



# Hypotekárne záložné listy verzus kryté dlhopisy

## Východiská harmonizácie legislatívneho rámca pre kryté dlhopisy

Matej Krčmár  
Národná banka Slovenska

*V posledných piatich rokoch je jednou z významných tém ozdravovania a harmonizovania pravidiel finančného sektora aj oblasť krytých dlhopisov (covered bonds). Ich analyzovanie a definovanie spoločných znakov sa zaoberajú viaceré európske inštitúcie od Európskej bankovej autority (EBA) cez Európsku komisiu až po Európsky parlament a príslušné asociácie. Napriek tomu, že dosiaľ sa nedospelo k spoločnej harmonizácii pravidiel na trhu s krytými dlhopismi, vykonalo sa množstvo práce s prijatými odporúčaniami, ktoré určujú smerovanie ďalšieho vývoja. V dôsledku nich sa v niektorých štátoch na národnej úrovni novelizuje príslušná legislatíva alebo sa tvorí úplne nový právny rámec. V sérii príspevkov sa chceme venovať práve dosiahnutým zmenám, daniu na európskej úrovni, ako aj ich analyzovaniu vo vzťahu k hypotekárnym záložným listom a súvisiacemu domácemu trhu.*

Trh s krytými dlhopismi je jedným s najstarších finančných trhov a v niektorých štátoch západnej Európy má viac ako dvestoročnú históriu. Prvé kryté dlhopisy boli vydané v Prusku v roku 1769 a v Dánsku v roku 1795 na obnovu Kodane po veľkom ničivom požiari. Životaschopnosť dánskych dlhopisov sa osvedčila v niekoľkých ekonomických i politických krízach, a to počas bankrotu Dánskeho kráľovstva na začiatku 19. storočia, počas Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch 20. storočia či nedávnej finančnej krízy. Napriek turbulentným okolnostiam každý jednotlivý krytý dlhopis bol plne splatený jeho majiteľovi. Aj vďaka týmto dôvodom ich rating dosahuje najvyššie stupne kvality (AAA podľa S&P) a v niektorých prípadoch je ich likvidita vyššia ako likvidita dánskych štátnych dlhopisov. Medzi základných lídrov európskeho trhu krytých dlhopisov z dôvodu dĺžky trvania trhu a veľkosti bilancie patrí Dánsko, Nemecko, Francúzsko, Švédsko, Taliansko, Spojené kráľovstvo a Nórsko. Prax týchto krajín je základom pre tvorbu harmonizovaných pravidiel krytých dlhopisov.

Kým na jednej strane sú štáty západnej Európy s vysoko rozvinutými trhmi, od ktorých je možné čerpať skúsenosti, na druhej strane sú členské štáty, kde je síce zavedená legislatíva ku krytým dlhopisom, ale trh v podstate neexistuje (napr. Rumunsko, Bulharsko, Litva), alebo štáty, kde vôbec neexistuje právny rámec regulácie krytých dlhopisov (Estónsko, Chorvátsko). Medzi tými dvoma vymedzeniami sú niektoré členské štáty ako Slovensko, kde hypotekárny trh a príslušný legislatívny rámec existujú, ale dynamika rozvoja krytých dlhopisov je nízka, až stagnujúca. Podiel vydaných hypotekárných záložných listov (HZL)

na bilancii sektora bánk na Slovensku tvorí necelých 6 % a na úveroch na bývanie 20 %.

V roku 2015 Európska komisia publikovala konzultačný dokument ku krytým dlhopisom v EÚ, v ktorom načrtla zámer harmonizácie v dvoch rovinách. Prvou je harmonizácia niektorých štandardov pre národné režimy a druhou je zavedenie spoločného európskeho krytého dlhopisu prijatím paneurópskeho rámca pre kryté dlhopisy, tzv. 29. režimu. Návrhy však zatiaľ nevyšli do prijatia európskeho legislatívneho dokumentu, ktorý by zakladal povinnosť, resp. určitý stupeň povinnosti harmonizácie pravidiel, a tak novelizovanie alebo tvorba legislatívnych rámcov pre kryté dlhopisy zostávajú na dobrovoľnej národnej regulácii. K pomalému procesu tvorby prispieva nielen komplikovanosť témy, ale aj priepastná fragmentácia medzi členskými štátmi, resp. štátmi EHS. Navyše Európska komisia sa snaží rozšíriť segment krytých dlhopisov okrem tradičných podkladových aktív aj na financovanie SME (malých a stredných podnikov) a verejnej infraštruktúry.

Čo je krytý dlhopis? Kryté dlhopisy predstavujú finančný nástroj, ktorý zabezpečuje úverovým inštitúciám stabilné zdroje dlhodobého financovania hypotekárných úverov hlavne rezidenčných nehnuteľností, úverov verejného sektora, ale aj firemných úverov a špecifických bankových obchodov, ako je financovanie lietadiel a lodí. Krytý dlhopis je spájaný s vysokou dôverou a bezpečím investorov. Táto istota návratnosti dlhodobo investovaných zdrojov vyplýva z podkladových aktív, ktorými sú zabezpečené kryté dlhopisy a ktoré sú oddelené do samostatného krycieho bloku. Majiteľ (investor) krytého dlhopisu má informácie o aktívach, do ktorých investuje a ktoré mu zá-



- 1 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (prepracované znenie).
- 2 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013 z 26. júna 2013 o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investičné spoločnosti a o zmene nariadenia (EÚ) č. 648/2012.
- 3 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/59/EÚ z 15. mája 2014, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa mení smernica Rady 82/891/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EÚ, 2012/30/EÚ a 2013/36/EÚ a nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 a (EÚ) č. 648/2012.
- 4 Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2015/61 z 10. októbra 2014, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013, pokiaľ ide o požiadavku na krytie likvidity pre úverové inštitúcie.

roven zabezpečujú návratnosť prostredníctvom splácania úveru dlžníkom. Navyše má priamy nárok na tieto aktíva oddelené v krycom bloku (zábezpeke) v prípade insolventnosti emitenta.

V európskom priestore nenachádzame jednotnú definíciu krytého dlhopisu, ale len popis jeho základných charakteristík odvodených z článku 52 odseku 4 smernice 2009/65/EC<sup>1</sup> týkajúcej sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (ďalej len „smernica UCITS“) a ďalšie rozšírenie znakov v čl. 129 odseku 1 nariadenia EÚ č. 575/2013<sup>2</sup> (ďalej len „nariadenie CRR“).

Smernica UCITS umožňuje poskytnúť podniku kolektívneho investovania výnimku z limitu investovania a zvýšiť ho v prípade investovania do dlhopisov spĺňajúcich charakteristiky v troch oblastiach:

- **Charakteristika emitenta:** dlhopis musí byť emitovaný úverovou inštitúciou, ktorá má svoje sídlo v členskom štáte.
- **Princíp dvojitej ochrany investície (dual recourse principle):**
  - a) nárok investora voči emitentovi na zabezpečenie plnej platobnej povinnosti z aktív v krycom bloku. (Dlhodobé zdroje majú byť investované do dlhodobých aktív – tzv. zosúladenie splatností aktív a pasív);
  - b) prioritný nárok investora na hradenie istiny, ako aj príslušného úroku z aktív v krycom bloku v prípade zlyhania emitenta.
- **Špeciálny verejný dohľad:** emitent musí byť inštitúciou, ktorá zo zákona podlieha osobitnému verejnému dohľadu určenému na ochranu držiteľov dlhopisov.

Nariadenie CRR v čl. 129, ktorý nadväzuje na smernicu UCITS, používa na označenie týchto dlhopisov už pojem kryté dlhopisy (covered bonds). Na účely uplatňovania preferenčného zaobchádzania pri výpočte požiadaviek kapitálu z riziko vážených aktív rozširuje tieto charakteristické znaky krytých dlhopisov o podmienky stanovujúce primerané zabezpečenie podkladových aktív a o kritériá na zverejňovanie informácií pre investorov.

Ďalšou európskou legislatívou zaoberajúcou sa krytými dlhopismi je smernica BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive)<sup>3</sup> a RTS (Regulatory Technical Standards) pre zmiernovanie rizík z OTC derivátov.

V súvislosti s rôznou robustnosťou, históriou i stupňom rozvoja trhov naprieč členskými štátmi EÚ a aktivitami Európskej komisie je odôvodnenou otázkou zmysel harmonizácie požiadaviek pre kryté dlhopisy. Dôvody a začiatky týchto aktivít možno nájsť v požiadavkách na likviditu a v zatriedení jednotlivých aktív podľa stupňa kvality do tried od vysoko likvidných aktív až po nelikvidné aktíva. Ďalším podnetom bola snaha posúdiť kvalitu krytých dlhopisov emitovaných mimo krajín EHS (z tretích krajín) podľa relevantných štandardov. Analýzy trhov s krytými dlhopismi vyústili do definovania požiadaviek na zaradenie krytých dlhopisov medzi likvidné aktíva (likvidné

aktíva úrovne 1, 2A, 2B). Tieto požiadavky boli zavedené do európskej legislatívy prijatím delegovaného nariadenia k ukazovateľom likvidity (LCR – liquidity coverage ratio) dňa 10. októbra 2014<sup>4</sup>. Ďalšou dôležitou reguláciou vo vzťahu ku krytým dlhopisom bude očakávané zavedenie plnenia požiadaviek pre pomer čistého stabilného financovania (NSFR – net stable funding ratio) v blízkej budúcnosti.

Z nelegislatívnych noriem, ktoré významne prispeli k budovaniu spoločných štandardov európskeho trhu krytých dlhopisov, boli dve rozsiahle správy spracované a publikované EBA. V prvej z nich, z roku 2014, sú uvedené odporúčania, ktoré by mali členské štáty implementovať do svojej legislatívy, aby dlhopisy mohli byť považované za kryté dlhopisy a za kvalitné likvidné aktíva. V druhej správe publikovanej na konci roka 2016 EBA hodnotí stav dobrovoľnej národnej implementácie daných odporúčaní a načrtáva postup budúcej harmonizácie krytých dlhopisov v troch krokoch:

- Rozvoj rámca krytých dlhopisov vyúsťujúci do smernice EÚ.
- Novelizovanie ustanovení CRR vo vzťahu ku krytým dlhopisom a ich preferenčného zaobchádzania.
- Ustanovenia, ktoré by boli na dobrovoľnej báze zosúladenia národných pravidiel.

Tieto odporúčania EBA sa týkajú spoločných štandardov krytých dlhopisov vo vzťahu k dvojitej ochrane zabezpečenia nároku platobnej povinnosti, k oddeleniu aktív v krycom bloku, k oddialeniu bankrotu krytého dlhopisu v prípade stresovej situácie na trhu alebo emitenta, k správe krytých dlhopisov, resp. celého programu súvisiaceho s krytými dlhopismi, k zloženiu, výške a zabezpečeniu krycieho bloku, k požiadavkám na zabezpečenie aktív v krycom bloku, k používaniu derivátových finančných nástrojov na zmiernenie rizík súvisiacich s programom krytých dlhopisov, k vankúšu likvidity pre kryté dlhopisy, k stresovému testovaniu, rozsahu požiadaviek na transparentné zverejňovanie, povinností a právomocí verejného správcu a k výkonu dohľadu v súvislosti s programom krytých dlhopisov.

Publikovanie záverov i návrhov regulácie zo správ EBA a z konzultačných dokumentov Európskej komisie vzbudzuje u účastníkov trhu a v príslušných inštitúciách členských štátov opravené obavy o zmysel dobrovoľných noviel pred publikovaním legislatívneho dokumentu EÚ ku krytým dlhopisom. V prieskume vykonanom Credit agricole, Corporate & Investment Bank v marci 2017 sa zistovalo, aké sú najväčšie obavy emitentov krytých dlhopisov vo vzťahu k návrhom harmonizácie. Emitenti sa obávajú, že Európska rada a Európsky parlament neprijmú legislatívne návrhy, vzhľadom na vnútorné legislatívne procesy a blížiac sa voľby do Európskeho parlamentu v novembri 2019. Vychádzajú pritom z praxe, že šesť mesiacov pred skončením mandátu terajšieho Parlamentu sa už nepredkladajú legislatívne texty na schválenie, čo bude zároveň len dva mesiace

#### Použitá literatúra:

1. Consultation document Covered bonds in the European Union, EK, December 2015, [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf)
2. Covered Bonds in the European Union: Harmonisation of legal frameworks and market behaviours, R. Kemmish, Ch. Wilkinson, O.



po plánovanou skončení vyjednávani o brexite. Obávajú sa, že priestor do mája 2019 bude v plnej miere časovo a personálne venovaný vyjednávaniu podmienok o brexite, čo spôsobí spomalenie prác na technických detailoch harmonizovaných štandardov ku krytým dlhopisom.

V Slovenskej republike základy hypotekárneho trhu a trhu s hypotekárnymi záložnými listami boli legislatívne položené v roku 1998, no jeho dynamický rozvoj možno pozorovať po roku 2002 a nasledujúcich pár rokov. Nielen finančná kríza, ale aj vývoj na trhu v podobe rozvoja iných úverov na bývanie ako hypotekárnych obchodov ukázali pozitíva i slabosti legislatívneho rámca, ktorý taktiež prispieva k stagnácii tohto segmentu v bilancii bánk. Ako už bolo uvedené, základným legislatívnym rámcom je dnes smernica UCITS, ktorej článok 52 bol v slovenskom právnom poriadku transponovaný do zákona o kolektívnom investovaní č. 203/2011 Z. z. v znení neskorších predpisov

v § 89 v odseku 7. Navyše v odseku 11 je uvedené, že za takéto dlhopisy (kryté) sa na Slovensku považujú práve hypotekárne záložné listy a komunálne obligácie. Toto ustanovenie bolo jedným z podnetov na analýzu, či dané dlhopisy vyhovujú dnešným požiadavkám a či to postačuje na to, aby hypotekárne záložné listy mali štatút krytých dlhopisov a patrili medzi kvalitné likvidné aktíva.

Na základe podnetov z praxe za ostatných 15 rokov existencie slovenského hypotekárneho trhu, ako aj návrhov európskej harmonizácie štandardov pre kryté dlhopisy prijala Národná banka Slovenska spolu s Ministerstvom financií SR v roku 2016 rozhodnutie o začatí procesu komplexnej revízie doterajšieho legislatívneho rámca k hypotekárnemu bankovníctvu.

Spôsob zavedenia odporúčaní EBA do slovenského právneho rámca krytých dlhopisov s cieľom zlepšenia trhu hypotekárneho financovania bude predmetom nasledujúcich článkov.

- Andruszkiewicz, April 2017, [https://bookshop.europa.eu/en/covered-bonds-in-the-european-union-pbEV0216985/downloads/EV-02-16-985-EN-N/EV0216985ENN\\_002.pdf?FileName=EV0216985ENN\\_002.pdf&SKU=EV0216985ENN\\_PDF&CatalogueNumber=EV-02-16-985-EN-N](https://bookshop.europa.eu/en/covered-bonds-in-the-european-union-pbEV0216985/downloads/EV-02-16-985-EN-N/EV0216985ENN_002.pdf?FileName=EV0216985ENN_002.pdf&SKU=EV0216985ENN_PDF&CatalogueNumber=EV-02-16-985-EN-N))
3. Danish Covered Bond Handbook, Danske Bank, 27 September 2016, <https://danskebank.com/da-dk/ir/Documents/Other/Danish-Covered-Bond-Handbook-2016.pdf>
  4. EBA REPORT ON COVERED BONDS RECOMMENDATIONS ON HARMONISATION OF COVERED BOND FRAMEWORKS IN THE EU, EBA, 20 December 2016, [https://www.eba.europa.eu/document-s/10180/1699643/EBA+Report+on+Covered+Bonds+\(EBA-Op-2016-23\).pdf](https://www.eba.europa.eu/document-s/10180/1699643/EBA+Report+on+Covered+Bonds+(EBA-Op-2016-23).pdf)

## I N F O R M Á C I E

### Prieskum skupiny EIB v krajinách CESEE

Investičný výhľad v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe sa javí pozitívne, no spoločnosti musia investovať viac do špičkových zariadení a vybavenia, ako aj do výskumu a vývoja. Tieto zistenia vyplynuli z prieskumu o investíciách a investičnom financovaní, ktoré Európska investičná banka zverejnila 26. mája na fóre GLOBSEC Forum 2017 v Bratislave. Prieskum sa zameril na investičné prostredie v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe (CESEE) a zapojilo sa doň 12 000 firiem.<sup>1</sup>

Zistenia z prieskumu ukazujú, že napriek skutočnosti, že podiel spoločností investujúcich v tomto regióne v roku 2015 nedosahoval priemer EÚ, investičná činnosť firiem bola obzvlášť výrazná v Slovinsku, Českej republike a Chorvátsku, a to nad úrovňou priemeru EÚ alebo na jeho úrovni. Výhľad bol vo všeobecnosti pozitívny s tým, že takmer všetky krajiny v tomto regióne vykázali, že viac firiem investičné zámery v roku 2016 skôr posilňovalo než redukovalo.

Z prieskumu vyplýva, že investičný výhľad v regióne CESEE na finančný rok 2016 bol mierne optimistický. Viac podnikov očakávalo expanziu v investovaní v súlade s priemerom v EÚ. Najsilnejšie investičné očakávania boli v Chorvátsku, Maďarsku, Poľsku a na Slovensku, zatiaľ čo najslabšie očakávania investičnej aktivity boli v Litve, Estónsku a Lotyšsku. Zodpovedá to do istej miery pomalšiemu hospodárskemu rastu v pobaltských krajinách, silnému domácejmu dopytu v krajinách CEE4 a zotaveniu sa z dlhého a hlbokého recesie v Chorvátsku.

Ak to porovnáme s EÚ ako celkom, firmy v krajinách CESEE investujú viac v relatívnom vyjadrení do hmotných aktív (napr. do strojov a zariadení,

do vybavenia, pozemkov, budov atď.) a zaostávajú v investíciách do výskumu a vývoja. Môže to negatívne ovplyvniť ich úsilie posunúť sa smerom k produkcii s vyššou pridanou hodnotou v strednodobom horizonte, hlavne vzhľadom na skutočnosť, že firmy v krajinách CESEE zaostávajú za EÚ ako celkom z hľadiska produktivity.

Investičnou prioritou firiem v nasledujúcich troch rokoch je investovanie do výmeny, resp. obnovy existujúcich produktov a služieb, čo sa prejavilo výrazne medzi firmami v Maďarsku a Estónsku. Poľsko, Česká republika a Slovensko vykázali najvyšší podiel firiem plánujúcich investovať do nových produktov a služieb. V relatívnom vyjadrení sa zámery zvyšovať kapacity – čo zvyčajne predstavuje najväčšie investičné náklady – prejavili najvýraznejšie medzi firmami v Chorvátsku (38 % firiem), Rumunsku (33 %) a na Slovensku (30 %).

Z výsledkov vyplýva, že nedostatok investícií nevzniká len v dôsledku nedostatočného kapitálu, ale tiež v zmysle nedostatočného špičkového vybavenia a zariadení a energeticky hospodárnych výrobných či kancelárskych budov. Okrem toho politické a regulačné nastavenie uberá na odvahe investovať v tomto regióne a dostupnosť zamestnancov s požadovanými zručnosťami je dominantným problémom. V porovnaní s priemerom EÚ vyšší podiel firiem nemá dostatočný prístup k externému financovaniu, pričom hlavný dôvod nespokojnosti s externým financovaním sa redukuje na otázku vyžadovaného kolaterálu a nákladov na financovanie.

Z tlačovej správy EIB z 26. mája 2017

<sup>1</sup> Prieskum sa uskutočnil v mesiacoch júl až november 2016. Výsledky sa hodnotia podľa pridanej hodnoty, ktorá odráža prínos firiem do ekonomiky. V krajinách CESEE, ktoré sú členmi EÚ, sa do prieskumu zapojilo 4 881 firiem v 11 krajinách.