik, vagy már nem felel meg például LTV (*hitel/hitelbistósítéki érték*)-, vagy egyéb kritériumnak, esetleg nem-teljesítővé válik, akkor azt egy másik hitellel helyettesítik.

A tradicionális fedezeti eszközökön kívül manapság már találkozhatunk hajó-, repülőgép-, illetve kis- és középvállalkozásoknak (Small and Medium Enterprises, *SME*) nyújtott hitelekkel is.

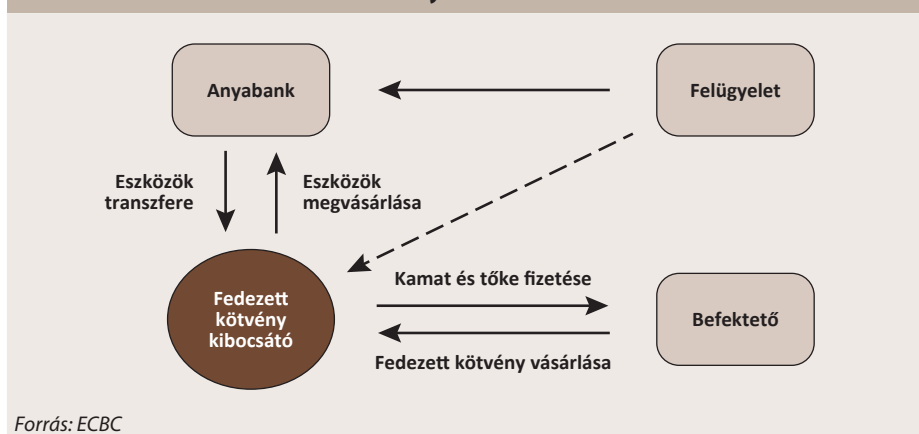
## 2.3. Struktúrák

Európában több különböző modell létezik a fedezett kötvények kibocsátására. Egy adott országban jellemzően csak egy modellt követnek, bár például Franciaországban többet is. Tágabb értelemben az alábbi három modellt különböztetjük meg, melyeken belül további különböző struktúrák léteznek.

## Elkülönített finanszírozási intézmény alkalmazása

A kötvényt kibocsátó entitás az anyabanktól teljesen elkülönült intézmény, mérlegében kizárólag a fedezett kötvények és a fedezeti eszközök szerepelnek. Jellemzően az anyabank irányítja az entitás működését, ezért az korlátozott számú foglalkoztatottal rendelkezik. A fedezeti eszközök elkülönítése ebben a modellben teljesen egyértelmű, a fő kockázatot inkább az anyabanktól való túlzott függőség jelenti. A fedezeti eszközöket egyes esetekben egy jogilag elkülönített speciális entitáshoz (*Special Purpose Vehicle, SPV*) is transzferálják, aki garantálja a tőke és a kamat visszafizetését. Utóbbi elterjedt például az olasz, a holland és a brit kibocsátóknál.

2. ábra  
Elkülönített finanszírozási intézmény

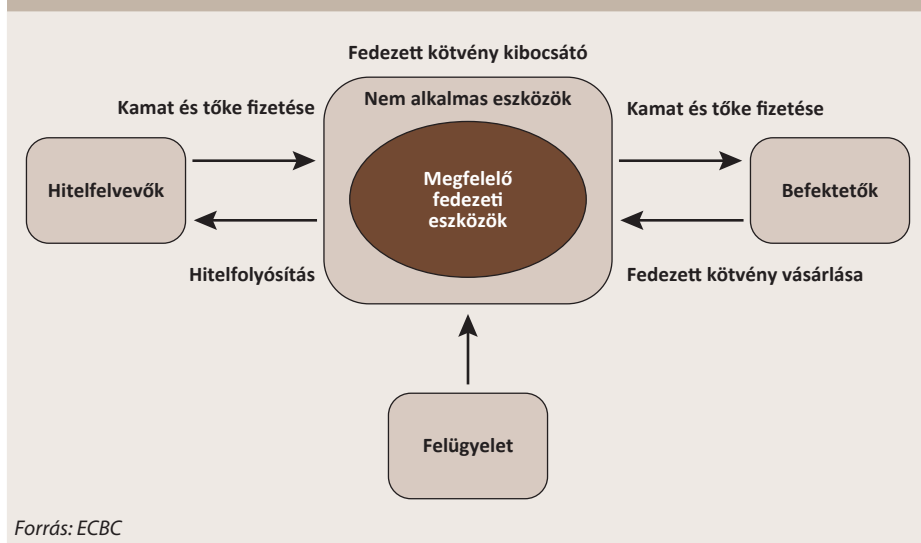


## Szakosított hitelintézet, univerzális hitelintézet

A fedezett kötvényt kibocsátó intézet egy olyan bank, ami kifejezetten erre az üzleti szegmensre szakosodott. A hitelnyújtás jogi keretek között korlátozva van jelzáloghitelekre illetve közzsférának nyújtott kölcsönökre. Azon eszközök, amelyek nem alkalmasak fedezetnek, csak korlátozott volumenben fordulhatnak elő a mérlegben. A kötvénykibocsátás jogilag szabályozott keretrendszerben zajlik, a kibocsátó csődje esetén a fedezeti eszközök körét elkülönítve kezelik (*ring fencing*), ami a legfontosabb kérdés az adott modellben. Ebben a struktúrában a potenciális kockázatot az eszközök nem megfelelő szegregálása jelentheti. A modellt Luxemburgban, Magyarországon és részben Dániában használják, de 2005-ig Németországban is elterjedt volt.

A kibocsátó intézet egy univerzális bank, ami a jelzáloghitelezésen kívül számos egyéb üzleti szegmensben is aktív. A fedezett kötvénykibocsátás csak egy a számos finanszírozási csatorna közül. A legfontosabb kérdés itt is a fedezeti eszközök megfelelő elkülönítése. Elsősorban Németországban, Svédországban és Portugáliában elterjedt ez a struktúra.

**3. ábra**  
**Szakosított hitelintézet és univerzális hitelintézet**

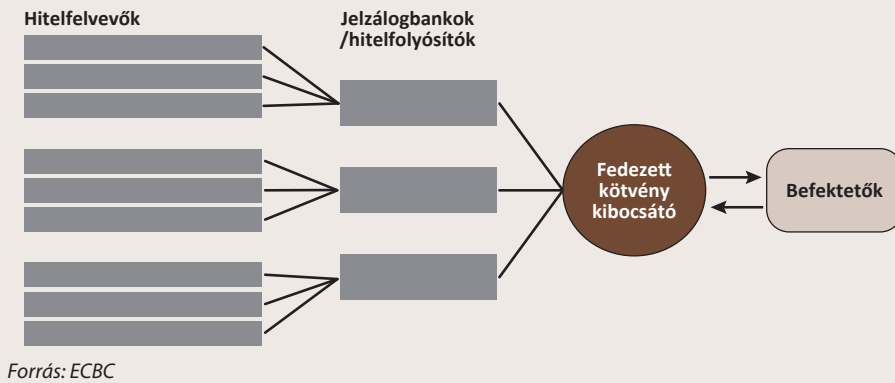


Forrás: ECBC

### **Közös kibocsátás (*pooled model*)**

Ebben a struktúrában több hitelt folyósító intézet közreműködésével történik az eszközök „egyesítése” és a fedezett kötvény kibocsátása. A hitelt folyósító bankok és a kötvényt kibocsátó intézet jogilag külön entitásnak minősülnek. A legfontosabb kérdés az eszközök transzferálásának jogi keretrendszere, ami az egyes országok esetében eltérő lehet. A modell számos országban fellelhető: Spanyolország, Dánia, Magyarország, Svájc.

#### 4. ábra Közös kibocsátás



### 2.4. Fedezett kötvény versus értékpapírosítás

Bár első hallásra a fedezett kötvények közeli rokonai az eszközfedezetű értékpapíroknak (*ABS, MBS*), kicsit jobban megvizsgálva a két terméket, számos kardinális különbséget találhatunk köztük. Az első lényeges eltérés, hogy míg a fedezett kötvények esetében az eszközök a kibocsátó konszolidált mérlegén belül maradnak, addig az eszközfedezetű értékpapírok esetében a mérlegen kívülre kerülnek. A másik fontos különbség, hogy a fedezett kötvénytulajdosoknak első körben a kibocsátó felé áll fenn követelésük, és csak annak fizetésképtelensége esetén tarthatnak igényt a fedezetként ajánlott eszközökre. Ez azt indikálja, hogy az eszközök hitelkockázatát első körben a kibocsátó viseli. *ABS, MBS* esetében az eszközök hitelkockázatát a befektetők viselik, nincs követelésük a kibocsátó intézménnyel szemben. Míg a fedezett kötvények mögött biztosítékként álló pool dinamikus, addig az eszközfedezetű értékpapírok mögött álló fedezeti pool statikus. Ebből adódóan az előtörlesztési kockázatot is a befektetők viselik az utóbbi termék esetén. Az alábbi táblázat szemlélteti a lényeges eltéréseket:

## 1. táblázat

### A fedezett kötvények és az eszközfedezetű értékpapírok összehasonlítása

| Fedezett kötvények   | Eszközfedezetű értékpapírok   |
|--|---|
| Az eszközök a kibocsátó mérlegében maradnak  | Az eszközök a mérlegen kívülre kerülnek   |
| Dinamikus cover pool; a kibocsátó az eszközök cseréjével vissza tudja állítani a fedezeti pool hitelminőségét, ha az romlana | Statikus cover pool   |
| A kibocsátó általában az eszközök originátora  | A kibocsátó egy kifejezetten erre a célra létrehozott entitás (SPV)   |
| Kettős követelés: a kibocsátó felé, valamint a fedezetként szolgáló eszközökre szóló   | A kibocsátóval szemben (általában) nem áll fenn követelés, az eszközök hitelkockázatát teljese egészében a befektetők viselik |
| A kibocsátás nincs hatással a kibocsátó intézmény tőkekövetelményére   | A kibocsátás csökkenti a kibocsátó tőkekövetelményét  |
| A kibocsátó entitás szabályozott keretek között működik  | A kibocsátó entitás általában nem szabályozott  |
| A fedezeti eszközök előtörlesztésének kockázatát a kibocsátó viseli  | A fedezeti eszközök előtörlesztésének kockázatát a befektetők viseli  |
| Általában fix kamatozású kibocsátások  | Általában változó kamatozású kibocsátások   |
| Nincsenek külön tranche-ek (szeletek)  | Szenior és alárendelt tranche-ek  |
| Elsőbbségi igény a fedezeti eszközökre   | Kizárólagos igény a fedezeti eszközökre   |

*Forrás: Goldman Sachs, Citi*

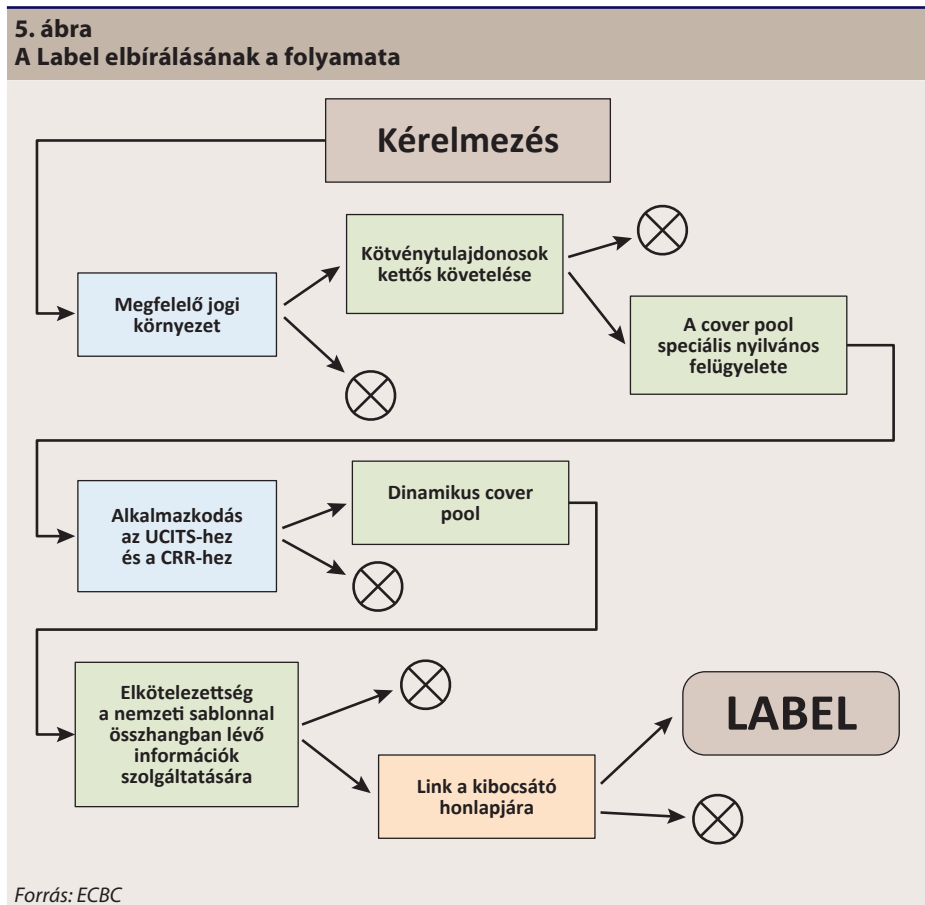
## 2.5. Transzparencia

Az elmúlt évtizedben a fedezett kötvényen transzparenciája szignifikáns fejlődésen ment keresztül. A válság előtt a fedezeti eszközök körére vonatkozó információk közzététele – néhány kivételtől eltekintve – önkéntes alapon működött, a befektetők, a szabályozók és egyéb piaci szereplők sokszor nem értek hozzá a releváns adatokhoz. A nyilvánosságra hozott információkon belül pedig jelentős különbségek akadtak az adatok részletességében és a közzététel gyakoriságában is. Bár egyre több kibocsátó törekedett a közzétételi sztenderdek javítására, az egész iparág számára a mérföldkövet az EMF/ECBC (Európai Jelzálog Szövetség / Európai Fedezett Kötvény Tanács) által 2013-ban megteremtett „Covered Bond Label” jelentette. Az előre definiált kritériumoknak megfelelő fedezett kötvények „felcímkezésének” célja a transzparencia növelése, az elérhető információk harmonizációja, illetve a termék minőségének további javítása. Ahhoz, hogy egy fedezett kötvény megkaphassa a Label-t,

az UCITS-direktíva és a CRR uniós rendelet 129. paragrafusán kívül az alábbi feltételeknek kell megfelelnie:

- A cover pool és a kibocsátó nyilvános felügyelete;
- A fedezeti eszközök körének korlátozása lakossági jelzáloghitelre, közzsférának nyújtott kölcsönre, illetve hajóhitelre;
- Alkalmazkodás a nemzeti transzparencia sablonhoz.

A kérelmezés elbírálásának folyamatát a következő folyamatábra szemlélteti:



### 3. Szabályozás – vonatkozó jogszabályok, direktívák

Az európai fedezett kötvényekkel (mely a biztosítékkal fedezett finanszírozásban egyre több országban fontos szerepet játszik) kapcsolatos szabályozási rendszer a nemzeti sajátosságok, jogszabályok mentén alakult ki, melynek egyes prudenciális elemeit a **UCITS irányelv és a CRR<sup>2</sup> rendelet** határozza meg.

Az irányelv (*UCITS*) az európai szabályozott fedezett kötvények fő prudenciális jellemzőiről rendelkezik.

A fedezett kötvények alapvető jellemzőivel már az 1988. évi UCITS irányelvben is találkozhatunk. Az irányelv meghatározta azokat a minimális követelményeket, melyek alapot szolgáltatnak kedvező elbánás alkalmazására a fedezett kötvények tekintetében, mivel a megjelölt feltételek teljesítése esetén különösen biztonságos eszközöknek számítanak:

- a kötvény kibocsátójának hitelintézetnek kell lennie,
- a kötvények különleges/speciális jogi keretrendszer alá tartoznak,
- a kibocsátó intézményeknek speciális prudenciális felügyelet alá kell tartozniuk,
- az elfogadható eszközök köre (*eligible cover assets*) törvény által meghatározott,
- a pool-nak (*cover asset pool*) folyamatosan elegendő biztosítékot kell tartalmaznia a kötvény érvényességi ideje alatt,
- a kötvénytulajdonosok a kibocsátó csődje (*default*) esetén a pool vonatkozásában elsőbbséget élveznek (*priority claim*).

---

<sup>2</sup> Capital Requirement Regulation



A rendelet (CRR) 129. cikke határozza meg a fedezett kötvények, illetve a fedezett kötvények formájában fennálló kitétségek fogalmi elemeit. A rendelet olyan specifikus kritériumokat fogalmaz meg, melyeket a fedezett kötvényeknek teljesíteniük kell annak érdekében, hogy **kedvezményes kezelésben részesüljenek a kockázati súlyozás** vonatkozásában. Ennek következtében (1) a fedezett kötvényekbe befektető intézménynek tudnia kell biztosítani az illetékes hatóságok részére a meghatározott portfólióval kapcsolatos információkat, illetve a kibocsátónak legalább félévenként az intézmény rendelkezésére kell bocsátania bizonyos információkat, valamint (2) a kötvényeket a rendeletben meghatározott elismert eszközök valamelyikének szükséges fedezni.

Az UCITS-en és a CRR-en kívül érdemes megemlíteni még a bankokra vonatkozó **Basel III** európai uniós irányelvet, valamint az Európai Bizottság direktíváját, a biztosítókra vonatkozó **Solvency II**-t. Mindkettő előnyösen, kisebb kockázati súllyal kezeli a fedezett kötvényeket a szavatoló tőke számításakor. Kulcsfontosságú az európai uniós **bank helyreállítási és szanalási irányelv (BRRD<sup>3</sup>)** is, amely kizárja a fedezett kötvénytulajdonosokat a bank belső feltőkésítési folyamatából. Tehát ha a hitelezők bevonásával valósulna meg a feltőkésítés, akkor csak az alárendelt és a szenior (*fedezetlen*) kötvénytulajdonosokkal lehet számolni.

---

<sup>3</sup> Bank Recovery and Resolution Directive

## 4. Szereplők a termék piacán

### 4.1. Kibocsátók

A fedezett kötvények egy új lehetőséggel gazdagítják a kibocsátók finanszírozási eszköztárát. A pénzintézetek forrásbevonásuk tervezésénél elsősorban gazdasági szempontokat vesznek figyelembe. A fedezett kötvények használata egyszerre növeli **profitabilitásukat** (az alacsonyabb finanszírozási költségen keresztül), **diverzifikálja kockázatukat**, illetve javítja **hatékonyságukat**. A tradicionális finanszírozási csatornának számító lakossági betétgyűjtés nem a legmegfelelőbb alternatíva a lakossági jelzáloghitelek, önkormányzati hitelek és egyéb közsférának nyújtott kölcsönök finanszírozására, hiszen míg a betétek futamideje jellemzően rövid (maximum 1-2 év), a hitelek lejáratja jóval hosszabb (15-20 év). Továbbá ezek a források piaci turbulencia idején, amikor megrendül a bankokba vetett bizalom, gyorsan elapadhatnak. A kibocsátók a fedezett kötvényeken keresztül általában **negatív piaci hangulatban is gyorsan forráshoz tudnak jutni**, miközben az eszközök és források **lejáratí összhangját** is meg tudják teremteni. Egy másik alternatíva a fedezetlen kötvénykibocsátás, ám annak magasabb a finanszírozási költsége, hiszen jóval kockázatosabb, ezáltal alacsonyabb a hitelminősítésük is, ergo a befektetők csak magasabb hozam mellett hajlandóak megvenni e kötvényeket. Tehát a fedezett kötvénykibocsátás nemcsak diverzifikálja a kibocsátó finanszírozási forrásait, hanem az alacsonyabb költség révén növeli annak profitabilitását is. A fedezett kötvények minősítése sok fokozattal lehet magasabb a kibocsátó fedezetlen hitelbesorolásánál, sőt a kibocsátóknak van egy kis mozgásterük is, hogy befolyásolják a fedezett kötvényeik minősítését különböző addicionális hitelbiztosítékokon keresztül (például overcollateralization).<sup>4</sup> Hitelminősítési szempontból van még egy előnye a fedezett kötvényeknek: a **hitelminősítő intézmények pozitívan értékelik**, ha egy kibocsátónak van fedezett kötvény programja is, hiszen ez javítja likviditási és finanszírozási pozícióját. Végül, de nem utolsó sorban a kibocsátó diverzifikálja a befektetői bázisát is. A befektetők többsége döntéseik meghozatalakor nem kifejezetten a fedezett kötvényeket tekinti bench-

---

<sup>4</sup> Túlbiztosításról akkor beszélünk, amikor a fedezeti poolban lévő eszközök értéke meghaladja kibocsátott fedezett kötvények tőkeértékét.

marknak, hanem például az állampapírpiacot, a vállalati és banki kötvények piacát, vagy valamilyen értékpapírosításon alapuló (*ABS, RMBS*) piacot. Különböző okokból (pl. biztonság, hozamfelár, likviditás, diverzifikáció) vásárolnak portfólióikba fedezett kötvényeket, amiből az következik, hogy a **befektetői bázis meglehetősen heterogén**. Befektetési alapoktól kezdve jegybankokon át a biztosítókig és nyugdíjalapokig széles befektetői kör mutat érdeklődést a termék iránt, ami a kibocsátó forrásbevonási képességét stabilizálja.

A szabályozói környezet folyamatosan változik, de a jelenlegi rezsim arra ösztönzi a bankokat, hogy az értékpapírosítás helyett inkább fedezett kötvényeken keresztül finanszírozzák és tartják **mérlegen belül** eszközeiket.

Összefoglalva tehát a kibocsátóknak az alábbi tényezők miatt előnyös a fedezett kötvények kibocsátása:

- olcsóbb finanszírozási alternatíva,
- negatív piaci környezetben is könnyen elérhető finanszírozási csatorna,
- befektetői bázis diverzifikálása,
- lehetőség hosszabb futamidejű forrásbevonásra.

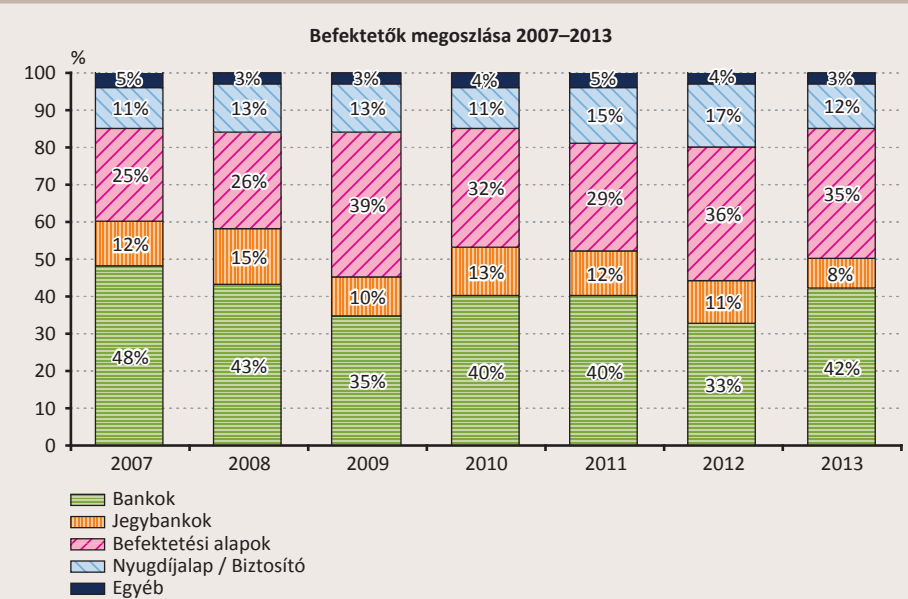
## 4.2. Befektetők

A fedezett kötvények az egyik legszélesebb **körű befektetői bázissal** büszkélkedhetnek, ami nyilvánvalóvá válik, ha megvizsgáljuk a befektetők típusait, földrajzi lokációjukat, motivációjukat illetve alkalmazott stratégiájukat. Ami igazán vonzóvá teszi a terméket, az a befektetőknek kedvező tulajdonságok ötvözete: **kettős követelés, elsőbbségi jog a fedezeti eszközökre, adósságrendezésből való kizárás** stb. Ha egy képzeletbeli háromszög egyik sarkában az állampapírok, másokban az ügynökségi kötvények, harmadikban a vállalati-, banki-, és értékpapírosított kötvények helyezkednek el, akkor a fedezett kötvények valahol a háromszög közepén lennének. Minden említett eszközosztály néhány tulajdonságát hordozzák anélkül, hogy teljesen lemásolnák őket. Az állampapíroknál (az esetek túlnyomó többségében) **magasabb hozamot**

nyújtanak, a fedezetlen kötvényeknél **jóval biztonságosabbak**, míg **likviditásuk is kiemelkedő**.

A befektetői bázis magját az alábbi kulcsszereplők alkotják: **bankok, jegybankok, befektetési alapok, nyugdíjalapok, biztosítók**. Ezek mind az úgynevezett **végbefektetők** (*real money accounts*) csoportjába tartoznak. A fedezeti alapok (*hedge funds*) nem tekinthetők nagy szereplőknek a fedezett kötvények piacán, ahogy a kisbefektetők (*retail*) sem. Ez utóbbi csoport vásárlásait azonban a statisztikák a bankokhoz rögzítik, ugyanis általában a bank vásárolja meg az ügyfele számára a kívánt kötvényt. Sajnos nem áll rendelkezésre nyilvános adatbázis az összes kibocsátott fedezett kötvény befektetői megoszlásáról, azonban az elsődleges piaci allokációk jól közelíthetik azt. Az alábbi ábra az úgynevezett *Jumbo*, vagyis benchmark méretű fedezett kötvények elsődleges piacán kialakult allokációkat mutatja befektetők szerinti megoszlásban.

**6. ábra**  
**Befektetők megoszlása**



Forrás: RBS

Bár a bankok aránya kissé ingadozott az utóbbi években, a legnagyobb részt kétségkívül ők képviselik a fedezett kötvények befektetői bázisában. A bankok általában méretes likviditási portfóliót tartanak fenn, hogy megfeleljenek a szabályozói előírásoknak. A fedezett kötvények tökéletesen beleillenek ezekbe a portfóliókba, hiszen likviditásuk megfelelő, hozamuk általában magasabb az állampapíroknál és az ügynökségi kötvényeknél, ráadásul kedvező szabályozói elbánásban részesülnek (alacsony kockázati súly). A bankok magas részarányának másik fő mozgatórugója a fedezett kötvények alkalmassága az **Európai Központi Bankkal kötött repoügyletek** fedezeteként.

### 4.3. Szindikátus

A szindikátus általában **több kiválasztott bankból** áll, akik összehangoltan menedzselik az új kibocsátásokat. Feladatuk többek közt a **tranzakció előkészítése, befektetői roadshow-k szervezése, a potenciális kereslet feltérképezése**, illetve ők tesznek javaslatot a kibocsátónak az árazásra is. Az új kibocsátás bejelentése után ők felelnek a könyvépítés folyamatáért valamint az allokációért.

### 4.4. Árjegyzők

Bár a kötvények nagy részét valamelyik tőzsdére is bevezetik, az ügyletkötések túlnyomó része (98%) **tőzsdén kívül (OTC)** történik. Árjegyzők (*market-maker*) nélkül pedig nem működik hatékonyan egy tőzsdén kívüli piac. Az árjegyzők általában nagy **bankházak, akik ügyfeleknek közvetlenül, egymásnak általában brókereken keresztül** jegyeznek árat. Az üzletkötések általában valamely **elektronikus kereskedési platformon** (*Bloomberg, Tradeweb, MTS, stb.*) **vagy telefonon (voice), esetleg real-time elektronikus kommunikációs csatornán** (*chat rendszer*) történnek. A bankok jegyzett árait a platformok képernyőjén (*screen*) teszik láthatóvá az ügyfeleknek, itt indikálva azt is, ha esetleg kifejezetten erős vételi/eladási szándékuk van. Egy likvid, benchmark méretű fedezett kötvényre általában 20-nál is több bank jegyez vételi és eladási árat.

## 5. Kereskedés a kötvényekkel

### 5.1. Likviditás

Bár a fedezett kötvények piacának likviditása egyelőre nem közelíti meg a legnagyobb állampapírpiacokét (USA, Németország), elmondható, hogy **általában likvid, jól kereskedhető termékek**. 1-5 millió eurós tételeket meglehetősen könnyen lehet venni/eladni meglehetősen szűk vételi-eladási árkülönbséggel. A legnagyobb piacok (német, francia) fedezett kötvényei esetében néha mindössze 1 bázispont a bid-offer különbség, persze ez a szpred időben változó. Az 5 millió eurónál nagyobb tételekhez elsősorban a bankok **készleteiből** (inventory, axe) lehet hozzájutni. A piaci hangulat és egyéb technikai faktorok a likviditásra is nagy hatással vannak. A bankok év vége, illetve negyedév vége felé általában csökkentik mérlegfőösszegüket (deleveraging), ezért saját készletre már kevesebbet vásárolhatnak, így a vételi árajánlatok defenzívvé válhatnak, míg az eladási listájukon lehet szemezgetni a „leárazott” készletekből. Csökkenti a likviditást, ha egy **nagy szereplő beáll a piac valamelyik oldalára**, mint például az Európai Központi Bank a fedezett kötvény vásárlási programjával először 2009-ben, utána 2011-ben majd 2014-ben. Ekkor szinte minden piaci szereplő igyekszik kihasználni az alkalmat újabb kötvények vásárlásával és a meglévők tartásával. Ez extrém esetben oda vezethet, hogy a **másodpiacról szinte eltűnnek az eladási ajánlatok**.

### 5.2. Elsődleges piac

A fedezett kötvényeket az **elsődleges (primary) piacon** hozzák forgalomba. A befektetők a kötvények jegyzésében a kibocsátást menedzselő (általában 3-6) bankokon keresztül tudnak részt venni. A tranzakció napján a kibocsátás lebonyolításával megbízott bankok (szindikátus) felméri az új kibocsátás iránti érdeklődést (indication of interest – Iol). Ekkor a legfontosabb jellemzőkön (futamidő, fedezet, méret, stb.) kívül már indikálnak nekik egy swap<sup>5</sup> szinthez

---

<sup>5</sup> Az a fix hozam, amit egy kamatcsere ügyletben a változó kamattért (például 3 hónapos EURIBOR) cserébe fizetnek. A swap szintek lejáratonként eltérnek, csak úgy, mint az állampapírhozamok, így ezekből is becsülhető hozamgörbe.

viszonyított szpredet is, ami a befektetők részére iránymutatást ad, hogy körülbelül milyen szinten jön ki az új kötvény, kínál-e elégséges hozamtöbbletet. Ez még csak egy **kiinduló szint** (*initial price thoughts – IPT*), egyáltalán nem biztos, hogy ekkora lesz a végleges swaphoz viszonyított felár. Az első körös érdeklődés összegyűjtése után megnyitják az **ajánlati könyvet** (*order book*), és **hivatalos iránymutatást** (*official guidance*) adnak a mid-swaphoz (a kibocsátandó kötvény lejáratával megegyező swap ráta átlagos vételi és eladási jegyzése, röviden *ms*) képesti felárról, de még mindig csak egy intervallumot jelölnek meg, például:  $ms+4-6bp$ . A befektetők adhatnak **felártól független jegyzési megbízást** (*reoffer*), vagy megadhatnak egy bizonyos minimum felárat **limitként**, ami alatt nincs érdeklődésük az adott kibocsátás iránt. Ezt indikálhatják több, vagy akár az összes, a tranzakcióban részt vevő banknak (**pot order**), vagy csak egyetlen banknak (**X account order**). Előbbi esetben az ajánlati könyvben a kibocsátó és a szindikátus látni fogja, hogy ki áll a megbízás mögött, míg utóbbi esetben nem. A beérkező megbízásokat a szindikátus összehangolja, hogy elkerüljék a duplikációkat. A könyvépítés végéhez közeledve, de még a zárás előtt a keresletet látva meghatározzák a végleges, swaphoz viszonyított felárat. A befektetők itt még eldönthetik, hogy maradnak-e a könyvben, vagy inkább kiszállnak. A könyv zárása után az **allokációs folyamat** következik, ami főleg akkor izgalmas, ha az eredetileg tervezett kibocsátási mennyiséget jelentősen meghaladó ajánlat érkezett a befektetők felől, tehát nagy túljegyzés volt. Ilyenkor a szindikátus a kibocsátó preferenciáit is figyelembe véve dönt arról, hogy ki mennyi kötvényhez jut. A képzeletbeli piramis tetején a jegybankok ülnek, akik általában 100 százalékos, vagy ahhoz közeli allokációban részesülnek, tehát annyi kötvényt kapnak, amennyire megbízást adtak. Őket követik az alapkezelők és a banki treasuryk, míg a sort a fedezeti alapok (*hedge fund*) és a dealerek zárják, akik nagy túljegyzés esetén olykor semmit nem kapnak. Az allokáció után röviddel megtörténik az **árzás** is, ami után a kötvénnyel már a **másodpiacon** (*secondary*) kereskednek. Egészen pontosan az úgynevezett szürke piacon (*grey market*) már az árzás előtt születhetnek üzletek (a viszonyítási alap a majdani kibocsátási ár), ám ez a forgalom nem jelentős.

### 5.3. Másodlagos piac

Miután a kötvényt kibocsátották, onnantól kezdve a befektetők, a brókerek és a dealerek a másodpiacon kereskednek vele, valamint általában valamelyik tőzsdére is bevezetik azt. A tőzsdei forgalom általában elhanyagolható az OTC (*tőzsdén kívüli – over the counter*) forgalomhoz képest, annak általában 1-2 százaléka. Az európai fedezett kötvények napi forgalma elérheti a 2-3 milliárd eurót is, melynek egy részét telefonon/chaten, más részét elektronikus platformon kötik. A kisbefektetők néhány százezer eurós tételeket adnak-vesznek, míg az intézményi befektetők jellemzően 5-10 millió eurós vagy annál is nagyobb ügyleteket kötnek. A kötvények **shortolhatók**, azaz el lehet őket adni rövidre, ám ez esetben találni kell olyan tulajdonost, aki hajlandó kölcsönadni azokat a **repópiacon**. A dealerek sokszor azért kerülnek short pozícióba, mert az ügyfelek elektronikus platformon „megütik” az áraikat. Előfordul, hogy hetekig, hónapokig nem tudják visszavásárolni a rövidre eladott kötvényeket, ám a repópiacon szinte mindig kölcsön tudják venni azokat (néha azonban csak borsos áron).

### 5.4. Rábocsátás (Tap)

Előfordul, hogy egy kibocsátó nem teljesen új kötvénnyel jön a piacra, hanem egy **már kibocsátott kötvényének** emeli a mennyiségét. Ezt hívják rábocsátásnak, vagy idegen szóval **tap**-nek. A folyamat hasonló az elsődleges kibocsátáshoz (könyvépítés, allokáció, árazás), ám ez esetben már létezik egy kialakult másodpiac. Az esetek többségében az újonnan kibocsátott kötvények ideiglenesen (40 napig) egy **külön egyedi azonosítót** (*ISIN*) kapnak, majd azt követően olvadnak be az eredeti kibocsátásba (ekkor már ugyanazzal az ISIN kóddal). Ez néha piaci anomáliákat szül, előfordul, hogy a két teljesen azonos kötvénnyel eltérő áron kereskednek.



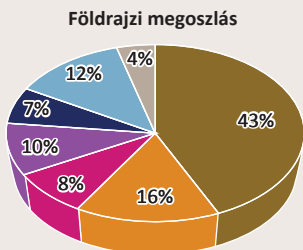
## 6. Árazás – amire a befektetők figyelnek

Bár a hitelminősítők nagyban segítik a kötvénybefektetőket a döntéshozásban, ők mégsem támaszkodhatnak teljes egészében a fedezett kötvények minősítésére. A hitelbesoroláson kívül számos egyéb tényező is fontos szerepet játszik egy fedezett kötvény megítélésében.

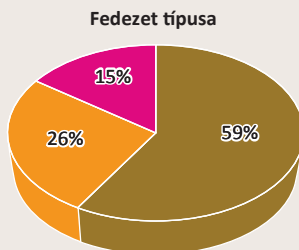
### 6.1. Fedezeti pool jellemzői

A piaci szereplők nagy öröme a fedezett kötvények **transzparenciája folyamatosan növekszik**. Ma már néhány kattintással elérhető a legtöbb információ a kötvények mögött lévő fedezetekről illetve azok attribútumairól. A befektetők számára talán a legfontosabb, hogy pontosan mi adja a fedezetet a kötvények mögött. Mint már megismertük, ezek lehetnek lakossági jelzáloghitelek, közszférának nyújtott hitelek, kis- és középvállalkozásoknak nyújtott kölcsönök, esetleg hajó-, illetve repülőgép finanszírozásra nyújtott hitelek. Az is nagyon fontos, hogy **földrajzilag** hova köthetők a fedezeti poolban megtalálható eszközök, illetve milyen azok **koncentrálttsága**. A befektetők általában jobban szeretik, ha a lakossági jelzáloghitelek egy adott országon belül nem koncentrálnak egy adott régióra, hiszen az nagyobb kockázatot hordoz (elég például egy természeti katasztrófa gondolni, mint földrengés, vagy árvíz). Lakossági jelzáloggal fedezett kötvények esetén szintén kulcskérdés a **hitelek átlagos LTV-je** illetve azok **eloszlása**. A vonatkozó jogszabályok – melyek országonként eltérhetnek – általában meghatároznak egy maximális LTV értéket (lakossági jelzáloghitelek esetében általában 80%, míg kereskedelmi ingatlanok esetében általában 60%), ami fölött az adott hitel már nem használható a fedezeti pool-ban. Itt is különbséget kell tenni az aktuális lakásár-indexszel indexált és a nem-indexált LTV között, valamint az eredeti (kölcsön felvételkori) és az éppen aktuális LTV között. Érdemes figyelni a **nem teljesítő hitelek arányára** is, amit szintén közzétesznek a kibocsátók. Minden kibocsátónak van egy likviditási portfóliója (a cash flowk menedzselésére), amit különböző pénz-és tőkepiaci instrumentumokba fektetnek, hogy hozamot érjenek el rajta. Jellemzően csak magas minőségű, biztonságos állampapírba, esetleg ügynökségi vagy fedezett kötvényekbe fektetik a pénzt, ám ennek összetétele is érdekes lehet. Kiemelt fontossággal bír a **túlbiztosítás (OC)** is, azaz hogy mennyivel több fedezet áll rendelkezésre biztosítékul a kibocsátott

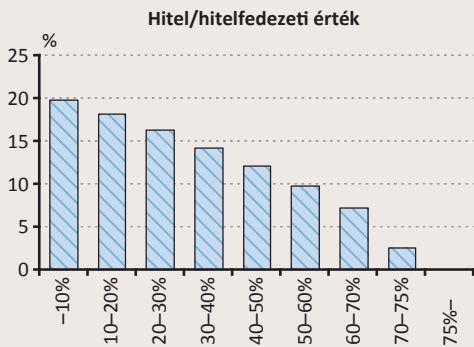
**7. ábra**  
**Példa fedezeti pool-ra egy svéd fedezett kötvény esetében**



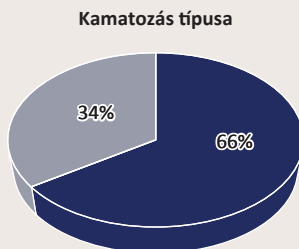
- Stockholm és környéke
- Göteborg és környéke
- Nyugat-Svédország
- Malmö és környéke
- Dél-Svédország
- Kelet-Svédország
- Észak-Svédország



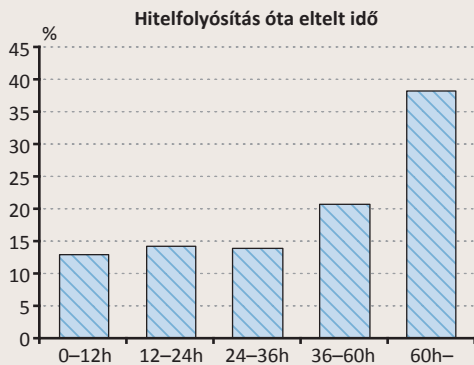
- Családi ház
- Hétféligi ház
- Társasházi lakás



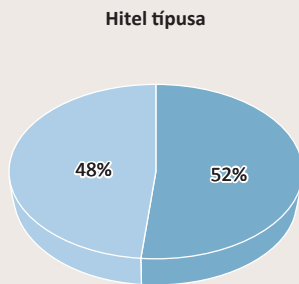
■ Hitel/hitelfedezeti érték



- Változó
- Fix



■ Hitelfolyósítás óta eltelt idő (hónap)



- Amortizálódó
- Csak kamat

Forrás: MNB, SEB

kötvényeknél. A különböző országok speciális jogszabályai más és más minimum szintet írnak elő, ám a kibocsátók általában ennél jóval magasabb túlbiztosítási szintet tartanak fenn, hogy jobb hitelminősítést kapjanak. A fedezeti poolban található hitelek megoszlása **kamatozás típusa** (fix, változó) szerint arra enged következtetni, hogy stresszhelyzetben (pl. drasztikus kamatemelkedés) várhatóan mennyivel romlana a hitelek teljesítőképessége. A fedezeti pool további jellemzői, amit a kibocsátók közléseknek: **hitelek száma, azok átlagos mérete, a fedezetként ajánlott ingatlan típusa, a hitelek folyósítása óta eltelt átlagos (seasoning) idő** stb. A 10. ábrán összeszedve láthatjuk egy svéd fedezett kötvény cover pool-jának karakterisztikáját mintaként.

## 6.2. Trendek

A fedezeti eszközökből származó pénzáramlások illetve a fedezeti pool értékének tekintetében több trendet is figyelembe kell venni, melyek az alábbiak lehetnek:

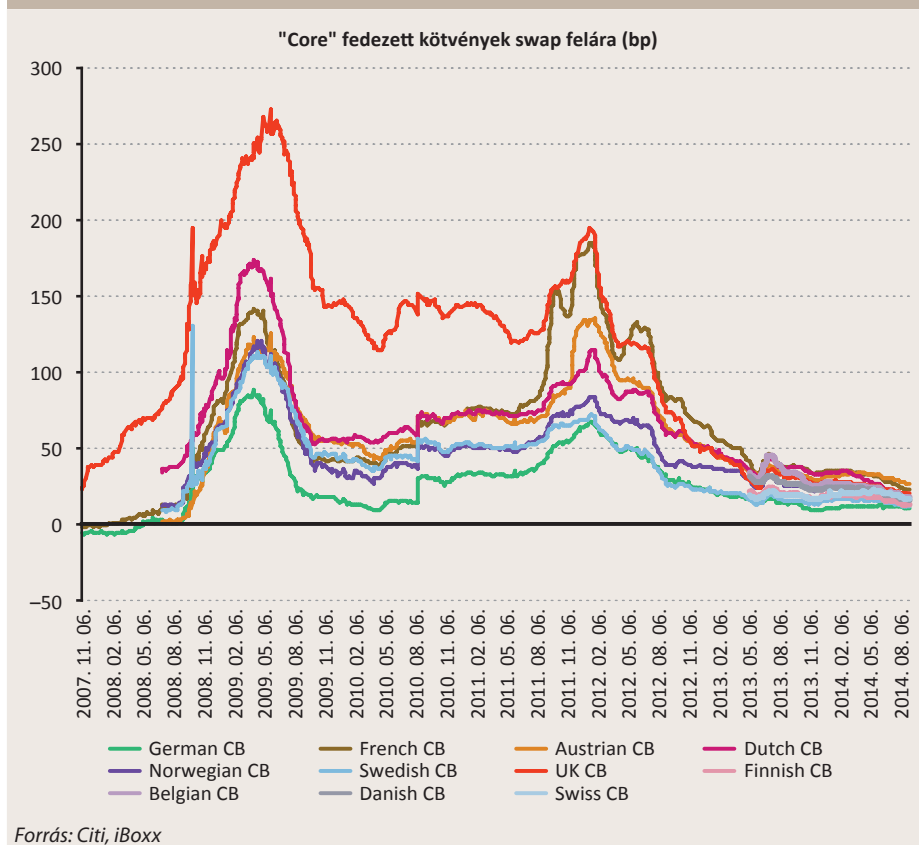
- **Lakásárak:** talán az egyik legfontosabb az ingatlanárak alakulása abban az országban, amelyhez a fedezeti eszközök köthetők. Egy komolyabb lakáspiaci árzuhanás negatívan érinti a fedezeti poolt, ugyanis növekedni fog az átlagos hitel/hitelbiztosítéki érték arány.
- **Új lakásépítések száma:** a lakásárakon keresztül közvetve hat a fedezeti pool minőségére. Ha kevés a kínálat, akkor az ingatlanok valószínűleg tartják értéküket.
- **Demográfia:** a népességben megfigyelhető trendek a keresleten keresztül hatnak a lakásárakra. Például az adott országba bevándorlók számának konstans növekedése felfele hajtja az ingatlanárakat illetve a bérleti díjakat.
- **Munkanélküliség:** a hitelt felvevők fizetőképessége korrelál a munkaerő-piaci trendekkel, így az adott országban a munkanélküliségi ráta alakulását is érdemes figyelembe venni.
- **Kamatpálya, monetáris politika:** főleg akkor releváns kérdés, ha a fedezeti pool-on belül nagy a változó (vagy változtatható) kamatozású hitelek aránya. Egy emelkedő kamatkörnyezetben növekednek a hitelek törlesztőrészelei, ami az adósoknak nagyobb terhet jelent, így csökkenhet fizetőképességük.

## 6.3. Értékeltségi szintek

### 6.3.1. Fedezett kötvény versus swap hozam

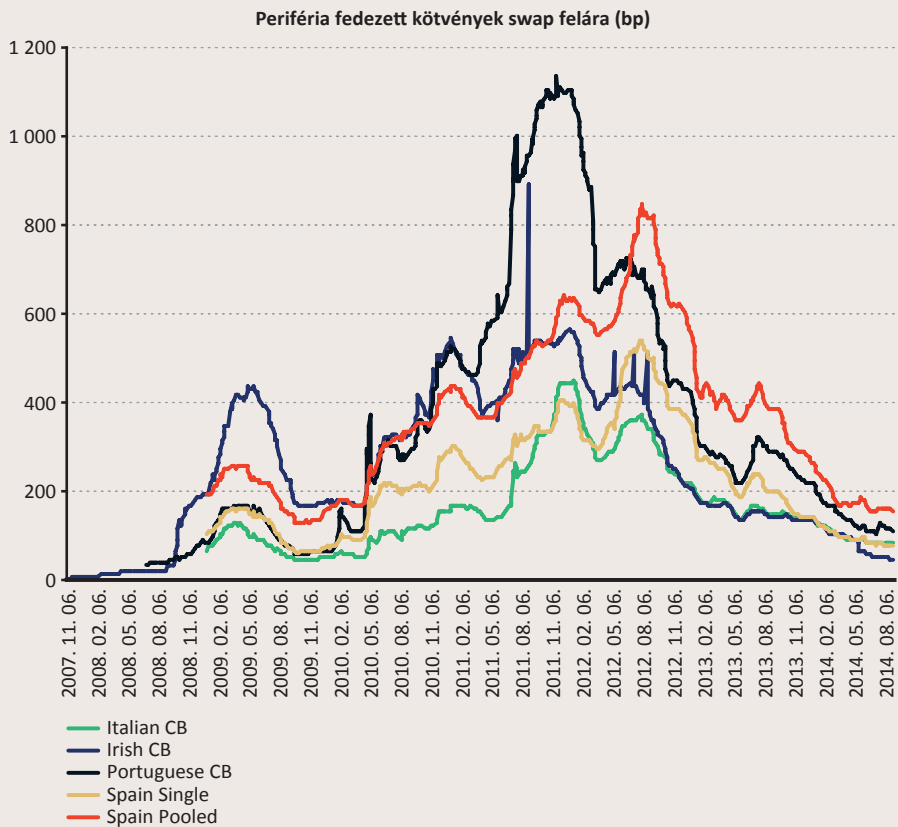
A fedezett kötvényeket – mint általában a hitelkockázatos instrumentumokat – az úgynevezett **swap rátához** árazzák, ezt tekintik referenciahozamnak. Elsődleges piacon, kibocsátáskori árazáskor az adott kötvény lejáratával megegyező midswap (vételi és eladási jegyzés átlaga) szintet veszik alapul, és ahhoz képest árazzák a kötvényt. A felárat már az árazás előtt fixálják, így már csak a kötvény kibocsátáskori árfolyamát (*cash price*) kell így meghatá-

**8. ábra**  
Core fedezett kötvények swap felárainak alakulása historikusan



rozni a hozamból. A másodpiaci teljesítményt is általában a swap rátához viszonyítják: ha a midswap szinthez képest kisebb lesz a kötvény felára, akkor azt mondjuk, hogy **szűkült** (*tighten*), ha magasabb lesz a szpredje, akkor azt mondjuk, hogy **tágult** (*widen*) a kötvény.

**9. ábra**  
Periféria fedezett kötvények swap felárainak alakulása historikusan



Forrás: Citi, iBoxx

### 6.3.2. Fedezett kötvény versus államkötvény

Nem csak a swap rátához szokták hasonlítani egy fedezett kötvény szpredjét, hanem az adott ország **államkötvényeihez**, illetve a kibocsátó **fedezetlen kötvényének** hozamához is. Általában magas a **korreláció** a szuverén kötvények illetve a fedezett kötvények között, melynek oka nyilvánvaló: a szuverén kockázat több faktoron keresztül is érinti az adott ország fedezett kötvényeit.

A kibocsátókat – főként azokat, melyek jelentős hazai piaci részesedéssel rendelkeznek – közvetlenül érinti az ország gazdasága. Üzleti kilátásaik romlanak gyengülő gazdasági környezetben, valamint a treasuryjük által tartott hazai állampapírok felárainak tágulása közvetlenül rontja eredményüket. A fedezeti eszközök körére is közvetlen hatással van az ország gazdasága: a lassuló növekedés általában magasabb munkanélküliséggel jár együtt, ami a nem teljesítő hitelek számának megugrásához vezet. A fedezett kötvények **hitelminősítésénél** is fontos szerepet játszik az ország szuverén minősítése. A nagy hitelminősítők meghatároznak egy maximális eltérést az államkötvények minősítésétől felfelé, valamint a szuverén felárak változását beépítik a cover pool cash flow modelljeibe is. Bár általában elmondható, hogy az államkötvényekhez képest **extra hozamot** kínálnak a hasonló lejáratú fedezett kötvények, azonban **előfordulhat ennek a fordítottja is**, vagyis amikor alacsonyabb hozam mellett kereskednek velük. Ez a helyzet állt fent például 2011 végén egyes periféria országok esetében, amikor az adott országok államkötvényeibe vetett bizalom megrendült. A másik racionális magyarázat a hitelminősítésben keresendő. A fedezett kötvények általában magasabb hitelbesorolást kapnak, mint az adott ország államkötvényei, melynek következtében néhány befektető csak előbbit vásárolhatja, vagy előnyben részesíti azt.

### 6.3.3. Fedezett kötvény versus fedezetlen kötvény

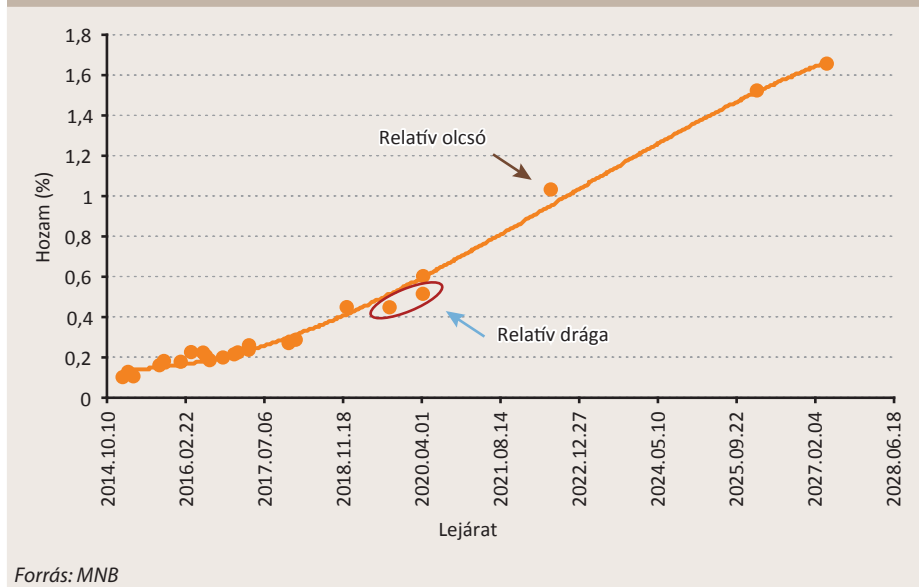
A fedezetlen kötvénnyel való összehasonlítás végső soron egy döntés arra vonatkozóan, hogy a bank **tőkeszerkezetén belül** hova fektetjük be a pénzünket. Mindkét eszközosztály szenior, vagyis elsőrendű kötelezettség, de a **fedezetlen kötvény a struktúrában a fedezett kötvény alatt helyezkedik el**. A fedezett kötvény **csődvalószínűsége alacsonyabb**, a kibocsátó fizetésképtelensége esetén pedig a visszanyerési rátája (*recovery rate*) magasabb. Továbbá a belső feltőkésítésbe (*bail-in*) a fedezett kötvénytulajdonosokat nem lehet bevonni, míg a fedezetlen kötvénytulajdonosokat igen. Normál piaci körülmények között nyilvánvalóan a fedezett kötvénynek van alacsonyabb hozama, ám előfordult már a történelem során olyan időszak, amikor ennek fordítottja állt fenn. Általában ezek a **piaci anomáliák csak időszakosak**, és meglehetősen gyorsan eltűnnek. Az is elmondható, hogy általában a fedezett kötvény felára lassabban reagál bizonyos piaci információkra, azok csak később épülnek be az árakba, mint a fedezetlen kötvény esetén. A két hozam-

szintet összehasonlítva azt kell eldönteni a befektetőknek, hogy **kellőképp kompenzál-e** a magasabb hozam az extra kockázatért. Piaci turbulenciák (mint például a 2011–12-es euroválság) idején több száz bázispont is lehet a különbség ugyanazon kibocsátó hasonló lejáratú fedezett és fedezetlen kötvénye között, ám normál piaci körülmények között ez inkább a 30-50 bázispontos sávban mozog.

### 6.3.4. Relatív value

Egy adott kötvényt **relatív érték** (*relative value, RV*) szemléletben is megvizsgálhatunk. Ekkor a kötvény hozamát egyrészt a **hasonló tulajdonságokkal** rendelkező (futamidő, hitelminősítés, ország, fedzeti pool stb.) kötvény hozamához hasonlítjuk, másrészt a saját hozamgörbéjéhez. A piacon gyakran megjelenő kibocsátóknak egyszerre több kibocsátott kötvénye van forgalomban, melyek a lejárat skálán szóródnak, így hozamgörbét lehet rájuk illeszteni. A hozamgörbe segítségével beazonosíthatunk relatív olcsó, illetve relatív drága kötvényeket. Amely kötvények hozamban a görbe fölött helyezkednek el, azok olcsók, amelyek alatta, azok drágák. Persze a gyakorlatban számos oka lehet annak, ha egy kötvény olcsónak tűnik: például **nem megfelelő**

**10. ábra**  
Relatív value a saját görbén



Forrás: MNB

**a likviditása**, így árazásában egy likviditási prémium is megjelenik. Továbbá a kereskedési költséget (jelen esetben a bid-ask szpred) is figyelembe véve már nem biztos, hogy megéri kihasználni a lehetőséget.

## 6.4. Várható kibocsátások és lejáratok

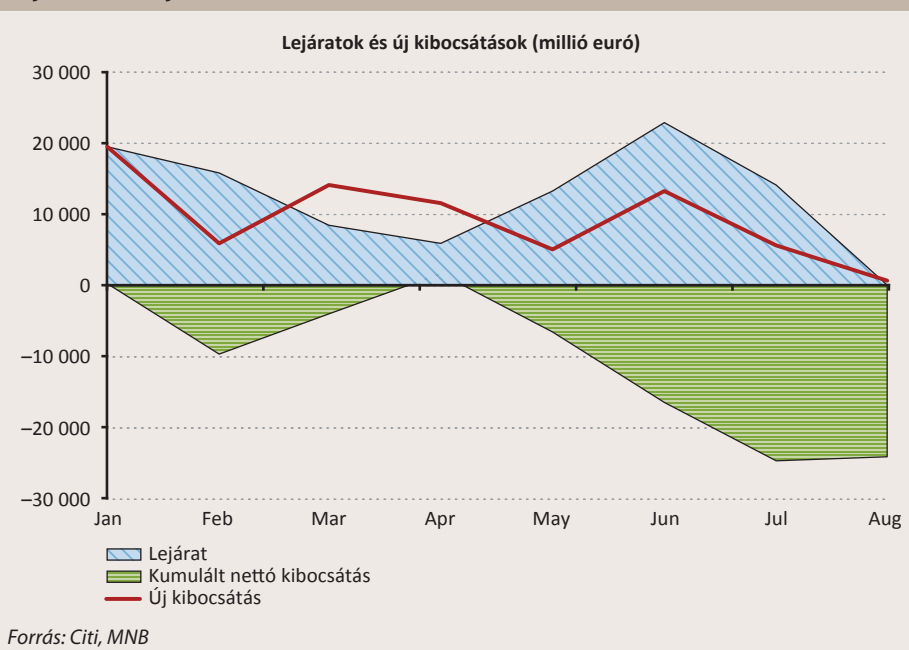
Az egész eszközosztály teljesítményét befolyásolja a **kibocsátások várható volumene**, illetve az elkövetkező **időszak során lejáró** fedezett kötvények mennyisége. Egyszerűen a kereslet-kínálat törvényén keresztül érvényesül az árakra való hatás. Ha egy adott hónap (esetleg év) során például nagy mennyiségben jár le fedezett kötvény, míg relatíve kevés új kibocsátás lesz, akkor a másodpiaci felárak szűkülése irányába mutat a tendencia. A lejáró kötvényekből befolyó összeget a befektetők feltehetőleg ugyanabba az eszközosztályba fogják újra befektetni, és **új kibocsátások hiányában** a másodpiacról fognak hasonló kötvényeket beszerezni, felhajtva ezzel az árat.

A példaként kiragadott alábbi két ábráról a következőket lehet leolvasni:

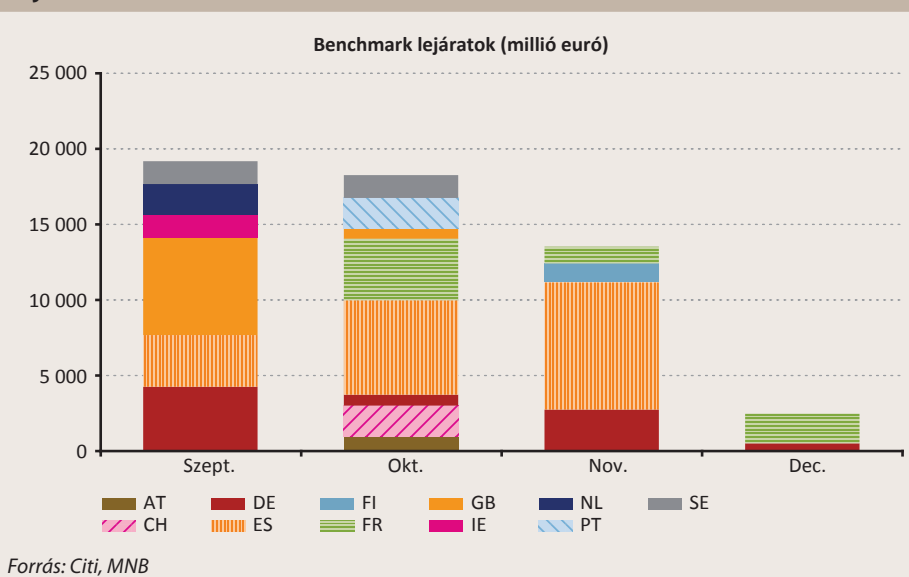
- Az adott évben eddig március és április kivételével mindig több lejárat volt, mint új kibocsátás.
- Augusztusig mintegy 24 milliárd euróval zsugorodott a piac mérete.
- Előretekintve szeptemberben és októberben jelentős (19 illetve 18 milliárd euro) benchmark lejáratok lesznek.
- Decemberben alig lesz benchmark lejárat, így abban a hónapban nem várható az addicionális keresletből fakadóan jelentős felárszűkülés.
- A szeptemberben lejáró fedezett kötvények jelentős része az Egyesült Királysághoz köthető, így annak másodpiaca profitálhat az újrabefektetések által generált keresletből.
- Az októberi és novemberi benchmark lejáratok elsősorban a spanyol fedezett kötvényekhez köthetők, így az addicionális kereslet elsősorban azok másodpiacát érintheti.



### 11. ábra Lejáratok és új kibocsátások alakulása historikusan



### 12. ábra Lejáratok alakulása előretékitve



## 6.5. Egyéb technikai faktorok

A fentiekén kívül egyéb, főként **technikai faktorok** is jelentősen befolyásolhatják a fedezett kötvények árazási szintjét, sőt előfordulhat, hogy e faktorok **felülkerekednek a fundamentumokon**. Az egyik nagyon fontos tényező lehet a globális pénzrendszerben lévő likviditásbőség (vagy -hiány), mely a világ nagy jegybankjai (Fed, EKB, BOJ, BoE) által megvalósított **monetáris politika** következménye. Likviditásbőség esetén a befektetők keresik azokat a pénzügyi eszközöket, amelyek egy kis **hozamprémiumot** nyújtanak (*hunt for yield*). A másik fontos tényező a **szabályozói környezet**. A piaci szereplők kénytelenek betartani a szigorú előírásokat, azokkal összhangban kialakítani a portfólióikat (akár bankokról, akár befektetési alapokról vagy biztosítók-ról van szó). Ha például változik egy szabályozás, az **addicionális keresletet (vagy kínálatot) teremthet** az adott termék piacán, befolyásolva ezzel annak áralakulását.

# Szószedet

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| <i>ABS</i>                    | asset backed security; eszközfedezetű értékpapír; a hitelkockázatot, valamint az előtörlesztés kockázatát a kötvénytulajdonosok viselik   |
| <i>bail in</i>                | belső feltőkésítés; a bank gyakorlatilag a kötvénytulajdonosokat vonja be a tőkeemelésbe, vagyis az adósságát írja le a kötvényesek kárára  |
| <i>collateral</i>             | fedezet, biztosíték   |
| <i>cover pool</i>             | fedezeti eszközök köre  |
| <i>covered bond</i>           | fedezett kötvény  |
| <i>delinquency</i>            | késedelmes, vagy nem teljesítő hitelek  |
| <i>discontinuity cap</i>      | a Fitch minősítési módszertanában használt kifejezés; a mutató 9 fokozatú skálán (0-8) becsli annak kockázatát, hogy a kibocsátó csődje esetén a fedezett kötvénytulajdonosoknak járó cash flowk folytonosságában lenne-e bármi zavar |
| <i>initial price thoughts</i> | új kibocsátás esetén a könyvépítés kezdeti fázisában megjelölt indikatív, swap rátához képesti hozamfelár   |
| <i>ISIN</i>                   | egyedi értékpapírazonosító (12 karakter)  |
| <i>loan to value</i>          | hitel/hitelfedezeti érték   |
| <i>mortgage</i>               | jelzáloghitel   |
| <i>MBS</i>                    | mortgage backed security; jelzálogfedezetű értékpapír (nem azonos a fedezett kötvénnyel)  |
| <i>new issue premium</i>      | új kibocsátási prémium; a kibocsátó saját hozamgörbéjéből interpolált hozam fölötti felár   |
| <i>official guidance</i>      | hivatalos iránymutatás az új kibocsátás könyvépítési fázisában  |
| <i>overcollateralization</i>  | túlbiztosítás; megmutatja, hogy mennyivel több fedezet áll rendelkezése biztosítékuul elkülönítve a kibocsátott kötvényekhez  |
| <i>priority claim</i>         | rangsorban első helyen lévő követelés   |

|                                 |  |
|---------------------------------|--|
| <i>public loan</i>              | közszférának nyújtott hitel  |
| <i>rating</i>                   | minősítés, hitelminősítés  |
| <i>recovery rate</i>            | visszanyerési ráta; megmutatja, hogy egy esetleges csőd esetén mekkora kifizetésre számíthatnak a kötvénytulajdonosok  |
| <i>reoffer</i>                  | kibocsátáskori hozam vagy ár   |
| <i>seasoning</i>                | a hitel folyósítása óta eltelt idő általában hónapban kifejezve  |
| <i>special purpose vehicle</i>  | speciális célra létrehozott entitás  |
| <i>substitute assets</i>        | helyettesítő eszköz  |
| <i>tap</i>                      | rábocsátás   |
| <i>timely payment indicator</i> | a Moody's minősítési módszertanában szereplő indikátor annak valószínűségét jelzi egy 6 fokozatú skálán, hogy a kibocsátó csődje után a fedezeti poolból származó cash flowkból időben ki tudnák-e fizetni a kötvénytulajdonosokat |

# Hivatkozások

BNP Paribas: *Covered Bond Guide*, 2013

ECBC: *European Covered Bond Fact Book*, 2014

European Covered Bond Council: *Essential Features of Covered Bonds*, 2014

Morrison & Foerster LLP (2013): *Frequently asked questions about covered bonds*

NordLB: *Issuer Guide Covered Bonds*, 2014

Royal Bank of Scotland: *Covered Bond Guide*, 4th Edition. 2013



**OKTATÁSI FÜZETEK**  
**FEDEZETT KÖTVÉNYEK**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium  
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

