

TARTU ÜLIKOOL  
Õigusteaduskond Tallinnas  
Eraõiguse instituut

Magnus Lomp

PANDIKIRJA FINANTSINSTRUMENDI REGULATSIOON EUROOPA LIIDU  
ÕIGUSE ÜHETAOLISE KOHALDAMISE VALGUSES

Magistritöö

Juhendaja dr. iur. Kadri Siibak  
Kaasjuhendaja dr. iur. Piia Kalamees

Tallinn 2015

## SISUKORD

SISSEJUHATUS .....	3
1. SEADUSLIKU PANDIKIRJA OLEMUS .....	7
1.1. Pandikirja definitsioon ja olemus .....	7
1.2. Struktuuriliste pandikirjade erinevus .....	12
1.3. Väärtpaberistamise erinevus pandikirjast.....	15
2. SEADUSLIKU PANDIKIRJA OLULISED OMADUSED.....	17
2.1. Seaduslike pandikirjade emitent.....	17
2.2. Pandikirja tagatisvara ja likviidsuspuhvri nõuded .....	21
2.3. Pandikirjaportfelli kohustusliku ületagamise nõuded .....	29
2.4. Pandikirjade võlausaldajate kahetasandiline kaitse ja tagatisvarade eraldamine .....	32
3. PANDIKIRJA VÕLAUSALDAJATE KAITSE MEHHAANISMID .....	35
3.1. Pandikirja instrumendile omased riskid .....	35
3.2. Pandikirja emitendi monitooring ja avalik järelevalve .....	42
3.3. Pandikirja võlausaldajate kaitsemehhanismide rakendumine .....	46
4. EUROOPA LIIDU ÕIGUSE PANDIKIRJA REGULATSIOONIDE ÜHETAOLINE KOHALDAMINE EESTI KREDIIDIASUTUSTES .....	51
4.1. Hüpooteegi õiguskindluse nõuded Euroopa Liidu õiguse kontekstis .....	51
4.2. Euroopa Liidu õiguse pandikirja sätete ühetaoline kohaldamine Eesti krediitiasutuste poolt.....	56
KOKKUVÕTE .....	65
COVERED BOND REGULATIONS IN THE CONTEXT OF UNIFORM APPLICATION OF EUROPEAN LAW .....	69
KASUTATUD KIRJANDUS .....	74
KASUTATUD NORMATIIVMATERJAL .....	78
KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA .....	79
MUUD KASUTATUD MATERJALID .....	80

## SISSEJUHATUS

Tänapäeva maailma arenenud riikide pangandusturul on likviidse kapitali kaasamine saanud krediidasutuste jaoks üheks võtmeküsimuseks, mis määratleb krediidasutuse suutlikkuse äärmiselt konkureerival turul areneda ja pakkuda klientidele parimatel tingimustel pangandusteenuseid. Euroopas on üheks selliseks krediidasutuste likviidse kapitali kaasamise meetmeks pangandustegevuses olnud pandikirjana (*covered bond*) tuntud finantsinstrument.

Panganduse ajaloos on pandikirjad olnud pangandustegevuses viimase kaheksa aasta jooksul ühed kõige olulisemad siseriikliku kinnisvaraturu finantseerimise ja likviidse vara kaasamise vahenditest. Täna on väljastatud pandikirjadest saanud globaalsetes mõõtmetes ja riigipiirideülene pankade tegevuse finantseerimise meede, mis toetab olulisel määral pankade regionaalset majanduslikku stabiilsust.

Pandikirju peetakse üheks kõige turvalisemaks ja likviidsemaks finantsinstrumendiks ning seda eelkõige pandikirja seaduslikust raamistikust tulenevatele võlausaldajaid ulatuslikult kaitsvate täiendavate garantiide tõttu. Pandikirjade kõrge usaldusväärsus on tingitud eelkõige pandikirja emiteerija kohustusest teostada pandikirja osaku omanikule investeringu põhiosa väljamakse pandikirja väljastava krediidasutuse pankroti korral. Pankroti korral aga tagab osaku omaniku nõuet likviidsuspuhvris asuv tagatisvara. Samal põhjusel on valdav enamus Euroopa ja ka maailma suurriikidest võtnud vastu pandikirjade regulatsioonid, mille alusel on krediidasutustel võimalik emiteerida pandikirju ja pakkuda pandikirjade investoritele siseriiklikust õigusest tulenevat regulatiivset kaitset.

2008. aastal alguse saanud ülemaailmse majanduskriisi tagajärjel on kogu maailmas väga intensiivselt ja suuremahuliselt hakatud pangandusõiguse valdkonda reguleerima. Eelnimetatud regulatsioonidest tulenevaid põhimõtteid tuntakse usaldusnormatiividena. Krediidasutusi ulatuslikult piiravad uued usaldusnormatiivid on G-20 juhtide 25. septembril 2009. aastal kohtumisel kokkulepitud seisukohtade tulemused pangandussektori reguleerimiseks. Euroopa Liidu kontekstis on tänu kapitali vaba liikumise põhimõttele pangandusturg muutunud viimase kümnendi jooksul oluliselt väiksemaks ning pangateenuste tarbimine on ületanud traditsioonilised siseriikliku jurisdiktsiooni piirid. Sellest lähtuvalt on Euroopa Liit näinud vajadust alustada siseturu stabiilsust ja krediidasutuste usaldusväärssust tagavate usaldusnormatiivide ühtlustamisega ning seda ka pandikirjade regulatsioonide osas.

Uute regulatsioonide tõttu on krediidasutuse jaoks tagatud finantseerimine odavam, kui tagamata finantseerimine ning see võimaldab tervikuna alandada kogukapitali kaasamise kulukust. Nagu selgus 2014. aastal Peter N. Posch, Johannes Lubbers, Joachim Erhardt poolt korraldatud analüüsi tulemustest, on Euroopa pangandusturul kõige efektiivsem meede soodsa kapitali kaasamiseks ja krediidasutuse kapitali kulukuse määra alandamiseks just pandikirjade emiteerimine.<sup>1</sup> Krediidasutused on ka enne uute ja rangemate usaldusnormatiivide kehtestamist kasutanud pandikirju soodsa kapitali kaasamiseks, sest krediidasutused peavad pandikirjadelt tasuma madalamat intressi, kui tagamata kohustuste eest, mida reeglina finantseeritakse laenudest.

Kuna Eesti Vabariik kuulub samuti Euroopa Liitu on ka siinsed krediidasutused kohustatud panganduse siseturgu reguleerivatest õigusaktidest lähtuma. Käesoleva magistr töö teema olulisus tuleneb üldisemalt Euroopa Liidu õiguse rakendumisest Eesti siseriiklikus õiguses ning seeläbi Euroopa Liidu õiguse õigussubjektidele võrdsete õiguslike võimaluste garanteerimise vajalikkusest.

Eesti siseriiklik õiguskord ei tunne pandikirja finantsinstrumentide emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni, siis on autori hinnangul esmalt tarvis välja selgitada pandikirja finantsinstrumendi olemus, olulised omadused ning võlausaldajate kaitse meetmed. Teisest küljest on antud teema käsitlemiseks vajalik vaadata Euroopa Liidu tasandil pangandusturu regulatsioonide kohaldatavust ja usaldusnormatiivide täidetavust Eesti krediidasutuste suhtes olukorras, kus pandikirjade emiteerimiseks vajalik regulatsioon puudub. Käesoleva teema arendus on väga uudne, kuna varasemalt enne 2014. aastat ei ole Euroopa Liidu õiguses panganduse usaldusnormatiive ning ühtseid kapitalinõudeid määrusega kehtestatud.

Pandikirja finantsinstrument on krediidasutuste jaoks üks kapitali kaasamise vahenditest, mis võimaldab finantseerida kohaliku kinnisvaraturgu. Pandikirjade väljastamiseks vajaliku regulatsiooni puudumine omab lisaks õiguslikele probleemidele ka vahetut majanduslikku mõju, mis pärsib Eesti krediidasutuste kohalikku konkurentsivõimet. Eelnimetatud probleem on autori hinnangul oma majandusliku mõju tõttu jätnud Eesti krediidasutused halvemasse positsiooni võrreldes naaberriikide krediidasutustega.

---

<sup>1</sup> P.N. Posch, J. Lubbers ja J. Erhardt. Bail-In and Asset Encumbrance: Implications for Banks' Asset Liability Management. Dortmund, 2014. lk 18. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=2545196> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2545196> 20.04.2015)

Pandikirja emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni ei ole Eestis vastu võetud, kuigi lähiajaloo on selleks tehtud vähemalt üks algatus.<sup>2</sup> Pandikirja regulatsiooni eelnõu välja töötamine on olnud Eesti Pangaliidu poolt püstitatud eesmärgiks juba 2013. aastast<sup>3</sup> ning sellest lähtuvalt on tegemist väga aktuaalse teemaga nii siseriikliku kui ka Euroopa Liidu pangandusturu regulatsioonide ühtse käsitlemise valguses. Eeltoodust lähtuvalt on antud uurimustöö hüpoteesideks:

1. Pandikiri on olemuslikult kõrge usaldusväärsusega finantsinstrument, mis tagab emitendi võlausaldajate investeringute ulatusliku kaitse ning maandab võlausaldajate kahju kandmise riske.
2. Pandikirja emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni puudumine piirab Eesti krediitiasutuste suhtes Euroopa Liidu õiguse ühtset kohaldamist ning usaldusnormatiivide ühetaolist rakendamist.

Uurimustöö eesmärgiks on analüüsida pandikirja Euroopa Liidu õigusest tulenevaid regulatsioone ja analüüsida sarnaste efektiivselt toimivate pandikirja turgudega riikide näitel pandikirja finantsinstrumendi olemust ja investoritele pakutavat kaitset. Selleks on töö autor valinud Belgia, kui kõige uuema tervikliku pandikirja regulatsiooni Euroopas ja Saksamaa pandikirja regulatsiooni, kui kõige vanema ja suurema turu mõjuga pandikirja regulatsiooni Euroopas, et näitlikustada pandikirja olulisemaid omadusi ning võlausaldajate kaitsmiseks loodud mehhanisme.<sup>4</sup> Lisaks pandikirjade olemuse selgitamisele püütakse välja selgitada Eesti krediitiasutustele kohalduvate Euroopa Liidu õigusaktide mõju pandikirja emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni puudumise perspektiivist ühtse liidu kontekstis.

Käesolev uurimus koondab erinevatest allikatest – õiguspraktika, õigusaktid ja õiguskirjandus – saadud teavet, mis annab teema kohta edasi teoreetilise käsitluse ja koondab sellest selgitatud ülevaate. Uurimismeetodina on kasutatud analüüsivat ja võrdlevat meetodit.

Uurimustöö struktuurilt analüüsitakse esmalt pandikirjade regulatsioonidest tulenevaid loomupäraseid omadusi, sealhulgas pandikirjade definitsiooni ja erinevusi teiste pandikirjale sarnaste finantsinstrumentide vahel. Teises peatükis analüüsitakse pandikirja regulatsiooni

---

<sup>2</sup> Rahandusminister Siim Kallase kõne Väärtpapierituru seaduse eelnõu nr 638 SE arutlemisel, Riigikogu istungistenogramm, 17.10.2001. (Kättesaadav arvutivõrgust:

<http://www.riigikogu.ee/?op=steno&stcommand=steno&date=1003316400> 20.04.2015)

<sup>3</sup> Eesti Pangaliidu eesmärgid aastast 2013. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://www.pangaliit.ee/et/ylidino/tegevuse-sihid> 20.04.2015)

<sup>4</sup> R. Grossmann. Overview of Covered bonds. Covered Bond Fact Book 2014. Brüssel 2014. lk 105 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)

olemusest ja pandikirja kõige olulisemaid omadusi. Kolmandas peatükis käsitletakse pandikirjale omaseid riske, võlausaldajate kaitseks järelevalvelisi meetmeid ning nende mõju võlausaldajate nõuete kaitsmisele. Neljandas peatükis selgitab autor uute Euroopa Liidu õigusest tulenevate usaldusnormatiivide ja teiste pandikirja mõjutavate õigusaktide olemust ja mõju Eesti krediitiasutusele, mis kaasneb pandikirjade emiteerimisega, kuid mida Eesti krediitiasutustel rakendada ei ole võimalik.

Käesoleval teemal ega ka pandikirjadest ei ole varasemalt Eestis bakalaureuse- või magistritöid kirjutatud.

# 1. SEADUSLIKU PANDIKIRJA OLEMUS

## 1.1. Pandikirja definitsioon ja olemus

Pandikiri on olnud paljudes Euroopa riikides väga efektiivse pangandustegevuse finantseerimise meetmena kasutusel juba üle 200 aasta. Peamiselt finantseeritakse pandikirjadega suuresti siseriikliku kinnisvaraturgu läbi soodsamate eluasemehüpoteeklaenu intresside, mis on krediidasutuste jaoks väga konkureeriva laenuturu puhul selge eelis. Krediidasutuse poolt pandikirjade emiteerimine on alternatiivne kapitali kaasamise meede klassikalistele hoiuste kaasamisele.<sup>5</sup>

Sellest hoolimata on Euroopas endiselt mitmeid riike, kellel puudub või kes alles alustavad siseriikliku pandikirja finantsinstrumendi emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni välja töötamisega. Pandikirja emiteerimine on reguleeritud Euroopas kokku 32 riigis, kellest 27 on muuhulgas Euroopa Liidu liikmed. Väljas pool Euroopat kohtab finantsturgudel pandikirja instrumente aga pigem tugevate kapitaliturgudega riikide seadusandluses näiteks Austraalias, Kanadas, Jaapanis ja Ameerika Ühendriikides.<sup>6</sup>

Ajalooliselt kasvas pandikirja instrument välja põllumajandusest ning järk-järgult arenes sellest instrumendist era- ja ärikinnisvara, laevade, lennukite ja avaliku sektori laenude finantseerimise meede, mis kõik kätkevad endast kõrget ja pikaajalist kvaliteeti. Tänapäeval on pandikirjadest saanud kõige võimsam ja suurim eluasemelaenude finantseerimise vahend Euroopas.<sup>7</sup>

Hoolimata asjaolust, et Euroopa riikide puhul erinevad nii nende riikide kultuurilised ja majanduslikud põhiprintsiibid kui ka seadusandlus ja õiguskord, on pandikirjade regulatsioonides mitmeid sarnasusi. Euroopa riikide lõikes varieeruvad oluliselt järgmised aspektid: omanike ja üüripindade kasutussuhted ja riiklikud osakaalud, väljastavate laenude intressimäärad ja struktuurid – fikseeritud või dünaamilised laenude tagasimakse tingimused ja kinnisasjade täitemenetluse protseduurid.<sup>8</sup> Kõik need asjaolud mõjutavad seda, milline on

---

<sup>5</sup> Krediidasutuste seadus § 4 lg 1 - RT I, 19.03.2015, 41

<sup>6</sup> Stöcker, O. Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures, HOUSING FINANCE INTERNATIONAL. 2011. lk 32 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/1982A65F3A54238AC1257DD5004E8095/\\$FILE/Beitrag\\_Stoecker\\_%20HFI\\_%20Winter\\_%202011.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/1982A65F3A54238AC1257DD5004E8095/$FILE/Beitrag_Stoecker_%20HFI_%20Winter_%202011.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>7</sup> *Ibid.* lk 32

<sup>8</sup> *Ibid.*

riigi krediidasutuste perspektiivis otstarbekas regulatsioon pandikirjade emiteerimiseks ning haldamiseks sobilik struktuur. Euroopas puuduvad täiesti ühtsete omadustega siseriiklikud pandikirja regulatsioonid ning samamoodi erinevad üksteisest riigiti pandikirja instrumendi struktuurid, kuid Euroopa Liidu regulatsioonidega on asutud intensiivselt pandikirja olemust reguleerima.

Oma olemuselt on pandikiri struktureeritud finantseerimise vahend sarnaselt tagatud väärtpaperitele ja tagatud võlakirjadele. Tegemist on pikaajalise võlakirjaga, mida tagab iseseisva rahavooga tagatisvaradest koosnev pandikirjaportfell (likviidsuspuhver<sup>9</sup>). Võlausaldajate intressimakseid teostatakse seejuures emitendi enda rahavoogude, mitte portfelli rahavoogude arvelt.

Nagu ka sissejuhatuses mainitud, siis Mandri-Euroopas on pandikirja finantsinstrumendid olnud kasutusel erinevates riikides, näiteks Saksamaal ja Taanis, juba mitusada aastat.<sup>10</sup> Sellest asjaolust hoolimata ei ole senini pandikirjade kohta kujunenud ühtset ja ülemaailmset definitsiooni. Siseriiklikult on erijurisdiktsioonid defineerinud pandikirju, kuid globaalselt aktsepteeritud ühtset sisu pole senini suudetud pandikirja instrumendile anda. Pigem on erinevate institutsioonide käsitluses lähtutud pandikirjade ühtsetest karakteristikutest, mis on saanud antud finantsinstrumendile riiklike regulatsioonide põhjal omaseks. Ühtse definitsiooni puudumist on kinnitanud ka Euroopa Keskpank, kes on samas välja pakkunud endapoolse definitsiooni pandikirjale, kui „dualistliku regressiõigusega väärtpaper, mis on emiteeritud krediidasutuse poolt ning mille eelistatud nõuete täidetavust tagab eraldiseisev ja tagatisvaradest koosnev likviidsuspuhver“.<sup>11</sup>

Siseriiklike regulatsioonide paljususe tõttu moodustasid 2013. aastal Euroopa Hüpoteeği Föderatsioon (European Mortgage Federation ehk EMF) ja Euroopa Pandikirja Nõukogu (European Covered Bond Council ehk ECBC) ühiselt Pandikirja Märglise Konventsiooni (Covered Bond Label Convention), mille eesmärgiks on Euroopa pandikirjaturu läbipaistvamaks muutmise ja Euroopa Liidu õigusaktidele vastavate pandikirja regulatsioonide märgistamine ning üldsuse teavitamine.<sup>12</sup> 2014. aastal moodustatud

---

<sup>9</sup> *Likviidsuspuhver* - Likviidsuspuhvriina käsitatakse raha ja muud koormamata likviidset vara, mis võimaldab krediidasutusel või selle filiaalil täita kohustusi stressiolukordades.

<sup>10</sup> Grossmann 2014. lk 105

<sup>11</sup> European Central Bank. Covered bonds in the EU Financial system, Germany 2008. lk 6 (Arvutivõrgust kättesaadav: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en\\_en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf) 20.04.2015)

<sup>12</sup> European Covered Bond Council. Covered Bond Fact Book 2014. Brüssel 2014. lk 27 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)

konventsiooni tulemusel defineerisid kaks eelmainitud organisatsiooni pandikirja kui võlakirja, mida tagab eluasemehüpoteeklaen, avaliku sektori laen või laeva hüpoteeklaen ning teda iseloomustab võlakirjaomanike kahetasandiline kaitsemehhanism, mis tuleneb pandikirja seaduslikust raamistikust.<sup>13</sup>

Euroopa Liidu õiguse kontekstis leiame lisaks Pandikirja Märgise Konventsioonis välja pakutud definitsioonile pandikirjade definitsioonile vägagi sarnase määratluse Eurofondide (edaspidi UCITS) direktiivi 2009/65/EÜ<sup>14</sup> artiklist 52 lõikest 4, mis üldisemas mõttes käsitleb investeringutele seatud piiranguid teatud tüüpi väärtpaperite suhtes. Artikkel 52 lõige 4 viitab võlakirjadele, mis on emiteeritud krediidasutuse poolt ja mille registrijärgne asukoht on liikmesriigis ja mille suhtes kohaldatakse vastavalt õigusaktidele võlakirjaomanike kaitseks kavandatud erilist avalikku järelevalvet.

Euroopa Parlamendi ja Nõukogu krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohalduvate usaldusnõuete määrusest 575/2013<sup>15</sup> (edaspidi CRR) artiklist 4 punktist 60 leiame pandikirja käsitluse mille kohaselt on pandikiri “raha sarnane instrument”, mille eest on krediidasutusele juba täielikult makstud ja mille krediidasutus ostab tingimusteta tagasi selle nimiväärtuses. Antud määratlust ei saa autori hinnangul pidada pandikirja Euroopa Liidu siseselt ühtseks pandikirja definitsiooniks, vaid tegemist on kõige laiemas mõttes pandikirja olemuse kirjeldusega ja seda just krediidasutuse perspektiivist vaadatuna.

Samas leiame CRR määruse artiklist 129 lõikes 1 otsese viite UCITS direktiivi artiklile 52 lõikele 4, mis adresseerib direktiivis määratletud võlakirja kui pandikirja. Lisaks UCITS direktiivi viitele näeb CRR määrus ette täiendavad kapitali kvaliteedi kriteeriumid, millele peab pandikiri vastama. Eeltoodust võime järeldada, et kuigi universaalne pandikirja definitsioon puudub, on Euroopa Liidu liikmesriigid leppinud kokku ühtsetes pandikirja minimaalsetes tingimustes, millest lähtuvalt võib finantsinstrumenti üldse pandikirjaks pidada.

---

<sup>13</sup>Covered Bond Label Foundation. The Covered Bond Label Convention. Brüssel 2014. lk 1 (Arvutivõrgust kättesaadav: [https://www.coveredbondlabel.com/pdf/Covered\\_Bond\\_Label\\_Convention\\_2015.pdf](https://www.coveredbondlabel.com/pdf/Covered_Bond_Label_Convention_2015.pdf) 19.04.2015)

<sup>14</sup>Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 13.07.2009 2009/65/EÜ, mis käsitleb vabalt võõrandatavatesse väärtpaperitesse ühiseks investeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamist - ELT L 302, 17.11.2009.

<sup>15</sup>Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus 26.06.2013 575/2013, mis käsitleb krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete normative ja millega muudetakse määrust 648/2012 - ETL 176/1, 27.6.2013.

Ühtse definitsiooni puudumine on olnud ajendiks ECBC poolt pandikirjale omaste minimaalsete standardite dokumendi välja töötamiseks.<sup>16</sup> ECBC hinnangul on nad määratlenud minimaalsed kriteeriumid millest lähtuvalt saab pidada väärtpaberit pandikirjaks. Ühele alljärgnevale kriteeriumitele mitte vastamise korral ei ole alust pidada väärtpaberit pandikirjaks, sealjuures tuleb kriteeriume analüüsida eraldiseisvalt definitsioonidest, mis konkreetsele väärtpaberile on varasemalt antud.

ECBC miinumstandardid pandikirjale<sup>17</sup>:

1. Väärtpaberid on emiteeritud krediidasutuse poolt, kelle üle peetakse avalikku ja reguleeritud järelevalvet.
2. Emiteeritud väärtpaberite võlausaldajatel peab olema finantsvaradest koosneva likviidsuspuhvri vastu suunatud nõuete korral eelisnõudeõigus teiste krediidasutuse võlausaldajate ees.
3. Krediidasutusel on kohustus säilitada likviidsuspuhvris võlausaldajate nõuete rahuldamiseks samaväärses mahus varasid.
4. Järelevalvet likviidsuspuhvri kohustuste üle peetakse avaliku või muu iseseisva isiku poolt.

Euroopa Liidu õigusele on kohane põhimõte, et liikmesriikidel on direktiividest tulenevaid regulatsioone kohustus üle võtta, kuid neil on õigus kehtestada direktiivist rangemad tingimised siseriiklikus õiguses. Näitlikustamaks Euroopa Liidu liikmesriikide pandikirja regulatsioonides esinevate definitsioonide mitmekülgust toob autor siinkohal välja Belgia ja Saksamaa pandikirja regulatsioonides välja pakutud definitsioonid pandikirjale. Belgia pandikirja seaduse<sup>18</sup> artikkel 3 kohaselt on pandikiri kohustus, mis vastab järgnevale kriteeriumitele: 1) kohustus on emiteeritud krediidasutuse poolt, kes on kantud Belgia Riigipanga hallatavasse registrisse; 2) kohustus mida emiteeritakse või kohustus, mida emiteeritakse pandikirja programmi alusel peab olema registreeritud Belgia Riigipanga spetsiaalsete emiteerimislubade registris; 3) pandikirjaportfelli varad ja nende väärtused lisaks kõigile nende varade suhtes kohalduvatele eritingimustele või õigustele on kantud

---

<sup>16</sup> European Covered Bond Council. ECBC essential features of covered bonds. Brüssel 2013. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503> 20.04.2015)

<sup>17</sup> *Ibid.*

<sup>18</sup> Belgian Covered Bonds Act 3.08.2012. (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi\\_loi/change\\_lg.pl?language=nl&la=N&table\\_name=wet&cn=2012080324](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2012080324) 19.05.2015)

eraldiseisvasse registrisse; 4) määratud on isik, kes esindab ja seisab pandikirja võlausaldajate huvide eest; 5) määratud on krediidasutuse poolne isik, kes monitoorib ja teostab järelevalvet pandikirjaportfellis vastavusregulatsioonide täitmise üle; 6) määratud on isik, kes haldab pandikirjaportfelli nii emiteerimise protsessi käigus kui ka võimaliku pankroti ja võlausaldajate vara vähenemise riski korral.

Saksamaa Pandikirja Seadus<sup>19</sup> ei anna ühest ja selget määratlust pandikirja definitsioonile öeldes väga üldsõnaliselt, mida pandikiri endast kujutab. Saksa Pandikirja Seaduse § 1 lg 2 ütleb, et pandikiri on õigus sobiliku krediidasutuse vastu, osaliselt või täielikult hüpoteegiga tagatud kohustuse suhtes, mida haldab pandikirja panga nimel vastastikusest usaldussuhtest tulenevalt krediidasutus, kui maksejõuetuse olukorras on varahaldaja varad eraldatud ja õiguse väärtus on võrdneväärne seda tagava hüpoteegiga.

Kuigi Euroopa Liidu tasandil on õigusaktides suudetud määratleda pandikirjade erinevate mudelite tõttu üksnes minimaalsed omadused on uurimustöö autori hinnangul järgmises peatükis pandikirja asjaomaste omaduste ja olemuse analüüsimisel põhjendatum lähtuda ECBC välja pakutud minimaalsetest kriteeriumitest kuna nende määratlus on UCITS direktiivist omast mõneti põhjalikum ning ECBC määratlus hõlmab endas UCITS direktiivi minimaalseid tingimusi. Kuigi pandikirjade osas puudub ühtne definitsioon, aitavad ECBC ja UCITS direktiivi miinimum standardid anda edasi pandikirjade finantsinstrumentide struktuurile omaseid tunnuseid, mille sisu avatakse täpsemalt järgmistes peatükkides.

Pandikirju võib kõige laiemas mõttes liigitada seaduslikuks ja struktuuriliseks pandikirjaks. Nende peamine eripära seisneb selles, et seaduslikke pandikirju emiteeritakse vastava seadusliku raamistiku alusel ja struktureeritud pandikirju emiteeritakse seaduse üldnormidest lähtuvalt.<sup>20</sup> Kahe enamlevinud pandikirja erinevusi käsitleb autor põhjalikumalt järgmises alapeatükis.

---

<sup>19</sup> The Pfandbrief Act, 18.12.2014 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/81536972C0C17B4FC1257DC4004FC8EC/\\$FILE/EN\\_PfandBG\\_23.12.2014.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/81536972C0C17B4FC1257DC4004FC8EC/$FILE/EN_PfandBG_23.12.2014.pdf?OpenElement) 19.05.2015)

<sup>20</sup> European Central Bank. 2008. lk 14

## 1.2. Struktuuriliste pandikirjade erinevus

Tagatud võlakirjade emiteerimiseks on sisuliselt kolm erinevat võimalust, mis omavad vahetut mõju ja seost võlausaldajate kaitsmiseks mõeldud mehhanismide rakendamisele ning emiteeritud väärtpaberite usaldusväärsusele. Käesolevas alapeatükis avab autor enamlevinud ja pandikirjale kõige sarnasemate tagatud võlakirjade struktuurilised erinevused. Kuigi Euroopa erinevates jurisdiktsioonides varieeruvad tagatud võlakirjade struktuurid suuresti on siiski pandikirjadel ja väärtpaberistatud laenudel mitmeid struktuuriliselt ühiseid omadusi. Kuna uurimustöö sisu keskendub peaaesjalikult seadusest tulenevatele pandikirjadele, siis struktuuriliste ja väärtpaberistatud laenude analüüsimisel tuuakse välja üksnes erinevused ja sarnasused võrreldes seadusest tulenevate pandikirjadega.

Sisuliselt võib pandikirju nende suhtes Euroopa Liidu õiguse kohaldumisest lähtuvalt jagada kaheks: pandikirjad, mis vastavad UCITS direktiivi artiklis 52 lõikes 4 ja CRR määruse artiklis 129 nõuetele ja teised, mis küll vastavad UCITS direktiivi nõuetele, kuid mitte enam CRR määruse nõuetele ning nende väljastamine on pigem seadusandlusest tulenev teoreetiline võimalus kui praktikas kasutatav seadusest tuleneva pandikirja emiteerimise meetod.<sup>21</sup> Õiguskirjanduses tuntakse UCITS direktiivi minimaalsetele nõuetele ja CRR määruse kapitali kvaliteedi kriteeriumitele vastavaid pandikirju, kui reguleeritud pandikirju ja nende nõuetele mittevastavaid pandikirju reguleerimata pandikirjadena.<sup>22</sup> Reguleeritud või reguleerimata käsitlust peetakse silmas just eelkõige Euroopa Liidu õigusest tulenevate pandikirjade eeliskäsitluse valguses, mida autor käsitleb põhjalikumalt käesoleva töö viimases peatükis.

Sisuliselt erinevad reguleeritud ja reguleerimata pandikirjad üksteisest selle poolest, et reguleerimata pandikirjade puhul ei täideta vähemalt ühte CRR määruses nimetatud pandikirjade miinimumstandarditest.<sup>23</sup> Teisisõnu saavad krediidasutused struktureeritud pandikirjade emiteerimisel ise valida, kas nad järgivad CRR määruses kapitalile esitatud nõudeid või mitte. Struktureeritud pandikirjad on küll mõningaste erinevustega, kuid siiski

---

<sup>21</sup> S. Petrus. Covered bonds and investor protection: too safe to fail?. Tilburg University 2013. lk 6 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=133411> 20.04.2015)

<sup>22</sup> European Banking Association. Report on EU Covered Bonds Framework and Capital Treatment. 2014. lk 111 (Kättesaadav arvutivõrgust: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf> 20.04.2015)

<sup>23</sup> J. King ja F. Will. The Repo treatment of Covered Bonds by Central Banks. ECBC European Covered Bond fact book 2014. Brüssel 2014 lk. 137-138 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)

väga sarnased seadusest tulenevatele pandikirjadele. Kuigi näiteks Belgia õiguse kohaselt on seaduslikud pandikirjad üksnes seadusest tuleneva raamistiku alusel emiteeritavad pandikirjad ei pruugi see tähendada, et teiste riikide näiteks Hollandi või Ühendkuningriikide puhul, kellel seadusandlik raamistik pandikirjade emiteerimiseks sellisel kujul puudub oleksid reguleerimata ja ei täidaks CRR määrusest tulenevaid nõudeid.

Seadusest tuleneva ja struktureeritud pandikirjade kõige olulisem erinevus tuleneb asjaolust, et struktureeritud pandikiri emiteeritakse ilma otsese pandikirja väljastamist reguleeriva raamseaduse struktuuri ja piiranguteta. Struktureeritud pandikirjade emiteerimisel lähtutakse õiguse üldnormidest ning seadusest tulenevad õigused ja kohustused lepitakse kokku lepingulistest raamides.<sup>24</sup> Teisisõnu investorite investering rajaneb sellisel juhul eeldusel, et teine osapool täidab lepingut korrektselt ning lähtutakse üldisest äri- ja pankrotiõigust.<sup>25</sup> See vähendab investorite jaoks antud võlakirja atraktiivsust, kuna risk enda investeeringu tagasi saamiseks on mõneti madalam. Ühtlasi nõuab turg selles olukorras ka suuremat kompensatsiooni investeringut mõjutava suurema riski arvelt.<sup>26</sup> Struktureeritud pandikirjad võivad kätkeada endas ka positiivseid omadusi, näiteks on lepinguliselt osapooltele võimalik luua paindlikum raamistik investeringu suhtes. Muidugi kaasneb lepingulise raamistikuga aga oluliselt kõrgem hind igale tehingule, kuna investeringu asjaolud tuleb igakordselt kokkuleppida, kuid lepinguliste suhete sisu saavad osapooled turu olukorra muutumisel paindlikumalt kokkuleppida.<sup>27</sup>

Üks võimalike erinevusi võrreldes seaduslike pandikirjadega on see, et struktureeritud pandikirju saavad teoreetiliselt emiteerida ka teised isikud peale krediidasutuste.<sup>28</sup> Kõige olulisem erinevus aga nende kahe pandikirja vahel seisneb selles, et struktureeritud pandikirjade emiteerija saab ise valida, millise tagatisvaraga garanteeritakse võlausaldajate nõudeid likviidsuspuhvis. Sellise pandikirja tagatisvara ei pea vastama CRR direktiivi kapitali nõuetele ja emitent saab oluliselt väiksemate piirangutega kasutada erinevaid tagatise võlausaldajate nõuete tagamiseks. Kindlasti ei mõjuta antud asjaolu aga soodsalt struktureeritud pandikirja usaldusväarsust, kuivõrd investoritel puudub täielik ülevaade tagatisvarade kvaliteedist ja väärtusest, mida muuljuhul nõuab seadus. Kui pandikirjade

<sup>24</sup> F. Packer, R. Stever ja C. Upper. The Covered Bond Market. BIS Quarterly Review, September 2007. lk 44 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1561835> 20.04.2015)

<sup>25</sup> S. L. Schwarcz, The Conundrum of Covered Bonds. The Business Lawyer; Vol. 66. May 2011. lk 569-570 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2954&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2954&context=faculty_scholarship) 20.04.2015)

<sup>26</sup> European Central Bank. 2008. lk 14

<sup>27</sup> Petrus 2013. lk 15

<sup>28</sup> Schwarcz 2011. lk 570

emitendiks ei ole enam krediidasutus või tema portfelli tagatisvarade kvaliteet ei vasta CRR määruse nõuetele, siis sellises olukorras ei saa võlakiri olla ka UCITS direktiivi mõttes pandikiri, kuna tegemist on reguleeritud pandikirja asjaomase eeldusega. Autori hinnangul ei sobi struktureeritud pandikirja krediidasutuse CRR määruse alusel riskide maandamiseks, kuid võimaldab krediidasutusel kaasata siiski likviidset kapitali.

Lisaks eelmistes lõikudes kirjeldatud erinevustele on struktureeritud pandikirjade struktuur reeglina mõneti erinev seaduse alusel emiteeritud pandikirjadest. Seaduslike pandikirjade puhul tagatakse võlausaldajate vahel tagatisvarade jaotamine ja võlausaldajate võrdne kohtlemine läbi seaduse alusel peetava tagatisvarade registri.<sup>29</sup> Pankrotimenetluse algamisega on seaduse alusel registrisse kantud varad seeläbi kaitstud krediidasutuse teiste võlausaldajate nõuete eest, kuna registrisse kantud varade arvelt ei rahuldata krediidasutuse teiste võlausaldajate nõudeid.<sup>30</sup> Struktureeritud pandikirjade puhul peab emitent tagatisvarade teiste võlausaldajate nõuete eest kaitsmiseks, müügitehinguga või loovutamise teel eraldama pandikirja tagatisvarad emitendi üldisest varast ja paigutama tagatisvarad eraldiseisvasse juriidilisesse isikusse (*Special Purpose Vehicle ehk SPV*).<sup>31</sup> Läbi SPV tagatakse emitendi pankroti korral pandikirja tagatisvarade eraldatus.<sup>32</sup> Struktureeritud pandikirjade erinevus teistest väärtpaberistatud laenudest on see, et müüdüd tagatisvarad jäävad aga müügitehingust hoolimata emitendi omandisse.<sup>33</sup>

Struktureeritud pandikirja emiteerimise protsessi võib kirjeldada järgmiselt: emitent emiteerib struktureeritud pandikirjad ja emiteerimise tulemusel võlausaldajatelt saadud raha laenatakse eraldiseisvale juriidilisele isiku arvele. Seejärel eraldiseisev juriidiline isik kasutab emitendilt saadud laenu selleks, et osta võlausaldajate nõuete tagamiseks tagatisvara, mis moodustab struktureeritud pandikirja likviidsuspuhvri ja jääb emitendi omandisse. Tagatisvara soetamiseks võetud laen tuleb endiselt eraldiseisval juriidilisel isikul emitendile tagasi maksta, kuid laen loetakse tagasimakstuks siis, kui kõik emitendi võlausaldajate nõuded on rahuldatud.<sup>34</sup>

Sisuliselt vastutab struktureeritud pandikirja võlausaldajate ees siiski emitent, kes haldab tagatisvarasid ja teenib emiteeritud pandikirjadelt tulu. Eraldiseisev juriidiline isik garanteerib

---

<sup>29</sup> Petrus 2013. lk. 16

<sup>30</sup> *Ibid.* lk 16

<sup>31</sup> European Central Bank. 2008. lk 18

<sup>32</sup> V. Kothari. The Name is Bond. Covered Bond. 2008. lk 9 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://vinodkothari.com/wp-content/uploads/2013/11/covered-bonds-article-by-vinod-kothari.pdf> 20.04.2015)

<sup>33</sup> Kothari 2008. lk 17

<sup>34</sup> Petrus 2013. lk 17

seejuures vaid võlausaldajate nõuete täitmist emitendi pankroti korral.<sup>35</sup> Seeläbi tagatakse pandikirjadele omane kahetasandiline kaitse. Kui emitent pankrotistub, siis rahuldatakse emitendi vastu suunatud võlausaldajate nõuded hoopis eraldiseisva juriidilise isiku arvelt, kes garanteerib üksnes struktureeritud pandikirja võlausaldajate nõudeid. Pandikirja võlausaldajatel on sellises olukorras eelisnõudeõigus eraldiseisva juriidilise isiku vastu. Eraldiseisev juriidiline isik annab emitendi pankrotikorral likviidsuspuhvri üle likviidsuspuhvri haldurile, kes jätkab tagatisvarade haldamist ja alustab võlausaldajate nõuete rahuldamist. Kuivõrd likviidsuspuhvris puuduvad piisavad vahendid võlausaldajate nõuete rahuldamiseks, siis on võlausaldajatel enda nõuete rahuldamiseks võimalik esitada nõue ka emitendi enda vastu.<sup>36</sup> Eeltoodud seisukohtadega nõustub ka käesoleva töö autor, kuid leiab, et struktureeritud pandikirja investorid peavad olema oluliselt parema finantskirjaoskusega selleks, et mõista investeringuteks vajalike lepingute sõlmimisel investeringuga kaasnevaid riske ning vajadusel investeringu tingimused restruktureerida. Krediidiasutuse perspektiivist vaadatuna võimaldab struktureeritud pandikirjade emiteerimine kaasata siiski soodsat ja likviidset kapitali hoolimata CRR määrusest tuleneva eeliskäsitluse võimaluste kasutamata jätmisest.

### **1.3. Väärtpaberistamise erinevus pandikirjast**

Väärtpaberistatud kohustuste struktuur on mõneti vägagi sarnane pandikirjade struktuurile, mis väljendub eelkõige mõlema finantsinstrumendi omaduses eraldada teatud tagatisvarad ülejäänud emitendi varadest pankrotimenetluse algamise korral ja tagada nendega võlausaldajate nõuete rahuldamine.<sup>37</sup> Kuigi mõlema finantsinstrumendi eesmärgid on samad, siis erinevad oluliselt eesmärgi saavutamise mehhanismid ja nende rakendumisega kaasnevate riskide jaotumine. Pandikirjade puhul on kõigil võlausaldajatel dualistlik nõude õigus nii pandikirjaportfelli, kui ka emitendi enda vastu pankroti menetluse algamise korral. Pandikirja võlausaldajate nõuded on selles olukorras selgelt primaarsed ülejäänud emitendi võlausaldajate ees, kuid ka seda teatud eranditega. Väärtpaberistatud kohustuste puhul aga müüakse tagatisvarad reeglina eraldiseisvale juriidilisele isikule, kes saadud varade eest emiteerib võlakirjad. Seeläbi on pankroti korral erinevalt pandikirjast, võlausaldajatel nõue

---

<sup>35</sup> Packer, Stever ja Upper 2007. lk 44

<sup>36</sup> European Central Bank 2008. lk 18

<sup>37</sup> Schwarcz 2011. lk 573

üksnes eraldiseisva juriidilise isiku vastu, kes võlakirjad emiteeris ja kelle valduses on parasjagu tagatisvarad ning seejuures võlausaldajatel puudub nõue krediidasutuse vastu.<sup>38</sup>

Üks väärtpaperistatud kohustuste ja pandikirjade vahelistest erinevusest seondub eelkõige likviidsuspuhvris juhitud riskidega. Pandikirjade puhul on likviidsuspuhvris olev tagatisvara kantud pandikirja emiteerinud krediidasutuse bilanssi ja omandis ning seda ka struktureeritud pandikirjade puhul. Väärtpaperistatud kohustuste puhul võivad tehingud toimuda krediidasutuse bilansiväliselt. Teisisõnu, kui pandikirjade puhul kannab tagatisvarade üleselt ja täiendavat riski krediidasutus ehk emitent, siis väärtpaperistatud laenude korral kannab esmast riski eraldiseisev juriidiline isik, kes haldab tagatisvarasid ja tagatisvarade ülest täiendavat riski kannab võlausaldaja ehk investor isiklikult.<sup>39</sup> Seega on võlausaldajate nõuete rahuldamise võimalus piidatud üksnes tagatisvara ulatuses ja võlausaldajatel puudub pandikirjadele omane dualistlik regressiõigus.

Väärtpaperistatud finantsinstrumente kasutavad reeglina pangad, kes soovivad juhtida riske neile sobilikus suunas.<sup>40</sup> Pandikirjade väljastamine see-eest ei ole sobilik riskide maandamise vahendina krediidasutuste jaoks, kuna riski kannab eelkõige emitent, kellel on järjepidev seadusest tulenev kohustus tagada ületagamise nõudeid likviidsuspuhvri varade suhtes. Krediidasutuse perspektiivist vaadatuna on pandikirjade peamine eesmärk siiski likviidse kapitali kaasamine, mitte riskide edasi juhtimine.<sup>41</sup>

Kõige selle valguses avalduvad väärtpaperistatud kohustuste suhtes võlausaldajatele oluliselt suuremad riskid ja väärtpaperistatud kohustuste tehingud on olulisel määral keerukamad, kui pandikirja tehingud ja struktuur. Pandikirjade puhul pärinevad kõik likviidsuspuhvris olevad tagatisvarad emitendi enda varade hulgast ja seega on krediidasutusel selge ülevaade tagatisvarade olemusest ja kvaliteedist. Väärtpaperistatud kohustuste puhul aga reeglina ei pärine enamuse likviidsuspuhvris olevatest tagatisvaradest emitendilt endalt. Reeglina müüakse väärtpaperistavad laenud investeerimispangale, mis tähendab, et likviidsuspuhver koosneb tavaliselt väga erinevate isikute varadest.<sup>42</sup> Autori hinnangul puudub erinevatelt isikutel saadud tagatisvarade puhul emitendil tegelik kontroll ja ülevaade tagatisvarade kogu

---

<sup>38</sup> Samas

<sup>39</sup> Petrus 2013. lk 19.

<sup>40</sup> S. Carbo-Valverde, R. J. Rosen ja F. Rodríguez-Fernández. Are Covered Bonds a Substitute for Mortgage-Backed Securities?, FRB of Chicago Working Paper No. 2011-14. 2012, lk 20-21 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1969550> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1969550> 20.04.2015)

<sup>41</sup> Kothari 2008. lk 3

<sup>42</sup> Carbo-Valverde, Rosen ja Rodríguez-Fernández 2012. lk 6

kvaliteedi suhtes, mis paratamatult võib seada kahtluse alla võlausaldajate nõuete rahuldamise.

Väärtpaberistatud laenude puhul on likviidsuspuhvril võimalik jagada ja siduda emiteeritavad võlakirjad kindlate tagatisvaradega. See tähendab, et ühes likviidsuspuhvril võivad olla samaaegselt kõrge kvaliteediga varad ja väga madala kvaliteediga varad, mis on seotud konkreetsete nõuetega.<sup>43</sup> Seega võivad sama likviidsuspuhvri poolt emiteeritud võlakirjad olla oluliselt erineva reitinguga. Lähtuvalt eeltoodust ei pruugi väärtpaberistamise puhul emitendi pankroti korral kogu likviidsuspuhvri sisu võlausaldajate vahel *pari passu* põhimõttest lähtuvalt ühetaoliselt jaguneda, kuna osad tagatisvarad võivad olla seotud konkreetsete väärtpaberitega. Seega on investori perspektiivist vaadatuna väga raske prognoosida väärtpaberistamisel nii investeringu tagatisvara kvaliteeti kui ka võlausaldaja positsiooni emitendi pankroti korral. Pandikirjade puhul on selline olukord välistatud, kuna pandikirja likviidsuspuhver on dünaamiline, muutes hallatava süsteemi oluliselt lihtsamaks ja võlausaldajale usaldusväärsemaks.<sup>44</sup> Teisisõnu ei saa pandikirjade puhul siduda võlausaldajate nõudeid konkreetsete tagatisvaradega, vaid pandikirjaportfelli tagavad võrdselt kõigi võlausaldajate nõudeid.

Pandikirjade ja väärtpaberistatud kohustuste vahel on olemas mõningased sarnasused, mis aga ei tähenda sugugi seda, et nende kahe finantsinstrumendi puhul oleks võlausaldajate riskid samaväärselt maandatud. Üldjoontes eristavadki pandikirju teistest väärtpaberistatud laenudest, nende oluliselt suuremad võlausaldajate kaitsmiseks loodud mehhanismid ja oluliselt lihtsam struktuur.

## **2. SEADUSLIKU PANDIKIRJA OLULISED OMADUSED**

### **2.1. Seaduslike pandikirjade emitent**

Selles peatükis keskendutakse peamiselt seaduslike pandikirjade oluliste omaduste analüüsimisele ja legislatiivstruktuuriliste eripärade välja toomisele selleks, et lugeja mõistaks pandikirja finantsinstrumendi erinevate osapoolte investeringu kaitsmiseks loodud mehhanisme ja avalikkuse kõrget usaldust pandikirja instrumendi vastu. Autori hinnangul on oluline rõhutada asjaolu, et käesolevas peatükis keskendutakse reguleeritud ja seaduse alusel

---

<sup>43</sup> Petrus 2013. lk 19

<sup>44</sup> Carbó-Valverde, Rosen ja Rodríguez-Fernández 2012. lk 10

emiteeritud pandikirjadele. Mitmete riikide õiguskord võimaldab krediidasutustel lisaks seaduse alusel emiteeritud pandikirjadele emiteerida ka lepinguliselt reguleeritud ja garanteeritud kohustustel põhinevaid pandikirju, kuigi seaduslik raamistik pandikirjade emiteerimiseks on olemas.<sup>45</sup> Kuna Eesti Vabariigi seadusandluses puudub pandikirja emiteerimiseks vajalik regulatsioon, analüüsib autor seaduslike pandikirjade olulisemaid omadusi erialakirjanduses avaldatud seisukohtadest lähtuvalt, kuid näitlikustab pandikirjadele omaste regulatsioonide eripärasid Belgia ja Saksamaa pandikirja regulatsioonide ja Euroopa Liidu õiguse valguses.

Belgia Pandikirjade Seadus<sup>46</sup> (*Pandbrieven Act*) jõustus 3. augustil 2012. aastal, mille järel on Belgias pandikirju emiteeritud kahe krediidasutuse poolt. Kindlasti väärib mainimist, et Belgia näitel ei piisanud üksnes ühe seaduse vastu võtmisest, vaid pandikirja seaduse tarbeks reformeeriti sama-aegselt ka teisi seadusi ja pandikirja seaduse täpsustamiseks võeti 11. oktoobril 2012. aastal vastu Finantsministri poolt Kuninglik Dekreet<sup>47</sup>. Nagu sissejuhatuses juba mainiti, on Belgia Pandikirja Seadus kõige noorem terviklik pandikirja siseriiklik regulatsioon Euroopas.<sup>48</sup>

Pandikirja emiteerimise õigust Saksamaal reguleerib Pandikirja Seadus<sup>49</sup> (*Pfandbrief Act*), mis võeti suurte reformide tulemusel ja muudetud kujul vastu 17. veebruaril 2005. aastal ja hakkas kehtima sama aasta 19. juulil. Varasemalt reguleeris samu õigussuhteid, kuid kitsamas formaadis Hüpoteekpankade Seadus. Lisaks hüpoteekpankade regulatsioonile reguleeris sarnaseid suhteid ka Avalike Pandikirjade Seadus (*Public Pfandbrief Act*) ja ka Laevapandikirjade Seadus (*Ship Pfandbrief Act*), mis 2005. aastal Saksamaa Pandikirja Seaduse ühtsustamise ja kodifitseerimise eesmärgiga ühendati ühtse pandikirja seaduse regulatsiooni.<sup>50</sup>

---

<sup>45</sup> European Central Bank 2008 lk. 9

<sup>46</sup> Belgian Covered Bonds Act 3.08.2012. (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi\\_loi/change\\_lg.pl?language=nl&la=N&table\\_name=wet&cn=2012080324](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2012080324) 20.04.2015)

<sup>47</sup> Belgian Finance Ministers Royal Decree 11.10.2012, (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi/article\\_body.pl?language=nl&caller=summary&pub\\_date=2012-10-18&numac=201200330720](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi/article_body.pl?language=nl&caller=summary&pub_date=2012-10-18&numac=201200330720) 20.04.2015)

<sup>48</sup> Grossmann 2014. lk 105

<sup>49</sup> Pfandbrief Act 18.12.2014 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/81536972C0C17B4FC1257DC4004FC8EC/\\$FILE/EN\\_PfandBG\\_23.12.2014.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/81536972C0C17B4FC1257DC4004FC8EC/$FILE/EN_PfandBG_23.12.2014.pdf?OpenElement) 19.05.2015)

<sup>50</sup> M. Spangler ja R. Werner. German Covered Bonds. Overview and Risk Analysis of Pfandbriefe, 2014. lk 9 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.springer.com/cda/content/document/cda\\_downloaddocument/9783319025520-c1.pdf?SGWID=0-0-45-1488316-p175490879](http://www.springer.com/cda/content/document/cda_downloaddocument/9783319025520-c1.pdf?SGWID=0-0-45-1488316-p175490879). 20.04.2015)

Selleks, et emitierida reguleeritud pandikirju peab emitent vastama mitmetele kriteeriumitele. Kõige esmasemaks ja olulisemaks kriteeriumiks võib pidada UCITS direktiivi artiklist 54 lõikest 2 tulenevat nõuet, et pandikirja emitent peab olema krediidasutus. Belgia Pandikirjade Seaduse kohaselt peab pandikirjade emitent olema krediidasutus ning pandikirjade emitierimiseks peab krediidasutus taotlema Belgia Riigipangalt vastava litsentsi. Esitatud taotluses peab krediidasutus kirjeldama ja näitama avalikule järelvalvele, kuidas on pandikirja emitendi erinevad riskide maandamisprotsessid juhitud ja kuidas on organisatsiooni siseselt erinevad kohustused jaotunud ja millised on nende pikaajalise tegevuse eesmärgid. Emitent peab litsentsitaotluses lisaks eelmainitud kohustustele avaldama auditeerimiskohustuse protseduurireeglite kirjeldused sh teostatavate siseauditite sageduse, otsustamise ja raporteerimise protsessi kirjeldused ning tehniliste ja tarkvaraliste tugisüsteemide kirjeldused.<sup>51</sup>

Belgia Pandikirjade Seaduse kohaselt väljastab Belgia Riigipank pandikirja emitierimise üllditsentsi üksnes siis, kui pank on veendunud krediidasutuse juhtimis- ja raamatupidamisprotseduuride vastavuses seadusega ning krediidasutus on regulatsioonile vastavalt suutlik tagama tagatisvarade eraldatuse ja võlausaldajate nõuete rahuldamise pankroti olukorras.<sup>52</sup>

Lisaks Belgia Riigipanga poolt väljastatud üllditsentsile peab krediidasutus pandikirja programmi emitierimiseks taotlema Belgia Riigipangast igakordselt spetsiaalse loa, mille alusel saab krediidasutus vaid ühe vastava emisiooniprogrammi emitierimisega alustada. Spetsiaalse loa taotlemisel peab krediidasutus kirjeldama pandikirja emitierimisega kaasnevat mõju krediidasutuse likviidsusele ja ühtlasi määratlema emitieritava pandikirja tagatisvarade ulatuse ja kvaliteedi. Lisaks sellele tuleb krediidasutusel kirjeldada ka tagatisvarade aluseks olevate laenukohustuste tagasimaksetähtaegade vastavust likviidsuspuhvri tagatisvarale.<sup>53</sup>

Pank rahuldab taotluse üksnes siis, kui ta on veendunud, et pandikirja emissiooniprogrammi taotleval krediidasutusel on varasemalt väljastatud üllditsents ning et emitendi likviidsuspuhver koosneb üksnes hüpoteegiga tagatud laenudest või avaliku sektori laenudest või nõuetest teiste krediidasutuste vastu või nõuetest investeerimisfondi vastu, mille

---

<sup>51</sup> Belgian Covered Bonds Act 3.08.2012. art. 10

<sup>52</sup> *Ibid.*

<sup>53</sup> *Ibid.*

tagatisvarad on eelnimetatud.<sup>54</sup> Autori hinnangul võib Belgia õiguses topelt litsentside taotlemise kohustus olla krediidasutusele liialt koormav. Samas võib seda kohustust õigustada aga pandikirja emisiooniprogrammiline muutus, mille korral on avalikul järelevalvel põhjalikum ülevaade emissioonist. Autori hinnangul on aga ühekordse litsentsitaotluse esitamine piisav, et hinnata emitendi riskijuhtimise protsesside paikapidavust ja emitendi suutlikust pandikirjade emiteerimiseks.

Sarnaselt Belgia pandikirja regulatsiooni näitele peab ka Saksamaa pandikirja regulatsiooni kohaselt pandikirja emitent olema krediidasutus. Lisaks krediidasutuse määratlusele, mis saadakse samuti litsentsi alusel, peab pandikirjade emiteerimiseks krediidasutus saama Saksamaa Riiklikult Finantsjärelevalve Asutuselt (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* edaspidi *BaFin*) laenamisega seotud pangandustegevuseks kirjaliku litsentsi.<sup>55</sup>

Finantsjärelevalvelt pandikirjade emiteerimiseks vajaliku litsentsi saamiseks peab krediidasutus tulenevalt Saksa Pandikirja Seaduse § 2 täitma järgmised kriteeriumid: 1) tema põhikapital peab olema vähemalt 25 miljonit eurot; 2) tal peab olema laenudega tegelemiseks väljastatud litsents; 3) tal peavad olema sobilikud haldamise, monitoorimise ja kontrolli protseduurid ja instrumendid riskide maandamiseks, mis tõusetuvad likviidsuspuhvrast ja pandikirjade emiteerimisel; 4) tal peab olema jätkusuutlik ja korrapärane pandikirja äriplaan; 5) sõltuvalt litsentsi ulatusest, peab krediidasutusel olema küllaldane organisatsiooniline struktuur ja piisavad vahendid, et võtta arvesse ja vajadusel toetada tulevikus eelduslikult asetleidvate hüpoteeklaenude ja avaliku sektori laenude ja laevade ja lennukite sektoris toimuvaid hinnamuutusi ja nende finantseerimist sh läbi pandikirjade emiteerimise. Krediidasutus, mis on saanud eelnimetatud kriteeriumite täitmisega pandikirjade emiteerimiseks litsentsi, kutsutakse saksa õiguse kohaselt Pandikirja pangaks (*Pfandbrief bank*).

Eeltoodust lähtuvalt on näha, et liikmesriigid on oluliselt detailsemalt reguleerinud pandikirja emitendiks kvalifitseerumise tingimusi, kui seda reguleerib UCITS direktiiv. Sisuliste nõuete poolest on mõlema riigi redaktsioonid väga sarnased, kui jätta kõrvale Belgia topelt litsentsi taotlemise kohustus. Autori hinnangul võib topeltloa taotlemine olla teatud teavet edastav funktsioon, kuid sisuliselt esitatakse Saksamaa õiguse kohaselt krediidasutusele samad

---

<sup>54</sup> *Ibid.*

<sup>55</sup> Pfandbrief Act § 2

nõudmised, mis Belgia õiguse kohaselt. Seega leiab autor, et Eestis pandikirja regulatsiooni välja töötamisel oleks otstarbekam lähtuda Saksa õigusest ning kehtestada pandikirjade emiteerimiseks ühekordne litsents. Saksamaa õigus on oluliselt üldsõnalisem ning võimaldab järelevalvel seaduse sisustamisel esitada konkretiseeritud tingimused näiteks juhenditega või muu paindlikuma regulatsiooniga.

## **2.2. Pandikirja tagatisvara ja likviidsuspuhvri nõuded**

Üks kõige olulisemaid pandikirja kui finantsinstrumendi omadusi on tagatisvaradest koosneva pandikirjaportfelli ehk likviidsuspuhvri olemasolu, mis koosneb kõrge kvaliteediga tagatisvaradest. Pandikirjade likviidsuspuhvri eripära seisneb selles, et portfelli paigutatud tagatisvarad on täielikult eraldiseisvad krediidasutuse teistest varadest. Euroopa riikide erinevates jurisdiktsioonides varieerub suuresti asjaolu, kas krediidasutuse emiteeritud pandikirjade likviidsuspuhvris asuvad tagatisvarad loetakse krediidasutuse omandis olevaks või peetakse nende üle eraldi raamatupidamisliku arvestust sõltuvalt sellest, kas siseriiklik õiguslik raamistik võimaldab emiteerida struktureeritud või seaduslikke pandikirju. Likviidsuspuhvris olevad tagatisvarad loetakse ka bilansiliselt eraldiseisvaks krediidasutuse varadest selleks, et tagada tagatisvarade eraldiseisvus krediidasutuse varadest krediidasutuse pankrotimenetluse algamise korral. Mitmete riikide seadusandlus nõuab aga krediidasutuselt pandikirjade tagatisvarade likviidsuspuhvri tarbeks krediidasutusest eraldiseisva juriidilise isiku loomist, milles paiknevate varade üle peetakse emitendi poolt registrit ning sellest lähtuvalt eraldatakse pandikirja tagatisvarad krediidasutuse varadest.<sup>56</sup> Likviidsetest tagatisvaradest koosneva portfelli tõttu peetakse pandikirju usaldusväärsemateks finantsinstrumentideks kui riigivõlakirju, mis põhinevad üksnes riigi lubadusel enda võlga tasuda.<sup>57</sup> Lisaks sellele on just likviidsuspuhvri olemasolu tõttu pandikirjade reiting reeglina kõrgem kui pandikirju emiteerival krediidasutusel.<sup>58</sup> Pandikirjade struktuurile on omane asjaolu, et likviidsuspuhvri tagatisvarale on kehtestatud seadusandja poolt ranged kriteeriumid, mida peetakse seadusest lähtuvalt kõrge kvaliteediga tagatisvaradeks.

---

<sup>56</sup> European Banking Association 2014. lk 21

<sup>57</sup> L. Dierks ja J. Somerville. Covered bonds in a sovereign debt crisis. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012 lk. 39-40(Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>58</sup> Packer, Stever ja Upper 2007, lk. 51

CRR määruses on käsitletud mitut pandikirjadele asjaomast kriteeriumit, mis määruse näol on saanud Euroopa Liidu siseselt ühtse määratluse. CRR määruse artiklis 129 on sätestatud, millist tüüpi varad ning millistele standarditele vastavad varad on tagatisvaradena pandikirjade likviidsuspuhvri jaoks kõlblikud. Autori hinnangul on oluline juhtida tähelepanu ajaolule, et CRR määruse likviidsuspuhvri kapitali nõuetele vastavuse korral saab krediitiasutus likviidsuspuhvris asuva tagatisvarade ulatuses rakendada eeliskäsitlust riskide maandamiseks ja tulenevalt CRR määruse artiklist 33 lugeda pandikirjaportfelli tagatisvarad omakapitali hulka. Arvestusliku omakapitali eelist käsitleb käesoleva töö autor pikemalt alapeatükis 4.2. CRR määruse kapitali nõuetele mitte vastamise korral on pandikiri siiski UCITS direktiivi artikkel 54 lõike 2 mõttes pandikiri.

CRR artikkel 129 lõikest 1 tulenevalt antakse reguleeritud pandikirjade tagatisvaradele ühtne määratlus riikide pandikirjaportfelli suhtes, millised tagatisvarad on sobilikud pandikirjadeportfelli. Sisuliselt võib antud tagatisvarad jaotada nelja erinevasse kategooriasse: 1) avaliku sektori laenu nõuded; 2) eluasemelaenuel põhinevad tagatisvarad; 3) ärikinnisvaral põhinevad tagatisvarad; 4) laevadel põhinevad tagatisvarad. Sama sätte kohaselt võivad pandikirjaportfellis olevad tagatisvarad tagavad üksnes pandikirja võlausaldajate nõudeid ning muu otstarve või kolmanda isiku nõue nende suhtes on välistatud.

CRR määruse artikkel 129 lõigete 1a kuni 1c kohaselt peetakse pandikirjaportfellikõlblikuks avaliku sektori laene, mille on võtnud Euroopa Liidus asuvad keskvalitsused, Euroopa Keskpangade Süsteemi keskpangad, avaliku sektori asutused, piirkondlikud valitsused või kohalikud omavalitsused või nende poolt tagatud nõudeid. Lisaks Euroopa Liidu siseste avaliku sektori üksustele on pandikirjaportfelli sobilikud tagatisvarad ka kolmandate riikide keskvalitsuste, kolmandate riikide keskpangade, mitmepoolsete arengupankade ja rahvusvaheliste organisatsioonide vastu olevad või nende poolt tagatud nõuded.

CRR määruse artikkel 129 lõike 1d kohaselt peetakse pandikirjade likviidsuspuhvri tagatisena aktsepteeritavateks eluasemelaene, mis on tagatud elamukinnisvaraga kuni ulatuses, mis vastab kas pandiõiguste põhisummale koos kõikide eelisõigust omavate pandiõigustega või 80 %-le panditud kinnisvara väärtusest, olenevalt sellest, kumb neist on väiksem.

CRR määruse artikkel 129 lõike 1f kohaselt on pandikirjade likviidsuspuhvri tagatisena aktsepteeritav ärikinnisvaral põhinevad laenud, mis on tagatud ärikinnisvaraga kuni ulatuses, mis vastab kas pandiõiguste põhisummale koos kõikide eelisõigust omavate pandiõigustega või 60 %-le panditud kinnisvara väärtusest, olenevalt sellest, kumb neist on väiksem.

CRR määruse artikkel 129 lõike 1g kohaselt on pandikirjade likviidsuspuhvri tagatisena aktsepteeritavad ka laevade tagatisvaral põhinevad laenud, mis on tagatud laevasid koormava merivõlaga kuni ulatuses, mis vastab 60% panditud laeva väärtusest ja mis tahes eelisõigust omavate merivõlgade vahele.

Lisaks eelmainitule näeb CRR määruse artikkel 208 lg 2 ette täiendavad nõudmised pandikirjaportfelli tagatisvarade juriidilistele omadustele, mille eesmärgiks on tagada tagatisvarade võlausaldajate nõuete jõustatavus krediidasutuse maksejõuetuse olukorras. Sellest lähtuvalt peab hüpoteek või koormatis olema krediidilepingu sõlmimise ajal kõikides asjaomastes jurisdiktsioonides jõustatav ja nõuetekohaselt ja õigeaegselt tagatisvarade registris registreeritud. Eeltoodust näeme, et CRR määruses on kehtestatud ka selge nõue pandikirjade tagatisvarade suhtes registri pidamise kohustuse näol. Lisaks hüpoteegi jõustatavuse nõuetele peavad pandikirja instrumendi võlausaldajate kaitsmiseks olema ka kõik võlausaldajate kasuks pandi seadmiseks vajalikud juriidilised nõudmised täidetud ja pandikirja võlausaldajate krediidiriski kaitse leping ja selle aluseks olev juriidiline menetlus peavad võimaldama krediidasutusel või investeerimisühingul realiseerida krediidiriski kaitse väärtus mõistliku aja jooksul. Viimasest nõudmisest ilmneb krediidasutuse kohustus tagada likviidsuspuhvris üksnes kõrge likviidsusega tagatisvarad. Eeltoodud tingimused nõuavad autori hinnangul krediidasutuselt tagatisvarana kvalifitseeruva hüpoteegi kiiret ja efektiivset üleandmist pandikirjaportfellile selleks, et oleks tagatud ka võlausaldajate nõuete rahuldamine mõistliku aja jooksul.

Belgia Pandikirja Seaduse kohaselt toimub tagatisvarade eraldamine krediidasutuse teistest varades lähtuvalt seadusest ning likviidsuspuhvris olemasolevad varad arvestatakse krediidasutuse omandi hulka. Seega füüsilist kapitali liikumist tagatisvarade suhtes ei toimu, kuid arvestuslikult on tagatisvarad selgelt eraldatud krediidasutuse ülejäänud varadest. Belgia Pandikirja Seadus ei määratle täpselt, millised varad on sobilikud pandikirja likviidsuspuhvri osana, kuid seaduse artikkel 10 § 4 annab sobiliku tagatisvara määratlemise õiguse Belgia finantsministrile. Sellest lähtuvalt on Belgia finantsminister on 3. augustil 2012. aastal Kuningliku Dekreediga kehtestanud Belgia pandikirjade suhtes sobilike tagatisvarade määratluse.

Belgia Kuningliku Dekreedi kohaselt loetakse tagatisvarad likviidsuspuhvri osaks alles hetkest, kui need registreeritakse krediidasutusest eraldiseisvasse tagatisvarade registrisse.<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Belgian Finance Ministers Royal Decree 11.10.2012, artikkel 9 § 1

Samamõtteliselt toimub varade registrist eemaldamisega ka tagatisvarade eemaldamine pandikirja instrumendi tagavate varade hulgast.

Likviidsuspuhvri kõige olulisema eripära seisneb selles, et mitte igasugune vara ei ole tagatisena likviidsuspuhvriks paigutatav. Likviidsuspuhvri kvaliteedikriteeriumite järgmine tagab investorite jaoks pandikirjade usaldusväarsuse suhtes peamist eesmärki, et likviidsuspuhvris olevad varad tagaksid täielikult võlausaldajate nõudeid ning tagatisvarad oleksid võlausaldajate jaoks kõrge likviidsusega.

Belgia on nõuded pandikirjade likviidsuspuhvri tagatisvaradele kehtestatud Kuningliku Dekreedi artikliga 3, mis defineerib varad, mis on kõlblikud tagatisvaradena Belgia pandikirjade likviidsuspuhvris.<sup>60</sup> Belgia pandikirjade tagatisvaradena saab käsitleda viide erinevasse kategooriasse jaotuvaid varasid: 1) hüpoteegiga tagatud kodulaenud, hüpoteegiga tagatud kommertsalaenud; 2) kommertshüpoteegiga tagatud väärtpaberid; 3) avaliku sektori asutuste vastu suunatud nõuded; 4) teiste krediidasutuste vastu suunatud nõuded; 5) riskimaandamisinstrumendid nagu valuuta vahetuslepingud ja intressimäära vahetuslepingud. Belgia pandikirjade tagatisvara kategooriad ühtivad seejuures CRR määruses nimetatud pandikirja tagatistega.<sup>61</sup> Lähtuvalt kuninglikust dekreedist peetakse esimest kolme tagatisvarade kategooriat usaldusväärsemaks, kuna dekreeidi artikkel 5 kohaselt võib emitendi likviidsuspuhver koosneda kuni 85% ulatuses ühe esimese kolme kategooria tagasivaradest. Teisisõnu peab likviidsuspuhvris olema 85% ulatuses ühe kategooria tagatisvarad näiteks hüpoteegiga tagatud laenud ja 85% ulatuses ei ole portfelli teiste kategooriate tagatisvarasid lubatud. Neljandasse ja viiendasse kategooriasse liigituvaid tagatisvarasid on likviidsuspuhvri täitmisel lubatud kaasata kuni 15% ulatuses. Seega Belgias on 15% ulatuses lubatud pandikirjaportfelli segatagatisvarad, milleks võivad olla ka esimesse kolme kategooriasse liigituvad tagatisvarad.

Pandikirjaportfelli hüpoteeklaenudel põhinevate tagatisvarade väärtuse arutamisel tagab pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamist kodulaenude puhul 80% kinnisvara väärtusest ja kommertskinnisvara laenude puhul 60% kinnisvaraväärtusest.<sup>62</sup> Seega on Belgia õiguses tagatisvarade arvestus nõuded kooskõlas CRR määruse artikliga 129.

---

<sup>60</sup> Belgian Finance Ministers Royal Decree 11.10.2012, artikkel 3

<sup>61</sup> Petrus 2013. lk 8.

<sup>62</sup> Belgian Finance Ministers Royal Decree 11.10.2012, artikkel 6

Pandikirjade likviidsuspuhvri tagatisvaradele on omane geograafilis-jurisdiktsiooniline piirang.<sup>63</sup> See tähendab, et tagatisvarana on sobilikud ainult teatud geograafilistes piirides asetsevad varad. Belgia näitel on hüpoteegiga tagatud kodulaenu ja hüpoteegiga tagatud kommerts-laenu ja kommertshüpoteegiga tagatud väärtpaberid sobilikud likviidsuspuhvris tagatisvarana ainult siis, kui nende tagatiseks olev kinnisvara asetseb Euroopa Majanduspiirkonna piirides. Avaliku sektori asutuste vastu suunatud nõuded ja teiste krediitiasutuste vastu suunatud nõuded on sobilikud likviidsuspuhvris tagatisvarana ainult siis, kui avaliku sektori asutus või krediitiasutus tegutseb OECD liikmesriigi jurisdiktsioonis. Riskimaandamisinstrumentide teine osapool peab samuti tegutsema OECD liikmesriigi jurisdiktsioonis. Autori hinnangul on Belgia pandikirja regulatsioonis geograafilise piirangu tõttu kapitali liikumine piiratum kui CRR määruses esitatud nõuded. Samas leiab autor, et kapitali vaba liikumise põhimõtte on antud nõuetes järgitud, kuna piirangud on suunatud liiduvälistes riikides asuvale varale.

Üks krediitiasutus võib omada mitut likviidsuspuhvrit, milles paiknevate varadega tagatakse investorite nõudeid. Seejuures on kõige olulisema asjaolu, et sama vara ei saa olla mitme likviidsuspuhvri osaks. Belgia krediitiasutustele on seatud pandikirjade tagatisvarade suhtes mahuline piirang, mille kohaselt ei ole võimalik pandikirja emiteerimisel täita likviidsuspuhver tagatisvaradega, mille väärtus on rohkem kui 8% krediitiasutuse koguvaradest.

Pandikirja finantsinstrumentidele omaselt on ka Saksa õiguse kohaselt iga pandikirja instrumendi tarbeks olemas tagatisvarast koosnev pandikirjaportfell. Tagatisvaradest koosnev pandikirjaportfell aga moodustatakse krediitiasutuse enda varadest, mis eraldatakse sarnaselt Belgia õigusele arvestuslikult krediitiasutuse teistest varadest nende kandmisega vastavasse tagatisvarade registrisse.<sup>64</sup>

Pandikirjale omase põhimõtte kohaselt ei saa kõik varad olla pandikirjaportfelli osaks, vaid üksnes kõrge kvaliteedi ja likviidsed varad.<sup>65</sup> Sõltuvalt tagatisvara olemuses peavad tagatisvarade suhtes olema täidetud teatud kriteeriumid. Saksa õiguse kohaselt jaotuvad emiteeritavad pandikirjad lähtuvalt tagatisvara olemusest neljaks: 1) hüpoteek pandikirjad (*Mortgage Pfandbriefe* ehk *Hypothekpfandbriefe*), 2) avaliku sektori pandikirjad (*Public Pfandbriefe* ehk *Öffentliche Pfandbriefe*), 3) laeva pandikirjad (*Ship Pfandbriefe* ehk

---

<sup>63</sup> Petrus 2013. lk 9

<sup>64</sup> Pfandbrief Act § 5 lg 1

<sup>65</sup> Schwarcz 2011. lk. 573-574

*Schiffspfandbriefe*) ja 4) lennuki pandikirjad (*Aircraft Pfandbriefe* ehk *Flugzeugpfandbriefe*).<sup>66</sup>

Tulenevalt Saksamaa Pandikirjade Seaduse § 13 lg 1 peavad hüpoteegiga tagatud likviidsuspuhvri tagatisvarad sh kinnisvara või samaväärsed õigused teistes jurisdiktsioonides vastama Saksamaa õiguse käsitlesele kinnisvarast või samaväärsetest õigustest. Lisaks sellele peavad tagatisvarad asetsema Euroopa Liidus või Euroopa Majandusühenduse piirides või Šveitsis, Ameerika Ühendriikides, Kanadas või Jaapanis. Hüpoteeklaenude tagatised, mis asuvad väljaspool Euroopa Liitu, kus emitendi maksejõuetuse korral ei ole tagatud võlausaldajate nõuete eelisnõudeõigus, võivad likviidsuspuhvril asetseda kuni 10% ulatuses. Autori hinnangul on eeltoodud geograafiline tagatisvarade piirang kooskõlas CRR määruse artikkel 208 lg 2, mille kohaselt peab olema tagatud tagatisvarade realiseeritavus, kuid säte ei ole vastuolus kapitali vabaliikumise põhimõttega, kuna piirang on kehtestatud pigem Euroopa Liidu väliste riikide suhtes. Samas leiab autor, et likviidsuspuhvril 10% ulatuses tagatisvarade kasutamine, mille suhtes ei saa emitent garanteerida tagatisvarade realiseeritavust, on vastuolus pandikirjaportfelli minimaalse ületagamise põhimõttega, mida autor käsitleb täpsemalt järgmises alapeatükis.

Tulenevalt Saksamaa Pandikirjade Seaduse § 14 tohib emitent hinnata hüpoteegiga tagatud laenu väärtuseks kuni 60% laenu tagava kinnisvara väärtusest ja kõik tagatisvarana likviidsuspuhvril asetsevad varad peavad olema kindlustatud tagatisvarale omaste riskide vastu, näiteks tulekahju. Ühtlasi võib Saksamaa pandikirjade seaduse kohaselt pandikirjade tagatisvaradena olla portfellis ka ehitusmaa ja uued, kuid alles ehitamisjärgus hooned, kuid seda kuni 10% ulatuses likviidsuspuhvi koguvaradest. Hüpoteeklaene mida tagav kinnisvara ei too omanikule täiendavat tulu ei ole pandikirjaportfelli tagatisvarana lubatud registreerida. Tagatisvarad, mis kuuluvad teise krediidasutuse varade hulka on lubatud pandikirjaportfelli üksnes siis, kui emitendil on õigus eraldada need tagatisvarad teiselt krediidasutuselt selle maksejõuetuse korral.<sup>67</sup> Eeltoodust näeme, et Saksamaal on likviidsuspuhvril tagatisvarana lubatud kasutada ka teiste krediidasutuste hüpoteeklaene, mis aitab krediidasutusel suuremal määral kapitali kaasata.

Avaliku sektori laenu kohustuste nõuete puhul kehtib Saksamaal sarnaselt hüpoteegiga tagatud pandikirja tagatisvara nõuetele range jurisdiktsiooniline printsiip, mille kohaselt ei ole

---

<sup>66</sup> Pfandbrief Act § 1

<sup>67</sup> Pfandbrief Act § 15 lg 1

kõik avaliku sektori laenud sobilikud tagatisvarana pandikirjaportfellis. Tagatisvarana on sobilikud valitsuse ja kohaliku omavalitsuse või nende allasutuste vastu suunatud nõuded, mis asetsevad Euroopa Liidus või Euroopa Majandusühenduse piirides või Šveitsis, Ameerika Ühendriikides, Kanadas või Jaapanis. Lisaks eelmainitule on pandikirjaportfelli täiendavalt lubatud Euroopa Liidu ja Euroopa Majanduspiirkonda jäävate riigiettevõtete vastu suunatud nõuded ja ka Ameerika Ühendriikides, Kanadas või Jaapanis riigiettevõtete vastu suunatud nõuded. Samuti on tagatisvarana lubatud nõuded Saksamaa riigiettevõtete ja avalik-õiguslike institutsioonide vastu, Euroopa Keskpanga vastu ja kõigi eelminitud piirkondades asuvate keskpankade vastu ja ekspordile suunatud krediidiagentuuride vastu. Kõik avaliku sektori laenud peavad olema vabad kolmandate isikute õigustest ja võimalikest vastuväite võimalustest.<sup>68</sup> Väljaspool Euroopa Liitu on avaliku sektori laenud, mille suhtes ei ole võimalik tagada pandikirja võlausaldajate eelisnõudeõigus lubatud üksnes 10% ulatuses pandikirjaportfelli koguvaradest. Autori hinnangul võib nõue piirata võlausaldajate nõuete täidetavust, sest krediidiasutusel ei ole võimalik tagada nende tagatisvarade realiseerimine mõistliku aja jooksul lähtuvalt CRR määruse artiklist 209 lõikest 2 ning antud säte võib olla vastuolus CRR määrusega, kui selliseid tagatisvarasid ei kasutata just vabatahtliku ületagamise eesmärgil ning minimaalse ületagamise põhimõte on kohaselt täidetud.

Saksamaa Pandikirjade Seaduse kohaselt on emitendil võimalik pandikirja likviidsuse tõstmiseks kaasata täiendavalt varasid ilma, et muudetaks pandikirjaportfelli tagatisvarade ühtsust. Nii hüpoteeklaenudel põhinev kui ka avaliku sektori laenudest koosnevates pandikirjaportfellides võivad olla kuni 10% ulatuses nõuded Saksamaa Pandikirjas Seaduse § 4 vastavate krediidiasutuste vastu. Seejuures ühe krediidiasutuse vastu suunatud nõuete kogumaht ei tohi ületada 2% pandikirjaportfelli koguvarade hulgast.<sup>69</sup> Tulenevalt Saksamaa Pandikirja Seaduse § 20 kohaselt on hüpoteegiga tagatud pandikirjaportfellis likviidsuse tõstmiseks täiendavalt lubatud ka teatud likviidsed varad ja avaliku sektori võlakirjad, kuid nende mõlema kogumaht ei tohi pandikirjaportfellis ületada 20% ja eraldiseisvalt 10%. Saksamaa pandikirjaseadus võimaldab piiratud ulatuses emitendi pandikirjaportfelli lisada erinevalt Belgia õigusest ka teiste krediidiasutuste hüpoteeklaenude tagatisvarasid. Ühinemismudeli loomise eesmärk oli läbi emiteerimise pankade laenuõuete täiendav refinantseerimine ja väärtpaberistamine. Praktikas kutsutakse seda ühendamise mudelil

---

<sup>68</sup> Pfandbrief Act § 20

<sup>69</sup> Pfandbrief Act § 19

(*pooling model*) põhinevaks emitendiks.<sup>70</sup> Ühendatud tagatisvarade puhul loetakse ka teiste krediitiasutuste tagatisvarad emitendi tagatisvaradeportfelli hulka läbi spetsiaalse krediitiasutusest sõltumatu tagatisvarade refinantseerimise registri. Kuna teiste krediitiasutuste tagatisvarade kasutamine likviidsuspuhvril põhineb krediitiasutuste vahelisel usaldussuhtel, on nende varade lisamine likviidsuspuhvrilisse võimalik üksnes juhul, kui krediitiasutus, kelle tagatisvarasid likviidsuspuhvril kasutatakse suudab tagada emitendi või tema enda maksejõuetuse korral nende varade suhtes võlausaldajate nõuete rahuldamise. Emitendi ja emitendist täiesti eraldiseisva krediitiasutuse vahelise varade eraldamine viiakse läbi eraldiseisva refinantseerimise registrisse varade kandmisega. Märkimisväärne on siinkohal asjaolu, et tagatisvarasid andev krediitiasutus peab ise kandma vastavad tagatisvarad refinantseerimise registrisse, mis läbi tagatakse pandikirja võlausaldajate nõuete eelisnõudeõigus nende varade suhtes. Refinantseerimise register toimib registritegevust reguleeriva seaduse alusel ja sarnaselt varasemalt kirjeldatud registri põhimõtetele füüsilist tagatisvarade liikumist ei toimu.<sup>71</sup> Autori hinnangul on ühinemise põhimõte väga kasulik, kuna näiteks väiksemad krediitiasutused saavad tagatisvarasid kasutada refinantseerimiseks ilma, et nad peaksid ise emissiooniprogrammi alustama või kui väiksematel krediitiasutustel puuduks suutlikkus koormavate nõuete tõttu pandikirju emiteerida.

Nagu varasemalt kirjeldatud, siis Saksamaa Pandikirja Seaduse § 21 ja järgnevate paragrahvide kohaselt on pandikirjaportfellis tagatisvarana võimalik käsitleda ka laevu ja lennukeid. Kuna käesolevad pandikirja tagatisvarad on väga spetsiifilised ja mõneti ainulaadsed, siis käesoleva töö autor nende tagatisvarade erisusi põhjalikumalt ei analüüsi. Küll aga väärrib märkimist asjaolu, et laevad on aktsepteeritud tagatisvaradena ka CRR määruse mõttes ja määruses esitatud nõuded kattuvad Saksamaa Pandikirja Seaduses laevadehüpoteegil põhinevatele tagatisvaradele esitatud nõudmistega. Näiteks lennukid on likviidsuspuhvi osana lubatud lisaks Saksamaale ka Luksemburgis, kuid üksnes Saksamaal on lennukite tagatisel põhinevaid pandikirju emiteeritud.<sup>72</sup> Üldjoontes, kuid mõningaste erinevustega, kohalduvad pandikirjaportfellis laevade ja lennukite tagatisvarale samaväärsed nõudmised ja põhimõtted, mis hüpoteeklaenudena käsitlevatele tagatisvaradele. CRR määruse mõttes ei ole lennukid aktsepteeritavad likviidsuspuhvi tagatisvarad ja seda seisukohta on

---

<sup>70</sup> F. Will, J. King ja M. Brancolini. Covered Bond Guide. Covered Bond Research 4 th Edition. 2013. lk 23  
(Kättesaadav arvutivõrgust:

<http://dacb.nl/sites/default/files/file/RBS%20Covered%20Bond%20Guide%204th.pdf> 20.04.2015)

<sup>71</sup> *Ibid.*

<sup>72</sup> Will, King ja Brancolini 2013. lk 19

kinnitanud enda analüüsis ka Euroopa Keskpank, kelle hinnangul ei ole otstarbekas kaasata lennuki tagatisel põhinevaid laene reguleeritud pandikirjade tagatisvaradena.<sup>73</sup>

Eeltoodust võime järeldada, et nii Belgia kui ka Saksamaa seadused on CRR määruse pandikirjaportfellile esitavate kinnisvara tagatise väärtuse arvestiliku ja muude likviidsuspuhvrile esitatud nõuetega kooskõlas, kui mitte võtta arvesse Saksa pandikirjade likviidsuspuhvris 10% ulatus tagatisvarade lisamise õigust, mille suhtes ei ole tagatus tagatisvarade realiseeritavus krediidasutuse pankori korral. Autori hinnangul võiks selliseid varasid kasutada likviidsuspuhvris üksnes vabatahtliku ületagamise korral. Saksamaa pandikirja regulatsioonist tulenevalt on autori hinnangul väga üllatuslik, et eluasemehüpoteeklaenudel põhinevate laenude väärtuseks tohib likviidsuspuhvris arvestada üksnes 60% selle laenu tegelikust väärtusest. Antud juhul leiab autor, et selline käsitus võib küll tagada Saksamaa krediidasutuste pandikirjaportfellile vankumatu stabiilsuse, kuid see eest piirab oluliselt suuremal määral emiteeritavate pandikirjade hulka võrreldes konkureerivate riikide krediidasutuste pandikirjadega. Autori hinnangul tasuks Eestis pandikirja regulatsiooni välja töötamisel kaaluda ühendamise mudeli ja refinantseerimise registri põhimõtte ülevõtmist, kuna selle vajaduse võib tingida ühe krediidasutuste tagatisvarade üha piiratum osakaal Eesti kinnisvaraturul.

### **2.3. Pandikirjaportfelli kohustusliku ületagamise nõuded**

Autori hinnangul tuleneb üks peamisi põhjuseid, miks pandikiri on üks kõige usaldusväärsematest ja likviidsematest finantsinstrumentidest, pandikirja kohustusliku ületagamise põhimõttest. Kohustusliku ületagamise põhimõtte kohaselt on pandikirja emitendil seadusest tulenev kohustus hoida likviidsuspuhvris suurema nominaalväärtusega tagatisvarasid, kui on likviidsuspuhvri vastu võlausaldajatel nõudeid.<sup>74</sup> Likviidsuspuhvri ületagamise nõude järjepidev järgimine on aluseks likviidsuspuhvri dünaamilisuse põhimõttele, mis kujutab endast pandikirjaportfelli tagatisvarade pidevat muutmist ja pandikirjaportfelli restruktureerimist. Kinnisvaral põhinevate tagatisvarade väärtus muutub pidevalt näiteks kinnisvaraturu hindu mõjutavate tegurite tulemusel, mis omakorda võib pandikirja emitendilt nõuda täiendavate tagatisvarade likviidsuspuhvrise lisamist.

---

<sup>73</sup> European Banking Association 2014. lk 111

<sup>74</sup> Petrus 2013. lk 11

Pandikirjade ületagamise kohustus nõuab emitendilt makseviivituses laenude eemaldamist pandikirjaportfelliga ning maksejõuliste varadega asendamist selleks, et likviidsuspuhver oleks likviidne ning suudaks täita seadusest tulenevaid minimaalseid likviidsuse ületagamise nõudeid.<sup>75</sup> Ületagamise põhimõtte eeldab seda, et likviidsuspuhvris oleks pidevalt vähemalt samaväärse väärtusega tagatisvarasid, et kaitsta võlausaldajaid võimaliku krediidasutuse pankroti vastu.

CRR määruse artikkel 124 lõige 1 sätestab EL õiguse kontekstis ühtse likviidsuspuhvri ületagamise minimaalse põhimõtte, mille kohaselt ei tohi riskipositsiooni kinnisvaraga täielikult tagatuna käsitletav osa olla suurem kui pandiõigusega kaetud osa kinnisvara turuväärtusest, või liikmesriikides, kus on seaduste või rakendusaktidega ette nähtud ranged kriteeriumid hüpoteekimisväärtuse hindamiseks, kõnealuse kinnisvara hüpoteekimisväärtus<sup>76</sup>. Antud säte peegeldab üheselt pandikirjadele omast ületagamise põhimõtet, mille kohaselt ei tohi emiteeritud pandikirjade nimiväärtus ületada pandikirjaportfelliga asuvate tagatisvarade turuväärtust. Seega on autori hinnangul CRR määrusega võtetud Euroopa Liidu siseselt kasutusele ühtselt kohalduv pandikirjadeportfelli minimaalne ületagamise põhimõte.

Belgia Pandikirjade Seaduse näitel ei ole minimaalset ületagamise suurust kehtestatud seadusega, vaid finantsministri kehtestatud Kuningliku Dekreedi artikliga 5 § 2. Eelnimetatud õigusaktist tulenevalt peab emiteeritud pandikirjade minimaalne likviidsusemäär olema tagatud likviidsuspuhvris olevate tagatisvarade arvelt ning nende nominaalväärtus peab olema üle 105% emiteeritud pandikirjade väärtusest.<sup>77</sup> Teisisõnu peab likviidsuspuhvris olema 5% võrra suurema väärtusega varasid kui on krediidasutuse poolt emiteeritud pandikirju. Belgia Pandikirjade Seaduse kohaselt on emitendi kohustus hoida pandikirjaportfelliga vähemalt vastavas või suuremas ulatuses tagatisvarasid ja vajadusel mitte toimivad tagatisvarad ringi vahetada või täiendavaid tagatisvarasid juurde lisada.<sup>78</sup> Seega on Belgia õiguses minimaalne ületagamise põhimõtte kehtestatud seadusega.

Saksamaa Pandikirja Seaduse § 4 tulenevalt kohalduvad pandikirjaportfelliga, tagatise iseloomust sõltumata, universaalsed ületagatise nõuded ja põhimõtted, mida pandikirja

---

<sup>75</sup> Schwarcz 2011. lk 567

<sup>76</sup> *Hüpoteekimisväärtus* - kinnisvara väärtus, mis on kindlaks määratud konservatiivse hinnanguga vara turustatavuse kohta tulevikus, võttes arvesse vara pikaajalisi püsiomadusi, tavapäraseid ja kohalikke turutingimusi, vara praegust kasutust ja muid võimalikke kasutusviise.

<sup>77</sup> Belgian Finance Ministers Royal Decree 11.10.2012, artikkel 5 § 2

<sup>78</sup> Belgian Covered Bonds Act 3.08.2012. art. 15

emitent peab järjepidevalt täitma. Eelnimetatud põhimõte tagab pandikirja võlausaldajate nõuete pideva rahuldamise emitendi pankroti langemise korral.

Saksa õiguses on samuti sätestatud nii pandikirjaportfelli dünaamilisuse, kui ka minimaalse ületagamise põhimõte. Viimase kohaselt peab olema emiteeritud pandikirjade nominaalväärtus vastavuses pandikirjaportfelli tagatisvarade nominaalväärtusele.<sup>79</sup> Kuivõrd pandikirja maksimaalne tagasiostuhind võib mingil põhjusel ületada praegust tagasiostuhinda, tuleb emitendil täiendavalt lisada pandikirjaportfelli tagatisvarasid selliselt, et oleks tagatud maksimaalse tagasiostuhinnale vastavas ulatuses tagatisvarasid.<sup>80</sup> Pandikirjaportfelli nominaalväärtuse ja emiteeritud pandikirjade vastavuse kontrollimisel arvestatakse nominaalväärtuse hulka ka intressid ja amortisatsioon.<sup>81</sup>

Kuivõrd emiteeritud pandikirjaportfelli nominaalväärtuse vastamine emiteeritud pandikirjade väärtusele on pandikirjaportfelli minimaalnõue, siis pandikirjade täiendav ületagamise nõue varieerub siseriiklike pandikirja regulatsioonide vahel oluliselt. Saksamaa Pandikirjade Seaduse kohaselt peab pandikirjaportfell olema korrapäraselt ületatud 2% ulatuses. Teisisõnu likviidsuspuhvis peab koguaeg olema vähemalt 102% ulatuses tagatisvarasid võrreldes emiteeritud pandikirjade väärtusega.

Tulenevalt Saksamaa pandikirja seadus § 4 lg 1a hinnatakse pandikirja tagatisvarade väärtust igapäevaselt ja hüpoteeklaenudega tagatud pandikirjaportfelli makseviivituses olevad tagatisvarad tuleb ringi vahetada samal päeval. Eelnimetatud nõue on vajalik selleks, et portfelli likviidsus oleks koguaeg tagatud. Tagatisvarade arvestuslik hindamise periood on 180 päeva.<sup>82</sup> Teisisõnu hinnatakse ja prognoositakse pandikirjaportfelli tagatisvarade turuväärtust 180 päeva ette ning muuhulgas tuleb emitendil pandikirjaportfelli potentsiaalne vara vähenemine katta kalkuleeritud 180 päeva võrra etteulatuvast arvestusest lähtuvalt.

Sisuliselt on ületagamise nõuete järjepidev täitmine ja tagatisvarade kvaliteedi monitoorimine põhjus, miks peab pandikirja emitendil olema pandikirjaportfelli haldav meeskond, kes tagab portfelli dünaamilisuse. Saksa õiguse kohaselt peavad pandikirjaportfelli haldavad töötajad olema sõltumatud pandikirjad emiteerinud krediidasutusest ning portfelli haldav meeskond peab sellest lähtuvalt otsustama, kas lisab täiendavaid varasid, vahetab välja portfellis tagasimakstud, lõppevad või makseviivituses kohustused ja eemaldab need registrist. Reeglina

---

<sup>79</sup> Pfandbrief Act § 4 lg 1

<sup>80</sup> Pfandbrief Act § 4 lg 2

<sup>81</sup> Pfandbrief Act § 4 lg 3

<sup>82</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 13

tuleb kõne alla tagatisvarade lisamine üksnes siis, kui tegemist on suuremahulise kinnisvarahinna langusega või emiteeritakse täiendavalt pandikirju.<sup>83</sup> Belgia õiguse kohaselt ei ole otsesõnu nõutud, et pandikirjaportfellil peab olema oma töötajaskond ning emitent saab sellisel juhul portfelli haldamise teenust näiteks krediidasutuselt. Eeltoodud asjaolu ei pruugi mõjuda kõige paremini pandikirjaportfellile krediidasutuse pankroti korral, kuna sellisel juhul võib sattuda kahtluse alla ka võlausaldajate nõuete järjepidev rahuldamine. Kuigi likviidsuspuhvri haldamise ja monitoorimise teenuse saamine emapangast aitab emitendil hoida oluliselt kokku personalitasudele tehtavaid kulutusi, võib tekkida kahtlus portfelli eraldiseisvuses ja sõltumatuses. Saksa õiguse kohaselt peab pandikirjaportfellil olema eraldiseisev juhtkond koos oma töötajaskonnaga.<sup>84</sup> Seega ei täida emitendi oma töötajaskonna olemasolu mitte üksnes likviidsuspuhvri dünaamilisuse põhimõtet, vaid ka pandikirjaportfelli sõltumatus põhimõtet.

Pandikirjaportfelli ületagamise põhimõtte järjepidev järgimine stabiliseerib pandikirja finantsinstrumenti ning tagab selle likviidsuse. Pandikirjaportfellis olevate tagatisvarade kõrge kvaliteet ja selge ülevaade nende varade toimimisest omab vahetut mõju pandikirja usaldusväärsusele, mis tõttu pandikirja peetakse väga usaldusväärseks ja likviidseks finantseerimise meetmeks. Autori hinnangul peaks aga pandikirjaportfell lisaks endas kätkevate kõrge kvaliteediga varadele olema majandusliku surutises situatsioonis emiteerivast krediidasutusest sõltumatu ning ainult selliselt on täielikult tagatud pandikirja võlausaldajate järjepidev kaitse, kuna pankrotistunud krediidasutuse personalil ei pruugi olla enam võimalik samas mahus teenindada pandikirjaportfelli, kui näiteks töötajad on selleks hetkeks juba koondatud.

#### **2.4. Pandikirjade võlausaldajate kahetasandiline kaitse ja tagatisvarade eraldamine**

Pandikirjade kõige olulisem omadus, mis eristab neid teistest samalaadsetest finantsinstrumentidest on pandikirjade võlausaldajate kahetasandiline kaitsemehhanism. Kahjuks pole UCITS direktiivis artiklis 52 lõikes 4 otsesõnu pandikirjade kahetasandilisele kaitsemehhanismile viidatud, kuid see-eest on tegemist pandikirja olulise ning tunnustatud võlausaldajate kaitse põhimõttega, mida ei saa kindlasti antud töö kontekstis kõrvale jätta. Kahetasandiline kaitsemehhanism kujutab endast pandikirja võlausaldajate dualistliku

---

<sup>83</sup> *Ibid.*

<sup>84</sup> *Ibid.*

regressiõigust, mille kohaselt on võlausaldajatel õigus nõue nii pandikirjaportfelli kui ka krediitiasutuse vastu.<sup>85</sup> Seejuures on likviidsuspuhvri vastu suunatud nõue primaarnõue. Kui pandikirjaportfelli tagatisvaradest ei piisa pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamiseks, on igal võlausaldajal võimalus esitada nõude rahuldamata osas krediitiasutuse enda vastu ning asuda krediitiasutuse teiste tagamata nõuetega võlausaldajatega samasse positsiooni.<sup>86</sup> Seega on pandikirja võlausaldajate positsioon portfelli arvelt nõude rahuldamisel oluliselt parem krediitiasutuse teiste tagamata võlausaldajate positsioonist.

Pandikirjade võlausaldajate kahekordse kaitse eesmärgiks on tagada emitendi maksejõuetuse korral võlausaldajate nõuete rahuldamine esmajärjekorras. Seadusest tulenevalt täidabki likviidsuspuhver ainult pandikirja võlausaldajate nõudeid ning välistab krediitiasutuse teiste võlausaldajate nõuete rahuldamise krediitiasutuse maksejõuetuse korral pandikirja likviidsuspuhvri arvelt.<sup>87</sup> Seejuures on välistatud igasugune emitendipoolne vastuväide või muu kolmanda isiku õigus pandikirjaportfelli arvelt võlausaldajate nõuete ühetaolise rahuldamise piiramiseks. Võlausaldajate nõuete rahuldamisel lähtutakse ühetaolisuse põhimõttest ja võlausaldajate nõuete rahuldamine toimub pankrotiõigusest tuntud *pari passu* meetodi põhiselt. Seeläbi on tagatud pandikirja võlausaldajate ühetaoline kohtlemine emitendi või krediitiasutuse pankroti korral. Eelnimetatud põhimõte on Belgia ja Saksamaa õiguse kohaselt samane.

Emitendile on siiski jäetud õigus mõningaid emitendi personaliga seonduvaid ja puhvri haldamisega seonduvaid kulusid katta likviidsuspuhvri arvelt, kuid seda eeldusel, et nende katmine ei piira võlausaldajate nõuete rahuldamist ja sellekohases õiguses on osapooled lepinguliselt kokku leppinud.<sup>88</sup> Belgia Pandikirja Seadus küll näeb ette mitmeid võimalusi likviidsuspuhvri tagatisvarade arvelt emitendi erinevate kulude katmist, kuid mitte ükski kokkulepe või mistahes muu piirang ei või seada kahtluse alla või kitsendada võlausaldajate õigust enda nõuet rahuldada krediitiasutuse vastu, kuniks portfelli arvelt pole võlausaldajad saanud enda nõuded rahuldatud.<sup>89</sup> Pandikirjaportfelli registrisse kantud varasid ei saa arestida ega kaotada hüpoteegi väljaostuõigust väljaarvatud pandikirja enda portfelist tulenevate

---

<sup>85</sup> European Banking Association 2014. lk 23

<sup>86</sup> Schwarcz 2011. lk 6

<sup>87</sup> Belgian Covered Bonds Act 03.08.2012 artikkel 18

<sup>88</sup> Belgian Covered Bonds Act 03.08.2012 artikkel 19

<sup>89</sup> *Ibid.*

nõuete rahuldamiseks.<sup>90</sup> Eelnimetatud põhimõte tagab eelkõige pandikirja võlausaldajate primaarnõude sõltumatuse, kuid võlausaldajate nõuete ühetaolisus ei ole absoluutne.

Sarnaselt Belgia õigusele eraldatakse Saksamaa õiguse kohaselt emitendi maksejõuetuse korral pandikirja tagatisvarad seaduse alusel ülejäänud krediidasutuse varadest.<sup>91</sup> Teisisõnu pandikirjaportfelli varad on krediidasutuse maksejõuetuse korral välistatud krediidasutuse pankrotivarade hulgast. Selleks, et pandikirjaportfelli tagatisvarad oleks arusaavalt ja selgelt eraldatud, peab emitent tagatisvarade suhtes registrit, et oleks täiendavalt tagatud selge ülevaade pandikirja tagavate varade realiseerimise ulatusest. Tagatisvarade registri olemasolu eeldab ka CRR määruse artikkel 208 lõige 2a. Tagatisvarade registri pidamise kohustus tuleneb emitendile seadusest ja registrit peetakse ja hallatakse üksteisest eraldi tagatisvarade liigitusest lähtuvalt.<sup>92</sup> Varade eraldamine toimub tagatisvarade registri alusel ning isegi, kui pandikirjaportfelli tagatisvarad ei vasta seaduses nimetatud kriteeriumitele ja pandikirjaportfellis ei ole piisavalt varasid kõigi võlausaldajate nõuete ühetaoliseks rahuldamiseks, toimub sellest hoolimata registrisse kantud varade arvelt võlausaldajate nõuete rahuldamine olemasolevate varade ulatuses.<sup>93</sup> Kui tagatisvara tagab, vaid osaliselt võlausaldajate nõudeid tuleb vastava tagatise määr registris selgelt välja tuua. Struktureeritud pandikirjade puhul ei toimu tagatisvarade eraldamine registri alusel, vaid nagu varasemalt mainitud eraldiseisva juriidilise isiku kaudu.

Krediidasutuse maksejõuetuse korral toimub tagatisvarade eraldamine ja pandikirja emitendid toimivad piiratud tegevuse ulatuses edasi selleks, et tagada täielik ja õigeaegne võlausaldajate nõuete rahuldamine. Krediidasutuse pankrot ei tekita seeläbi automaatselt maksejõuetust pandikirjaportfelli suhtes.<sup>94</sup> Kuivõrd pandikirja pank on emiteerinud mitut eri liiki või teisisõnu mitmel eritagatise kategoorial põhinevaid pandikirju, toimivad ka need piiratud tegevuse ulatuses iseseisvalt edasi.<sup>95</sup> Muidugi seab krediidasutuse maksejõuetus kahtluse alla pandikirja võlausaldajate mitmetasandilise nõudeõiguse, kuid võlausaldajate nõuded on siiski kaitstud teiste krediidasutuse tagatiseta võlausaldajate nõuete eest. Kui

---

<sup>90</sup> Pfandbrief Act § 29 lg 1

<sup>91</sup> Pfandbrief Act § 30 lg 1

<sup>92</sup> Pfandbrief Act § 5 lg 1

<sup>93</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 17

<sup>94</sup> *Ibid.* lk 17

<sup>95</sup> O. Stöcker Amendment of the Pfandbrief Act. Verband Deutscher Pfandbriefbanken: The Pfandbrief 2010/2011: facts and figures about Europe's covered bond benchmark, Pfandbrief Fact Book, 15th edn. Berlin, 2010. lk 20 (Kättesaadav aruvõtvorgust:

[https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/46067077FB52E4BBC1257C00004D4B26/\\$FILE/PfandBG-Novelle%202010%20-%20Fact%20Book%202010-engl.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/46067077FB52E4BBC1257C00004D4B26/$FILE/PfandBG-Novelle%202010%20-%20Fact%20Book%202010-engl.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

pandikirja pank on emiteerinud mitut eri liiki tagatisel põhinevaid pandikirju, siis on võlausaldajal nõue üksnes kindla tagatisvara portfelli vastu, mille suhtes on investering tehtud. Teisisõnu, nõuete risttagamist pandikirjaportfelli siseselt ei toimu. Emitendi maksejõuetuse korral eraldatakse võlausaldajate pandikirjaportfelli vastu suunatud nõuded selliselt, et teise krediidasutuse võlausaldajate nõudeid pandikirjaportfelli arvelt ei rahuldata.<sup>96</sup> Pandikirjaportfelli registriga samaväärseks peetakse ka pandikirja refinantseerimise registrisse kantud teiste pankade hüpoteegiga tagatud laenude tagatisi ning refinantseerimise registris lähtutakse samadest põhimõtetest, mis kohalduvad ka tagatisvarade registri suhtes.

Autori hinnangul tagavad pandikirja mitmetasandilise kaitse ja tagatisvarade eraldatuse põhimõtte pandikirja võlausaldajatele ainulaadsed võimalused enda nõuete rahuldamiseks ja oluliselt parema positsiooni, kui on tagamata hoiuste võlausaldajatel. Pandikirja võlausaldajate oluliselt paremat positsiooni kinnitab oma nõude suhtes kahe kõrge usaldusväärsusega solidaarvõlgniku olemasolu. Lisaks sellele on varade eraldamise põhimõttest tulenevalt pandikirjaportfelli tagatisvarad kaitstud krediidasutuse üldiste võlausaldajate eest, mistõttu on nende nõuded portfelli suhtes primaarsed ja nende nõuded kindlamini tagatud. Tagatisvarade väärtuse ja ulatuse selguse tagamiseks kantakse pandikirjaportfelli tagatisvarad registrisse, kus tagatisvarad emitendi pankroti korral seaduse alusel eraldatakse. Autori hinnangul tasuks kindlasti pandikirja regulatsiooni väljatöötamisel kaaluda refinantseerimise registri loomisele, kuna seeläbi on võimalik ka teiste krediidasutuste varasid kaasata pandikirjaportfelli.

### **3. PANDIKIRJA VÕLAUSALDAJATE KAITSE MEHHAANISMID**

#### **3.1. Pandikirja instrumendile omased riskid**

Pärast pandikirja kõige tähtsamate omadustega tutvumist on autori hinnangul asjakohane käsitleda pandikirjaga kaasnevaid riske ja nende maandamise mehhanisme. Autori hinnangul ei ole järgnev analüüs kindlasti täielik, ammendav ja kõiki võimalike riske analüüsiv, mis on tingitud uurimustöö teema piiratusest. Seega käsitleme kõige elementaarseimaid pandikirjale omaseid riske.

---

<sup>96</sup> Pfandbrief Act § 30 lg 1

Üldreegli kohaselt peab pandikirja emitent enne avaliku järelevalve käest litsentsi saamist näitama pandikirja emiteerimiseks vajalikus taotluses, et organisatsiooni siseselt on olemas toimiv riskide juhtimise süsteem. Riskide juhtimise eesmärgiks on seejuures asjakohaste riskide tuvastamine, hindamine, monitoorimine ja kontrollimine.<sup>97</sup> Riskide juhtimise süsteemi ja protseduuride olemasolu nõuab ka CRR määruse artikkel 129 lõige 7, mille kohaselt peab krediidasutusel pandikirjade eelkäsitlemiseks olema selge ülevaade pandikirja riskide ulatustest.

Krediidasutuse perspektiivist vaadatuna kaasneb pandikirjadega alati teatud määral üldise iseloomuga riske. Üks sellistest üldisema iseloomuga ja pandikirjadele omastest riskidest on kinnisvara risk, mille realiseerumisel kaasneb kinnisvara turuhinde oluline vähenemine. Kuna hüpoteeklaenude puhul saab pandikirjaportfell koosneda kinnisvara tagatisel põhinevatest laenudest, siis võib autori hinnangul kinnisvarahindade oluline vähenemine seada ohtu pandikirjaportfelli tagatise koguväärtuse ning seeläbi emitendi maksevõimekuse pankroti olukorras. Pandikirja võlausaldajate perspektiivist vaadatuna on antud risk aga asjakohane üksnes suuremahulise majandussurutise olukorras, kus võlgnikud ei suuda pandikirjaportfelli tagatisvara põhinevaid hüpoteeklaene tagasi maksta ja krediidasutus on sunnitud seeläbi hüpoteegid realiseerima.

Sisuliselt iga krediidasutuse ja ka kõigi teiste seadusest tulenevate kõrgendatud nõudmistega äriühingute puhul kaasneb tegevuste ja protsessidega süsteemne risk<sup>98</sup>, mis on tingitud vähemalt ühe olulise protsessi kollapsist. Süsteemse riski negatiivse tagajärje realiseerumine on pandikirjade puhul vägagi ohtlik, kuna pandikirja likviidsuspuhvrites on väga suures mahus varasid ning sellest tingitult võib kollapsi mõju olla ühiskondlikult väga suur. Kuigi süsteemse riski vastu pole ükski krediidasutus lõpuni kaitstud, võib pandikirjade puhul krediidasutuse suhtes süsteemse riski esile kutsuda just pandikirja enda dünaamilisuse ja ületagamise põhimõtte järjepidev järgmine.<sup>99</sup> Pandikirjade emiteerimisel on emitendil pidev kohustus eemaldada portfelist makseviivitusel olevad tagatisvarad ning asendada need maksejõulistega. Lisaks sellele peab portfelli olema ületatud suuremal määral, kui

---

<sup>97</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 15

<sup>98</sup> *süsteemne risk* – finantsüsteemi häire risk, millel võivad olla tõsised negatiivsed tagajärjed siseturule ja reaalmajandusele. Kõik finantsvahendajate, -turgude ja -infrastruktuuri liigid võivad olla teataval määral süsteemselt tähtsad.

<sup>99</sup> A. Delivorias. European Parliament. Covered bonds – ripe for expansion?. European Parliamentary Research Service, Brüssel 2015. lk 1 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/545713/EPRS\\_BRI\(2015\)545713\\_REV1\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/545713/EPRS_BRI(2015)545713_REV1_EN.pdf) 20.04.2015)

võlausaldajatel on portfelli vastu nõudeid. Mida rohkem maksejõulisi ja kõrge kvaliteediga varasid paigutatakse või vahetatakse ringi pandikirjaportfellis, seda vähesemaks jääb kvaliteetseid tagatisvarasid krediidasutuse enda võlausaldajatele.<sup>100</sup> Krediidasutuse tagamata hoiuste võlausaldajate jaoks, aga tähendab pandikirjaportfellis tagatisvarade ringi vahetamine kahju kandmise riski suurenemist, kui krediidasutus peaks maksejõuetuks muutuma. Suurenenud riski tõttu nõuavad autori hinnangul krediidasutuse võlausaldajad enda nõuete täiendavat tagamist või kõrgemat intressi enda hoiuste eest, mis muudab panga jaoks tagamata nõuete finantseerimise tervikuna kallimaks ja vähendab võlausaldajate usaldust panga vastu.

Krediidasutuse jaoks süsteemse riski negatiivse tagajärje realiseerumisele aitab kaasa ka reitinguagentuuride tegevus.<sup>101</sup> Nimelt joonistub enamike riikide pandikirja emitentide pandikirjaportfelli ületagamise praktikatest välja see, et emitendid tagavad pandikirjaportfelle seadusega kehtestatud minimaalsetest tagatisnõuetest mõnel juhul isegi oluliselt suuremal määral.<sup>102</sup> Seda seaduspärasust aitavad selgitada reitinguagentuuride nõuded pandikirjadeportfelli ületagamise nõuete määrale, mis teatud tingimustes võivad kõrgema hinnangu saamiseks ulatuda 130%.<sup>103</sup> Reitinguagentuurid avaldavad pidevalt enda poolseid hindamise juhendeid, millest paratamatult lähtuvad ka kõik endale AAA reitingut soovivad pandikirja emitendid.<sup>104</sup> Autori hinnangul on oluline märkida, et pandikirjaportfelli vabatahtliku ületagamise korral loetakse ületagatud varad samuti pandikirjaportfelli hulka, mis tõttu on pandikirjaportfellis olevad tagatisvarad eraldatud krediidasutuse varadest ning nende eraldatuse tõttu kaitstud krediidasutuse tagamata nõuetega võlausaldajate eest.

Reitinguagentuuride poolne täiendava ületagamise nõue, aga pole praktikas toonud kaasa suuremat usaldusväärset pandikirjade vastu. Prokopczuk, Siewert ja Vonhoffi poolt 2012. aastal läbi viidud uuringu tulemusel leiti, et investorid on reeglina pidanud seadusega kehtestatud ületagamise nõudeid piisavateks ning täiendav ületagamine ei suurenda

---

<sup>100</sup>K. Anand, J. Chapman ja P. Gai. Covered bonds, core markets and financial stability. SFB 649 Discussion Paper 2012-065. Berlin 2012. lk 4 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-649-papers/2012-65/PDF/65.pdf> 20.04.2015).

<sup>101</sup> S. Winkler. Asset encumbrance. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012. lk 95 (Kättesaadava arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>102</sup> M. Prokopczuk, J.B. Siewert ja V. Vonhoff. Credit Risk in Covered Bonds. Journal of Empirical Finance, Vol. 21, No. 1, 2013. 2012, lk. 23 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1686787> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1686787> 20.04.2015)

<sup>103</sup> Petrus 2013. lk 13

<sup>104</sup> Petrus 2013. lk 38

investorite silmis pandikirja usaldusväärust.<sup>105</sup> Eelnimetatud seisukohtadega nõustub ka käesoleva uurimustöö autor, kuna seadusega kehtestatud minimaalsed ületagamise nõuded tagavad täiel määral võlausaldajate nõudeid ning nende nõuete täidetavust kontrollitakse ja testitakse majandusliku languse situatsioonis. Lisaks sellele on portfelli suhtes seadusest tulenevate nõuete kohaselt tagatisvarade nominaalväärtus erinevate riikide näitel 15-40% madalam tagatisvarade turuväärtusest, mis maandab oluliselt tagatisvara turuhinna kõikumisest tingitud tagatisvara väärtuse vähenemise riski. Läbiviidud uuringu põhjal võib järeldada hoopis seda, et vabatahtlikust ületagamisest mõjutab pandikirja hindu suuremal määral hoopis tagatisvarade kvaliteet.<sup>106</sup> Seega võib reitinguagentuuride tegevust pidada täiendava ületagamise nõude osas krediidasutuse võlausaldajaid kahjustavaks tegevuseks, kuivõrd krediidasutuse tagamata nõuete omanikud jäävad sedavõrd halvemasse positsiooni. Muidugi garanteerib täiendav ületamine igakülgset portfelli võlausaldajate nõuete täitmise ja seda olulise varuga, mis on neile igal juhul kasulik ja vähendab pandikirja võlausaldajate riski kanda emitendi pankroti korral kahju.<sup>107</sup> Küsitav on autori hinnangul aga seejuures reitinguagentuuride täiendavate ületagamise nõuete vajalikkus või hinnangu seos reaalse kahju kandmise riskiga. Autori hinnangul ei tohiks pandikirjaportfelli kõrgema kvaliteediga tagatisvarade lisamine või nende ringi vahetamine tähendada krediidasutuse üldiste võlausaldajate suhtes oluliselt halvemasse positsiooni sattumist. Pandikirjaportfellis on kõrge kvaliteediga ja likviidsed tagatisvarad ning nende realiseerimisel saadakse vabatahtlikult ületatud osas eelduslikult ka rohkem raha kui võlausaldajatel on nõudeid portfelli vastu. Kui kõigi võlausaldajate nõuded saavad rahuldatud ning sealhulgas ka teised pandikirja likvideerimisega seotud kulud, siis kantakse ülejäänud varad tagasi krediidasutuse varade hulka. Seega jõuavad ülemäära tagatud pandikirjade puhul üleliigsed tagatisvarad siiski krediidasutusse varade hulka tagasi. Samas tuleb autori hinnangul arvesse võtta seda, et pandikirjaportfelli realiseerimisega võivad tagatisvarade turuhinnad oluliselt langeda. Kinnisvarahindade oluline langus võib olla tingitud asjaolust, et ühtäkki tekib suurel hulgal kiiret realiseerimist vajavat kinnisvara. Kuna pakkumist on sellises olukorras oluliselt rohkem kui nõudlust kinnisvara järele, siis võib haldur olla sunnitud tagatisvarade hinda oluliselt langetama. Tagatisvarade hindade oluline langetamine võib selliselt seada kahtluse alla üleüldiselt kõigi võlausaldajate nõuete täieliku rahuldamise.

---

<sup>105</sup> Prokopczuk, Siewert ja Vonhoff 2013. lk 25-26.

<sup>106</sup> *Ibid.*

<sup>107</sup> Winkler 2012. lk 95

Pandikirjadele on omane ka teatud operatsioonirisk<sup>108</sup>, mis kaasneb eelkõige pandikirjaportfelli monitoorija vigadest või pandikirja halduri poolt kohustuste rikkumistest.<sup>109</sup> Näiteks, kui emitent ei järgi kohaselt pandikirjaportfelli dünaamilisuse põhimõtet ning ei taga portfelli nominaalväärtuse vastavust emiteeritud pandikirjade väärtusele, siis võivad võlausaldajate huvid ja eelkõige võib nende nõuete rahuldamine sattuda kahtluse alla. Operatsiooniriski vastu pole ükski krediidasutus kaitstud, kuid kindlasti aitab avaliku järelevalve pidev kontroll operatsiooniriski realiseerumist maandada.

Üldisemat laadi riskid kõrvale jättes on pandikirjale vägagi omane intressirisk, mis on asjaomane kõigile võlakirjadega sarnastele instrumentidele. Sisuliselt on intress investoritele makstav tasu selle eest, et nad on laenanud enda raha pangale kasutamiseks ja seda teinud läbi võlakirjade märkimise. Intressiriski realiseerumine tähendabki seda, et võlausaldajatele makstava intressi tase muutub negatiivseks ja võlausaldajad kannavad eeldatava kasumi asemel kahju.<sup>110</sup> Pandikirjade kontekstis on negatiivse intressi esinemine asjakohane eelkõige fikseeritud intressiga emiteeritud pandikirjade korral. Kui pandikirjad emiteeritakse fikseeritud intressi määraga ning pandikirjade turuväärtus nõudluse suurenemise tõttu tõuseb, kannavad investorid kahju. Seda eelkõige selle tõttu, et fikseerimata intressimäära puhul oleksid investorid saanud pandikirja turuhinna tõusmisest lähtuvalt kõrgemast intressist täiendavat tulu. Fikseeritud intressi korral jääb investoritel aga turuhinna tõusust tingitud tulu saamata.<sup>111</sup> Teisest küljest vaadatuna tähendab fikseeritud intress aga seda, et turuhinna languse korral ei kanna pandikirja investorid eelnimetatud kahju, mis tagab investori kindlustunde ja investeringu stabiilsuse välja makstava intressi osas.

Krediidirisk on omane sisuliselt kõigile finantsinstrumentidele sealhulgas ka pandikirjadele. Krediidiriski realiseerumine leiab aset eelkõige siis, kui võlgnik ei suuda täita enda kohustust võlausaldajate ees. Pandikirjade puhul seisneks krediidiriski realiseerumine krediidasutuse võlgniku poolse suutmatusega pandikirjaportfellis olevat hüpoteeklaenu tagasi maksta. Euroopa Liidu õigus tasandil tuleneb CRR määruse artiklist 209 lõikest 3a krediidasutusele kohustus kehtestada nõuetega seonduva krediidiriski hindamiseks vajalik kord. Krediidiriski realiseerumine on krediidasutusele sisuliselt kogu pangandustegevuse vältel omane, kuid siinkohal on pigem oluline tähelepanu pöörata sellele, kes kannavad krediidiriski

---

<sup>108</sup> *operatsioonirisk*- risk saada kahju sisemiste protsesside, inimeste tegevuse ja süsteemide ebaadekvaatse toimimise või mittetoimimise või väliste sündmuste tagajärjel, mis hõlmab ka õiguslikku riski.

<sup>109</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 57

<sup>110</sup> Petrus 2013. lk 25

<sup>111</sup> Petrus 2013. lk 26

realiseerumise tagajärjel kahju. Pandikirjade puhul on krediidiriski realiseerumine olulisel määral hajutatud, kuna pandikirjad on eelkõige emitendi kohustused.<sup>112</sup> See tähendab, et võlausaldajate nõuded ei ole tagatud konkreetse tagatisvaraga ja nende intressitasu ei ole sõltuv pandikirjaportfelli tagatisvarade rahavoogudest, vaid neid tasutakse eelkõige emitendi rahavoogudest. Seega ei mõjuta portfellis olev üks mitte toimiv laen otseselt pandikirja võlausaldajaid, vaid üksnes emitenti ja tema intressimaksete võimekust. Krediidiriski realiseerumine pandikirjaportfelli perspektiivist vaadatuna on oluline üksnes emitendi pankroti korral, kui võlausaldajate nõudeid hakatakse portfellis oleva tagatisvara arvelt rahuldama. Eelnimetatud põhjusel on Euroopa Keskpank leidnud, et tuginedes kõrgendatud nõudmistele pandikirjaportfelli tagatisvara osas ja ületagamise nõuete täitmise tõttu on pandikirjade puhul krediidirisk võlausaldajate perspektiivist vaadatuna suudetud märkimisväärselt maandada.<sup>113</sup> Lisaks sellele on leitud, et krediidiriski maandamine läbi pandikirjaportfellis asuvate varade kvaliteedi mõjutab oluliselt rohkem pandikirja hinda, kui vabatahtlik ületamine.<sup>114</sup> Samuti on leitud, et madala kvaliteediga tagatisvaradel näiteks avaliku sektori kohustustel põhinevate pandikirjade hinnad langesid kriisi situatsioonis madalamale kui hüpoteeklaenude omad.<sup>115</sup> Mõlemad uuringu järeldused on autori hinnangul väga üllatuslikud, kuna subjektiivselt hinnates peaks suurema väärtusega tagatise maandama suuremal määral kaasnevaid riske ja seeläbi suurendama investorite usaldusväarsust. Üllatav on ka see, et avaliku sektori vastu suuantud nõuet peetakse tagatisena vähem usaldusväärseks, kui eraisikute hüpoteeklaenudel põhinevaid kohustusi. Kahjuks ei andnud uuringu autorid sellisele tulemusele enda poolset hinnangut, kuid käesoleva töö autori hinnangul võis investorite arvamust suuresti kõigutada 2008. aastal mitmete riikide väga raske majanduslik olukord, mis seadis kahtluse alla ka riikide enda maksevõimekuse.

Igale finantsinstrumendile on omane ka likviidsusrisk, mis väljendub kohustuste tagatiste ja emiteeritud võlakirjade erinevates ajalistes realiseerimise tähtaegades. Teisisõnu ei teeni emiteeritud võlakirjade rahavoog emitendile oodatud tulu tagasi enne, kui saabub nõuet tagavate kohustuste tähtaeg. Pandikirjade puhul on likviidsusrisk lisaks krediidiriskile üks enam levinumaid ja fundamentaalsemaid riske, kuna tagatisvarana registreeritud hüpoteeklaenude tähtajad likviidsuspuhvril võivad oluliselt erineda. Hüpoteeklaenu tähtaegade suuremahuline saabumine võib põhjustada emitendile hetkelise likviidse vara

---

<sup>112</sup> Kothari 2008. lk 3

<sup>113</sup> European Central Bank 2008. lk 16

<sup>114</sup> Prokopczuk, Siewert ja Vonhoff 2012. lk 25-26

<sup>115</sup> *Ibid.* lk 18

puuduse ja seada kahtluse alla emitendipoolse intressimaksete teostamise.<sup>116</sup> Likviidsuseriski olemasolu on küll täiesti ilmne pandikirja finantsinstrumendi puhul, kuid on igati mõistetav, et tagatise perspektiivist on tegemist pigem ajutise probleemiga ning riskist tingitud negatiivne tagajärg omab tähtsust üksnes emitendi pankroti korral. Nagu varasemalt märgitud saab emitent katta portfelli intressikohustused enda rahavoogudest ning võlausaldajate nõuete rahuldamine muutub portfelli sisust sõltuvaks üksnes emitendi pankroti korral, kui on tarvis alustada tagatisvarade realiseerimisega.

Likviidsusriski maandamiseks on pandikirjade puhul olemas mitmeid seadusest tulenevaid meetmeid, mida krediitasutused ka järjepidevalt kasutavad. Krediitiasutused saavad likviidsusriski pandikirjaportfellis maandada seeläbi, et nad paigutavad portfelli võimalikult erinevate kohustuste lõppemise tähtaegadega hüpoteeklaene. Pandikirjaportfelli jaoks on likviidsuse kadu üksikute tagatiste lõppemisel marginaalne.<sup>117</sup> Ühtlasi on emitentidel kohustus pandikirja likviidsuspuhvri likviidsust pidevalt kontrollida ning objektiivselt hinnata likviidsusriski realiseerumise tõenäolist ulatust.

Kahele eelmainitud likviidsusriski maandamise võimalusele saab emitent likviidsusriski maandada ka pandikirjale sobiliku struktuuri valimisega. Reeglina on emitendil võimalik valida, kas emiteerida fikseeritud (*hard-bullet*) või fikseerimata tähtaegadega (*soft-bullet*) pandikirju. Fikseeritud tähtajaga pandikirjade puhul on võlausaldajatele investeringu põhisumma tagasimaksmine konkreetseks tähtajaks garanteeritud ja fikseerimata tähtajaga pandikirjade puhul ei ole. Viimase kompenseerimiseks ja emitendi pandikirjade usaldusväarsuse tõstmiseks pakuvad emitendid reeglina täiendavat tähtaega emitendi pankroti korral investeringu põhiosa investorile välja maksmiseks selleks, et maandada fikseerimata tähtajaga pandikirjade puhul likviidsusriski. Tagasimakse struktuuri muutmine elimineerib võlausaldajate perspektiivist nii likviidsusriski kui ka võimaldab vältida täiendava kahju tekkimist, mis tekiks võlausaldajal emitendi pankroti korral läbi tagatisvarade realiseerimise ja intressimakse saamata jäämisel.<sup>118</sup> Pandikirjade puhul ei ole intressimaksed seotud tagatisvarade ennetähtaegse tagasimaksmisega, sest need ei sõltu portfelli rahavoogudest, vaid emitendi üldistest rahavoogudest.<sup>119</sup> Fikseerimata tähtajaga pandikirjade puhul peavad võlausaldajad küll ootama fikseeritud tähtajaga pandikirjade emitendi pankroti korral oma

---

<sup>116</sup> European Central Bank 2008. lk 17

<sup>117</sup> Packer, Stever ja Upper 2007. lk 49

<sup>118</sup> Petrus 2013. lk 28

<sup>119</sup> Packer, Stever ja Upper 2007. lk 47

nõuete rahuldamisega kauem, kuid see on kõigile osapooltele oluliselt vähem kahjustav lahendus, kuna vastasel korral jääks investor oodatud intressimaksetest lihtsalt ilma.<sup>120</sup>

Pandikirja finantsinstrumenti mõjutavad väga mitmed võlakirjadele omased riskid, mille tekkimine pole emitendil reeglina võimalik vältida. Pandikirjale omased riskid mõjutavad eelkõige pandikirjaportfelli tagatisvarasid ning seega tuleb pandikirja võlausaldajate nõuete kaitsmiseks rakendada ulatuslikke meetmeid võlausaldajate nõuete tagatiste kaitsmiseks. Pandikirjaportfelli kaitsmiseks loodud meetmete ületäitmine võib aga kahjustada krediidasutuse enda võlausaldajate positsiooni. Pandikirja suhtes kohalduvate regulatsioonide nõuetekohane täitmine, avaliku järelevalve pidev teavitamine ja emitendi ettenägelik käitumine võimaldab aga oluliselt olemasolevaid riske maandada ja ära hoida riskide realiseerumisest tuleneva kahju nii pandikirja kui ka krediidasutuse võlausaldajate suhtes.

### **3.2. Pandikirja emitendi monitooring ja avalik järelevalve**

Pandikirjade puhul võib monitoorimist käsitleda mitmetasandilisena sarnaselt teistele pandikirja kaitsemehhanismidele. Esmalt väärib käsitlemist emitendi sisene monitooriija, kes on pandikirjaportfelli vajalik element. Likviidsuspuhvri monitooriija peab sisuliselt tagama kahe ülesande järjepideva täitmise. Esiteks peab monitooriija tagama portfelli suhtes kohalduvate regulatiivsete nõuete järjepideva täitmise. Teiseks peab monitooriija kontrollima, et emitent läbib kohaselt portfelli tagatisvarade vastavuse kontrolli.<sup>121</sup>

Kuigi monitooriija kohustused tulenevad reeglina siseriiklikust õigusest, siis CRR määruse kehtestamisest alates tuleneb likviidsuspuhvri tagatisvarade kvaliteedi kontrollimise nõue EL õigusest. CRR määruse artikli 208 lõike 3 kohaselt on krediidasutused ja investeerimisühingud kohustatud likviidsuspuhvris oleva vara väärtust pidevalt jälgima ja hindama. Tagatisvarade hindamine tuleb viia läbi ärikinnisvara puhul vähemalt kord aastas ja eluasemekinnisvara puhul kord kolme aasta jooksul. Eelmainitu on üksnes minimaalne kinnisvara hindamise kriteerium, kuna krediidasutusel lasub kohustus märkimisväärsete turutingimuste muutumisel pandikirjaportfelli tagatisvarade väärtus ümberhinnata.

Monitooriija isik ja kõik ülesanded ei ole Euroopa riikides ühtselt välja kujunenud ega ka reguleeritud ning sisuliselt on monitooriija ülesanded eelkõige emitendi kohustused.

---

<sup>120</sup> Petrus 2013. lk 28

<sup>121</sup> C. Wandels. Issuer perspective: Belgium. ECBC European Covered Bond fact book 2014. Brüssel, 2014. lk 212 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)

Monitoorimise kohustust võib seega täita ka emitenti ise või ka avalik järelevalve, kuid Euroopa Keskpanga hinnangul on kõige eelistatum konkreetse isiku määramine.<sup>122</sup> Saksamaa näitel on tagatisvarade registrist eemaldamiseks vajalik ka eelnev pandikirjaportfelli monitoorija nõusolek ning monitoorijal on otsene aruandluskohustus avaliku järelevalve ees.<sup>123</sup> Seega toimub pandikirja emitendi siseselt pidev likviidsuspuhvri jälgimine ning monitoorijal on seejuures kohustus teavitada avalikku järelevalvet koheselt, kui emitendi likviidsuspuhvri nõuded ei vasta pandikirjaportfelli suhtes kohalduvatele normatiividele.

Pandikirjaportfelli monitoorja peab reeglina olema järelevalve poolt heakskiidetud ja tal peavad olema ametikohale kohased kvalifikatsioon ja isikuomadused.<sup>124</sup> CRR määruse artikkel 208 lõike 3b kohaselt peab portfellis oleva tagatisvarade hindaja omama vajaliku kvalifikatsiooni, kogemust ja suutlikkust selle tööga toime tulemiseks. Portfelli monitoorijaks ei tohi reeglina olla emitendi üldine audiitor.<sup>125</sup> Lisaks eelmainitud nõudmistele on monitoorijale esitatud ühtsed nõudmised tema iseseisvuse tagamiseks ja huvide konflikti vältimiseks.<sup>126</sup> Sõltumatuse kohustuse nõuet võib järelda ka CRR määruse artiklist 208 lõikest 3b, mille kohaselt peab tagatisvara hindamist läbi viiv isik olema sõltumatu krediitiasutuse laenude andmise otsustusprotsessist.

Likviidsuspuhvri tagatisvarade vastavust kontrollitakse reeglina stressiolukorras selleks, et oleks tagatud võlausaldajate nõuete rahuldamine ka ootamatult halvenenud turusituatsioonis. Testimise vajaduse tingivad pandikirjaportfelli dünaamilisuse põhimõte ja CRR määruse artikkel 207 lõikest 4b tulenev riskide hindamise ja 208 lõikest 3 tulenev tagatisvarade vastavuse kontrolli kohustus. Portfelli pideva testimise objektideks on tagatisvarade vastavus portfelli minimaalsetele nominaalkatteväärtuse, amortisatsiooni, likviidsuse ja ületagamise nõuetele.<sup>127</sup>

Belgia hüpoteeklaenudega on emitendil õigus arvestada likviidsuspuhvris võlausaldajate nõuete tagamiseks tagatisvara nominaalväärtuseks 85% hüpoteeklaenu tagava kinnisvara turuväärtusest. Saksamaal on hüpoteeklaenu tagatisvarade nominaalväärtuseks 60%

---

<sup>122</sup> European Banking Association 2014. lk 78.

<sup>123</sup> The Pfandbrief Act § 7

<sup>124</sup> *Ibid.*

<sup>125</sup> Wandels 2012. lk 243

<sup>126</sup> O. Stöcker ja J. Tolckmitt, The Legal Framework for Issuing Pfandbriefe. The Pfandbrief 2014 | 2015 Facts and Figures about Europe's Covered Bond Benchmark, 2014. lk 11 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/31C598D730AD2AC1C1257DC4005055AB/\\$FILE/PFB\\_2014%20%202015\\_EN.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/31C598D730AD2AC1C1257DC4005055AB/$FILE/PFB_2014%20%202015_EN.pdf) 20.04.2015)

<sup>127</sup> Wandels 2014. lk 211

tagatisvara turuväärtusest. Eelnimetatud nõude järgmine peaks kaitsma võlausaldajaid tagatisvara turuväärtuse osalise langemise eest, kuna likviidsuspuhvri nominaalväärtuseks loetakse üksnes osa tagatisvara turuväärtusest ning tagatisvara kinnisvara hinna mõningane kõikumine ei tohiks seetõttu põhjustada likviidsuspuhvri maksejõuetust. Samas ei kaitse miski võlausaldaja kinnisvara hindade radikaalse langemise ja eluaseme kinnisvara väärtuse mastaapse vähenemise vastu. Tegemist ei ole esmase probleemiga, kuniks hüpoteeklaenude võlgnikud suudavad jätkata laenu tagasimaksetega, kuid emitendi pankroti korral võib kinnisvaraturu oluline hinnalangus seada mõningase kahtluse alla pandikirjaportfelli suutlikkuse võlausaldajate nõuete rahuldamise tagatisvarade arvelt. Emitendil on küll kohustus makseviivituses tagatisvarad portfelist eemaldada ja asendada maksejõulistega, kuid majandussurutise kontekstis võib neid olla mõneti keeruline leida. Tagatisvarade turuväärtuse hindamisele sarnaselt on emitent kohustatud kontrollima ka ületagamise nõuete täitmise, mis Belgia puhul on 105% ja Saksamaal puhul on 102%.

Amortisatsiooni testimine on samuti portfelli dünaamilisuse põhimõttest tulenevalt üks emitendile omastest kohustustest. Sisuliselt testitakse tagatisvarade amortisatsiooni selliselt, et võrreldakse tagatisvarade kõigi tulude vastavust tagatisvaradega kõigi kuludega sh intresside, põhikulude ja kõrvalkuludega.<sup>128</sup> Pandikirjaportfelli minimaalse ületagamise põhimõttest lähtuvalt peavad tagatisvarade tulud ületama tagatisvarade kulusid ning selle põhimõtte järgimist on antud testi raames emitent kohustatud kontrollima.

Likviidsuse testimine tuleneb samuti emitendi kohustusest tagada pandikirjaportfellis piisavalt likviidsed vahendid. Likviidsuse testimise eesmärgiks on võlausaldajate nõuete rahuldamisel võimalikult vähese kahju kandmine ja pandikirja võlausaldajate väljamaksete peatumise vältimine. Belgia näitel peab pandikirjaportfellis koguaeg olema piisavalt likviidsed varasid, et nende realiseerimisel on võimalik tagada kõigi pandikirja võlausaldajate nõuete täielik rahuldamine sh põhisumma, intresside ja kõigi seotud kulude katmine.<sup>129</sup> Seega kontrollitakse pidevalt pandikirjaportfelli väärtust ning võlausaldajate nõuete vahet. Saksamaa kontekstis testitakse samuti igapäev tagatisvarade vastavust ning seejuures lähtutakse samadest põhimõtetest.<sup>130</sup>

Lisaks organisatsiooni sisesele monitoorimisele ja testimisele teostatakse pandikirjaportfelli osas auditeerimist ka organisatsiooniväliselt. Reeglina auditeerib pandikirjaportfelli avalik

---

<sup>128</sup> Wandels 2014. lk 211

<sup>129</sup> *Ibid.*

<sup>130</sup> Pfandbrief Act § 14

järelevalve või sõltumatu audiitor. Saksamaa näitel juhib auditi läbiviimist igal juhul avalik järelevalve, kuid järelevalve pädevuses on auditi läbi viimise õiguse edasi delegeerimine kolmandale isikule. Saksamaal on pandikirja emitentide ja portfelli auditeerimiseks moodustatud avaliku järelevalve juurde eraldi struktuuriüksus, kes teostab pandikirjaportfelli üle korralist audit iga kahe aasta tagant.<sup>131</sup> Belgias audiitor otseselt pandikirja portfelli ei auditeeri, sest kohustus on jäetud üksnes pandikirja monitoorijale.<sup>132</sup> Autori hinnangul on Belgia näitel pandikirjaportfelli monitoorja poolne kontroll piisav pandikirjaportfelli stabiilsuse tagamiseks. Käibemahtudel väiksemate krediitiasutuste jaoks võib pidev väline auditeerimine osutada liialt koormavaks ning seega võiks Eesti regulatsiooni välja töötamisel lähtuda üksnes pandikirjaportfelli monitoorija kontrollist.

Kolmanda järelevalvelise tasandina võib vaadelda avaliku järelevalvet. UCITS direktiivi artikkel 52 lõike 4 kohaselt on üheks pandikirja minimaalseks omaduseks nende üle erilise avaliku järelevalve poolne kontroll. Sisuliselt võib pidada esimeseks võlausaldajate kaitsemehhanismiks asjaolu, et pandikirjade emitent on krediitiasutus, kes peab saama avalikult järelevalvel pandikirjade emiteerimiseks litsentsi. Riigiti on väga erinevalt reguleeritud täiendava litsentside andmise kord, kui emitent on üksnes pandikirjade emiteerimisega tegelev krediitiasutus või universaalpank. Belgia ja Saksamaa näitel on tegemist üldise krediitiasutusega, kes peavad saama pandikirjade emiteerimiseks täiendava litsentsi, kuid antud nõue on liikmesriikide siseselt väga erinev. Enne 2005. aastat tegelesid Saksamaal pandikirjade emiteerimisega üksnes pandikirja pangad, kuid pärast eelmainitud seaduse muudatust on emiteerimise õigus antud täiendava litsentsi alusel universaalpankadele.<sup>133</sup> Käesoleval teemal autori siinkohal pikemalt ei peatu, kuna avaliku järelevalve litsentsitaotlemist käsitleti juba punktis 2.1.

Avalikul järelevalvel on lisaks pandikirjade emiteerimisele eelnevale järelevalvelistele kohustustele ka järjepidev pandikirjaportfelli kontrollimise kohustus. Pandikirjaportfelli kontrollimise pädevused ja kohustused ei ole Euroopa Liidu siseselt ühtsed, kuid elementaarsed kohustused on avaliku järelevalve ees siiski kõigil emitentidel. Peamiselt toimub avaliku järelevalve poolne kontroll pandikirjaportfelli nõuete täitmise üle läbi emitendi poolse järjepideva raporteerimise kohustuse. Pandikirja emitendi avaldatud raportitest lähtuvalt kontrollib avalik järelevalve sarnaselt monitoorijale likviidsuspuhvri varade kvaliteedi ja

---

<sup>131</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 61

<sup>132</sup> Wandels 2014. lk 212

<sup>133</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 4

vastavusnõuete järjepidevat täitmist. Mõnedes riikides on avaliku järelevalve pädevuseks ka emitendi kohapealsete inspeksioonide ja läbivaatuste läbi viimine. Avaliku järelevalve väga hea praktika on ka kvaliteedi ja ületagamise vastavusnõuete täitmiseks asjakohaste juhendite avaldamine. Reeglina on avalikule järelevalvele tagatud pädevus kehtestada emitendi suhtes regulatsioonide täitmiseks vajalikud sanktsioonid.<sup>134</sup>

Pandikirjade suhtes ulatusliku ja järjepideva järelevalve teostamine soodustab EL õigusest tulenevate kontrolli nõuete täitmist ning võimaldab emitendil läbi tagatisvarade testimise omada selget ülevaadet likviidsuspuhvi tagatisvarade kvaliteedi kohta. Emitendipoolne järjepidev raporteerimine hõlbustab oluliselt avaliku järelevalve teostamist. Pandikirjade mitmetasandiline auditeerimine ning järjepidev monitoorimine tagab likviidsuspuhvi varade kõrge kvaliteedi ning võimaldab emitendil efektiivselt rakendada likviidsuspuhvi dünaamilisuse põhimõtet, kuigi autori hinnangul võib väiksema käibemahuga krediitiasutustele mitmetasandiline auditeerimine osutada liialt koormavaks.

### **3.3. Pandikirja võlausaldajate kaitsemehhanismide rakendumine**

Kuna eelmises peatükis käsitlesime, kuidas toimub järelevalve pandikirja emitendi tegevuse üle, siis nüüd on asjakohane analüüsida, kuidas rakenduvad pandikirja võlausaldajate kaitsmiseks loodud meetmed.

Üks kõige olulisem pandikirja võlausaldajate kaudne kaitsemehhanism on emiteeritud pandikirjade tagatiste krediitiasutuse bilansiline arvestus. Teisisõnu jäävad emiteeritud pandikirjad alati emitendi omandisse ja bilanssi erinevalt harilikest väärtpaberristamise tehingutest, kus tagatisvarad kantakse kolmanda isiku omandisse.<sup>135</sup> Tagatisvarade bilansilise arvestuse eeliseks on see, et emitendi ja investorite huvid samastuvad, mis omakorda suurendab oluliselt emitendi omavastutust ning maandab moraaliriski (*moral hazard*).<sup>136</sup> Moraalirisk on omane peaaegu kõigile vahendatud investeerimistehingutele, kus varasid käsutaval isikul on võimalik mitte kanda vastutus varadega toimuva eest või vastutus edasi kanda. Väärtpaberistamise tehingute korral kantakse tagatisvarad emitendi bilansist maha kolmanda isiku arvele, kuigi emitent peab reeglina investeerima olemasolevatesse

---

<sup>134</sup> European Banking Association 2014. lk 87

<sup>135</sup> Packer, Stever ja Upper 2007. lk 49

<sup>136</sup> Petrus 2013. lk 31

tagatisvaradesse 5% suuruse omaosaluse.<sup>137</sup> Seega puudub väärtpaperistamise tehingute puhul emitendil oluline kahju kandmise risk. Omaosaluse määra kehtestamine on kindlasti üks riski maandamise meede, kuid arvestades võimalikku kahju ning asjaolu, et kõik investeerimisotsused on emitendi enda võimuses, siis on emitendi vastutuse osakaal marginaalne. Pandikirja struktuuris maandab omavastutuse riski portfelli dünaamilisuse põhimõte, mis kohustab emitenti välja vahetama makseviivituses või madala kvaliteediga tagatisvarad. Seega ei saa emitent vastutuse vähendamiseks teadlikult kasutada likviidsuspuhvris näiteks madala kvaliteediga varasid, sest sellisel juhul lasub temal endal kohustus nende väljavahetamiseks. Likviidsuspuhvri dünaamilisuse põhimõte ja võlausaldajate nõuete ühetaolisus maandab omavastutuse riski, keelates pandikirjaportfelli osadeks jagamise ning ka vastuse osadeks jagamise.<sup>138</sup> Väärtpaperistamise tehingute puhul on reeglina tagatisvarade portfelli osadeks jagamine lubatud, mis muudab antud tehingud ja nendega kaasneva vastutuse analüüsimise oluliselt keerukamaks.<sup>139</sup>

Pandikirjade oluliselt lihtsam struktuur toob meid pandikirjade läbipaistvuse juurde. Pandikirjade puhul puuduvad reeglina emitendi suhtes nõuded, kuidas ja millisel peab emitent likviidsuspuhvri sisu võlausaldajatele avaldama. Pandikirjaportfelli sisu tuleb avaldada võlausaldajatele pandikirjade emiteerimisel prospektis, kuid kuna pandikirjaportfell on dünaamiline võib mõne aja pärast prospektis avaldatud informatsioon olla oluliselt aegunud. Samas on läbipaistvuse suurendamiseks asunud Saksamaa krediitiasutused avaldama pandikirjadeportfelli finantsseisundit kirjeldavaid kvartaalseid avalikke raporteid, suurendamaks pandikirjade atraktiivsust ja avalikku usaldusväarsust.<sup>140</sup> Seejuures on autori hinnangul oluline märkida, et emitendi kohustusena pärineb eelnimetatud nõue alates 2014. aasta 1. jaanuarist.<sup>141</sup> Õiguskirjanduses on tõstatatud pandikirjaportfelli võlausaldajatele läbipaistvuse küsimus ning kuna paljud emitendid ei avalda portfelli tagatisvarade kohta raporteid, peavad võlausaldajad lootma üksnes avaliku järelevalve ja monitoorija kohustuste

---

<sup>137</sup> G. Baber. Basel III implementation and the European Union: the proposed Capital Requirements Regulation (CRR). The Company Lawyer 2012. lk 13 (Kättesaadav arvutivõrgust: [Comp. Law. 2012, 33\(12\), 386-399](#) 20.04.2015)

<sup>138</sup> P. Scherer ja I.Zlatanov. Securitisation, tranching and structured loans under regulatory capital rules for banks in Germany. Journal of International Banking Law and Regulation, 2014. Lk 5 (Kättesaadav arvutivõrgust: [J.I.B.L.R. 2014, 29\(7\), 399-410](#) 20.04.2015)

<sup>139</sup> Carbó-Valverde, Rosen ja Rodríguez-Fernández 2012. lk 4

<sup>140</sup> W. Kälberer ja O. Stöcker. Issuer perspective Germany. ECBC European Covered Bond fact book 2014. Brüssel 2014. lk 289 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)

<sup>141</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 16

kohasele täitmisele.<sup>142</sup> Reguleeritud pandikirjade osas toimub vägagi intensiivne monitooring ja pidev avalik järelvalve ning seega pole läbipaistvuse tagamine võlausaldajate suhtes kõige suurem murekoht, kuigi läbipaistvamad portfelli oleksid autori hinnangul võlausaldajate silmis ilmselt usaldusväärsemad ja omaksid vahetut mõju ka emiteeritud pandikirjade turuväärtusele.

Pandikirja võlausaldajate perspektiivist vaadatuna on pandikirja dualistlik regressiõigus väga oluline kaitsemehhanism. Pandikirja emitendi pankrotimenetluse algamisega eraldatakse pandikirjaportfelli tagatisvarad krediitiasutuse üldistest varadest ning portfelli tagatisvarade arvelt hakatakse pandikirja võlausaldajate nõudeid rahuldama. Pandikirjaportfell võib struktuuriliste pandikirjade puhul ja Ühendkuningriikide näitel asuda ka eraldiseisvas juriidilises isikus, kuid bilansiliselt loetakse eraldiseisva juriidilise isiku varad krediitiasutuse bilansi hulka ja omandisse. Kuivõrd pandikirjaportfelli tagatisvaradest ei piisa kõiki pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamiseks on pandikirjaportfelli võlausaldajatel nõue krediitiasutuse enda vastu koos teiste krediitiasutuse võlausaldajatega.<sup>143</sup> Seega on pandikirja võlausaldajatel kaks solidaarset kõrge usaldusväärusega võlgnikku, kelle vastu enda nõue pöörata, mis on finantsinstrumentide puhul ainulaadne kaitsemehhanism.

Pandikirjaportfelli võlausaldajate nõuded ei ole aga kõigi teiste portfelliga seotud isikute nõuete suhtes täiesti primaarsed. Nagu varasemalt käsitletud toimub pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamine *pari passu* põhimõttest lähtuvalt, kuid siiski on olemas mõned subjektid, kelle nõuded on teistest pandikirja võlausaldajate nõuete ülesed. Sellisteks võlausaldajateks võivad olla pandikirja võlausaldajate esindaja, pandikirjaportfelli monitoorija ja portfelli haldaja. Lisaks eelmainitud isikutele on võlausaldajate nõuetest kõrgemal ka võlausaldajad, kes osutasid portfelli või eraldiseisva juriidilise isiku suhtes teenuseid näiteks portfelli monitoorijad, juriidilised nõustajad, audiitorid, maksunõustaja ja ka börsi teenustasud jms.<sup>144</sup> Tegemist ei ole absoluutse põhimõttega, sest Saksamaa Pandikirja Seaduse kohaselt tasutakse eelmainitud isikute töötasud portfelliga seotult.<sup>145</sup> Seega ei rahuldata pandikirja osakuomanike nõudeid siiski esmajärjekorras ja pandikirjaportfellis peab olema piisavalt tagatisvarasid, et

---

<sup>142</sup> F. Hillenbrand ja M. Schulz. Transparency in trading and in investor information. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012. lk 79 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>143</sup> PricewaterhouseCoopers. Uncovering Covered Bonds. 2012. lk 4 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.pwc.com/en\\_GX/gx/banking-capital-markets/assets/pwc-uncovering-covered-bonds.pdf](http://www.pwc.com/en_GX/gx/banking-capital-markets/assets/pwc-uncovering-covered-bonds.pdf) 20.04.2015)

<sup>144</sup> Petrus 2013. lk 35

<sup>145</sup> Pfandbrief Act § 30

rahuldada ka pandikirjaportfelliga seotud isikute nõudeid. Autori hinnangul on likviidsuspuhver loodud eelkõige pandikirja osakuomanike kaitseks ja sellest lähtuvalt võiks pandikirjaga seotud isikute nõuded olla samaväärsed ning samas positsioonis kui osakuomanike nõuded. Selliselt oleks välistatud igasugune võlausaldajate eelistamine pandikirjaportfelli siseselt ning oleks tagatud kõigi võlausaldajate nõuete ühetaoline rahuldamine, mida nõuab ka CRR määruse artikkel 129.

Pankroti välja kuulutamisel on pandikirjadele omane üldisest pankrotimenetlusest erinev kord, mille järgimist juhib pandikirjaportfelli haldur. Pandikirjaportfelli haldur määratakse reeglina seaduse alusel ning pankroti välja kuulutamisel avaliku järelevalve<sup>146</sup> või kohtu poolt<sup>147</sup>. Pandikirjaportfelli halduri ülesandeks on portfelli haldamine ja ajutine juhtimine ning kõigi pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamise korraldamine. Huvide konflikti vältimiseks ei saa portfelli haldur olla sama isik, kes juhib pankrotimenetluses emitendi varade jagamist. Pandikirjaportfelli haldur peab olema reeglina vajaliku haridusliku kvalifikatsiooniga ja portfellis olevate varade realiseerimiseks vajaliku kogemusega, mis on omane ka pankrotimenetluses tuntud haldurile.

Emitendi pankrotimenetluse algamise korral eraldatakse tagatisvarad pankrotistunud isikust ning määratakse portfelli haldurile haldamiseks. Pandikirjaportfelli haldur alustab seejärel varade haldamist ning jätkab korraliste intressimaksete välja maksmist investoritele. Varade eraldamise põhimõttest lähtuvalt ei põhjusta emitendi või krediidasutuse pankrot automaatselt pandikirjaportfelli pankrotti ja pandikirja tagatisvarade realiseerimist.<sup>148</sup> Seega jätkatakse võimaluse korral investoritele intressimaksete välja maksmist. Tagatisvaradeportfelli eraldamisel ei toimu korraliste intressimaksete tasumine enam emitendi arvelt, vaid üksnes pandikirjaportfelli tagatisvaradest tulenevate rahavoogude arvelt.

Pandikirjaportfelli halduri pädevuses on mitmete meetmete rakendamine, mida ta saab täiendavalt võlausaldajate kaitseks kohaldada. Üks sellistest on tagatisvarade ümberpaigutamine teise krediidasutusse, kui ümberpaigutamine kaitseks paremini võlausaldajate huve. Ümberpaigutamiseks Belgias tuleb reeglina portfelli halduril taotleda avalikult järelevalvelt vastavasisuline luba ning ühtlasi peab sellise tagatisvarade ümberpaigutamiselega olema nõus pandikirja osakuomanike esindaja.<sup>149</sup> Saksamaa õiguse

---

<sup>146</sup> Wandels 2014. lk 212

<sup>147</sup> Kälberer ja Stöcker 2014. lk 291

<sup>148</sup> Kälberer ja Stöcker 2014. lk 291

<sup>149</sup> Belgian Covered Bonds Act 3.08.2012. art. 24

kohaselt on halduri kooskõlastamise kohustus leebem ning portfelli haldur peab tagatisvarade ümber paigutamiseks saama kirjaliku nõusoleku üksnes avalikult järelevalvel.<sup>150</sup> Portfelli ümberpaigutamise tagajärg on autori hinnangul sisuliselt portfelliga seotud kohustuste krediitiasutusepoolne ülevõtmine, mille tulemusel hakkab uus krediitiasutus pandikirjaportfelli võlausaldajate suhtes võlgnikuks ning võlausaldajate suhte kohustuste täitmist esialgse emitendi pandikirja programmi alusel. Antud abinõu paneb pandikirja võlausaldajad oluliselt paremasse positsiooni, kuna neil tekib nõue uue maksejõulise ja stabiilse emitendi vastu ning seejuures jätkatakse nende esialgselt korralduste intressimaksetega uue emitendi arvelt. Antud meede on halduri pädevuses üksnes siis, kui pandikirjaportfellis pole piisavalt tagatisvarasid või tagatisvarade olukord võib oluliselt halveneda portfelli ümberpaigutamata jättes. Kuigi tagatisvaradest koosneva portfelli ümberpaigutamine on väga drastiline meede, võimaldab see siiski oluliselt parandada võlausaldajate olukorda ja ära hoida võlausaldajatele kahju tekkimise, kui esialgse emitendi suhtes on algatatud pankrotimenetlus.

Kui olukord seda nõuab on portfelli halduril pädevuses kalduda kõrvale esialgselt pandikirjaprogrammist ning alustada täielikult pandikirjaportfelli tagatisvarade realiseerimisega või teha seda ainult osaliselt.<sup>151</sup> Belgia näitel ei saa pandikirjaportfelli haldur ilma osakuomanike 2/3 nõusolekuta asuda pandikirjaportfelli likvideerima. Likvideerimise otsuse peale on portfelli halduril kohustus konsulteerida avaliku järelevalvega rakendatava meetme osas.<sup>152</sup> Eelmainitu aga ei kehti täiel määral Saksamaa kohta, kuna Saksamaal on pandikirjaportfelli haldur säärase drastiliste meetmete kasutamiseks kohustus saada eelnevalt järelevalvel kirjalik nõusolek.<sup>153</sup> Autori hinnangul võimaldab antud piirang ära hoida ka halduri omavolilise käitumise ja tagatisvarade suhtes kuritarvitused. Samas leiab autor, et stressiolukorras on avaliku järelevalvel loa saamine piisav, et alustada tagatisvarade realiseerimist, kuna osaku omanike koosoleku korraldamine võib nõuda põhjendamatul palju aega ning võib olla kaitse mehhanismi perspektiivist liialt halduskoormav.

Pandikirjaportfelli tagatisvarade bilansiline arvestus tagab pandikirja emitendi ja võlausaldajate huvide samastumise, mis vähendab oluliselt emitendi poolset tagatisvarade suhtes teostatavad kuritarvitused. Pandikirjade lihtne struktuur ja läbipaistev tagatisvarade likviidsuspuhver võimaldab investoritel oluliselt objektiivsemalt hinnata investeringuga kaasnevaid riske ning likviidsuspuhvi kvaliteeti. Pandikirjaga seotud isikute nõuete

---

<sup>150</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 18

<sup>151</sup> European Central Bank 2008. lk 18-19

<sup>152</sup> Petrus 2013. lk 36

<sup>153</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 18

eelistamine piirab pandikirja võlausaldajate ühetaolist kohtlemist ning autori hinnangul peaksid seotud isikute nõuete rahuldamine toimuma ühetaoliselt võlausaldajatega. Pandikirja emitendi pankroti korral tagatisvarade eraldamine ja pandikirjaportfelli halduri määramine võimaldab pandikirja võlausaldajate investeringute teenindamist ning kaitseb pandikirja võlausaldajate huve krediidasutuse võlausaldajate nõuete eest. Autori hinnangul on pandikirjaportfelli tagatisvarade ümberpaigutamiseks ja realiseerimiseks õiguse täitmisel võlausaldajatega kooskõlastamine liialt koormav meede, kuna osaku omanike koosoleku korraldamine võib olla väga aeganõudev arvestades osakuomanike arvukust. Tagatisvarade ümberpaigutamine ja realiseerimine on niivõrd drastiline meede, mis eeldab kiirete otsuste vastu võtmist ja efektiivset kooskõlastamist. Seega võiks Eesti regulatsiooni välja töötamisel halduri pädevuste osas lähtuda pigem Saksa õigusest, kus haldur kooskõlastab meetmete kasutamise üksnes avaliku järelevalvega.

#### **4. EUROOPA LIIDU ÕIGUSE PANDIKIRJA REGULATSIOONIDE ÜHETAOLINE KOHALDAMINE EESTI KREDIIDASUTUSTES**

##### **4.1. Hüpoteeği õiguskindluse nõuded Euroopa Liidu õiguse kontekstis**

CRR määruse artikkel 208 lõige 2 kohaselt peab likviidsuspuhvi tagatisvaradeks olev hüpoteeği olema kõigis asjaomastes jurisdiktsioonides jõutava mõistliku aja jooksul ning kõik juriidilised nõuded pandi seadmiseks tagatisvara suhtes olema täidetud. Autori hinnangul on eeltoodud nõuete täitmine on Eesti Asjaõigusseaduse<sup>154</sup> kontekstis väga kaheldav, kuivõrd Eestis on hüpoteeği võimalik üleanda või pantida üksnes notariaalselt kinnitatud või tõestatud asjaõigusliku kokkuleppe tulemusel ja kinnistusraamatukande alusel. Autori hinnangul tagab pandikirja likviidsuspuhvi kõrge likviidsuse taseme ja dünaamilisuse kõrge kvaliteediga tagatisvarad, mis on lihtsalt ja efektiivselt ka üleantavad.

Eesti Asjaõigusseaduses (edaspidi AÕS) jõustus esmakordselt 01. detsembril 1993 aastal. AÕS vastuvõtmine oli märgilise tähendusega, kuna tegemist oli esimese taasiseseisvunud Eesti Vabariigi vastu võetud tsiviilõigusliku õigusaktiga, mis sai aluseks kõigi teiste eraõiguse õigusaktide välja töötamisel.<sup>155</sup> Esimene asjaõigusseadus võeti aga vastu suure kiirustamisega,

---

<sup>154</sup> Asjaõigusseadus - RT I, 08.07.2014, 7

<sup>155</sup> P. Varul. Austatud lugeja! - Juridica 2013/7. lk 441

kuna vajalik oli maa kiire tsiviilkäibes kasutusele võtmine.<sup>156</sup>

Kinnispanti s.o hüpoteeki puutuv on antud seaduses reguleeritud § 325, mille kohaselt on hüpoteegipidajal õigus hüpoteegiga tagatud nõude rahuldamiseks panditud kinnisvara arvelt. Hüpoteegi seadmine hüpoteegipidaja kasuks toimub rangelt asjaõiguslepingu alusel, mis on notariaalselt kinnitatud.<sup>157</sup> AÕS § 119 lg 2 kohaselt tekib hüpoteek üksnes kinnistusraamatusse vastavasisulise kande tegemisega ning seejuures kantakse hüpoteek kinnistusraamatusse üksnes kinnisasjaomaniku või hüpoteegipidaja notariaalselt kinnitatud avalduse alusel.<sup>158</sup> Tulenevalt AÕS § 338 lg 2 toimub ka hüpoteegi üleandmine üksnes notariaalselt kinnitatud kokkuleppe alusel ja kande tegemisega kinnistusraamatusse, mis on rangelt imperatiivne säte.<sup>159</sup>

Eesti Asjaõigusseadus tunneb kinnispandina üksnes hüpoteeki, kuid tegelikult on hüpoteek ainult üks kinnispandi alaliikidest. Saksa õiguses, mille põhjal on loodud ka Eesti asjaõigus jaotab kinnispandid peamiselt kaheks erinevaks liigiks – aktsessorseks hüpoteegiks (*Hypothek*) ja mitteaktsessorseks kinnisvõlaks (*Grundschuld*).<sup>160</sup> Saksa Tsiviilseadustik ehk Bürgerliches Gesetzbuch (edaspidi BGB)<sup>161</sup> § 1116 kohaselt on võlausaldajale hüpoteegi seadmiseks kaks erinevat viisi: kinnistusraamatukande (*Buchhypotek*) tegemine õigustatud isiku kasuks ja pandikirja (*Briefhypotek*) üle andmine õigustatud isikule.<sup>162</sup> Viimast tuntakse Saksa õiguses kirikinnispandi õiguse realiseerimise vahendina, mis Eesti asjaõigusseaduse valguses on tundmatu. Kirikinnispant ehk kirihüpoteek või teisisõnu pandikiri on Saksa õiguse kohaselt kinnistusregistri poolt väljastatav kiri hüpoteegi olemasolu kohta, mille väljastamisel eeldatakse hüpoteegi üleandmist üksnes pandikirja üleandmisega.<sup>163</sup> Kirihüpoteek väljastatakse, aga üksnes kinnisasja omanikule ning välistatud on selle väljastamine otse võlausaldajale.<sup>164</sup> Oma olemuse poolest on hüpoteegikiri pigem väärtpaber, kuna teda ei saa eraõiguslikult maksma panna ilma vastava paberita või tema

---

<sup>156</sup> R. Tiivel. Eesti hüpoteegist rahvusvahelise mõõdupuuga mõõtes – Juridica 2012/9. lk 685

<sup>157</sup> P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi, T. Puri. Asjaõigusseaduse kommentaarid II. Juura 2014. lk 518

<sup>158</sup> Kinnistusraamatuseadus § 34 lg 1 - RT I, 05.12.2014, 36

<sup>159</sup> Varul, jt. 2014. lk 562

<sup>160</sup> V. Kõve. Varaliste tehingute süsteem Eestis. Tartu 2009. lk 265

<sup>161</sup> Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb in der Fassung der Bekanntmachung 3.04.2010 (BGBl. I S. 254) (Arvutivõrgus: <http://www.gesetze-im-internet.de/bgb/> 26.04.2015)

<sup>162</sup> Varul, jt. 2014. lk 500

<sup>163</sup> *Ibid.*

<sup>164</sup> K.H. Schwab, H. Prütting. Asjaõigus õpik. Juura 1995. lk 236

väljastamisotsuse esitamiset.<sup>165</sup> Hüpoteegikirj on seega nimeline väärtpaber, mitte väärtpaber millele paberil olevad õigused tulenevad.

BGB 1116 lõike 2 kohaselt võib aga kinnisasja omanik välistada pandikirja väljastamise ja lähtuda hüpoteegi ülekandmisel kinnistusraamatu registrikandest. Pandikirja väljastamise välistamine nõuab võlausaldaja ja võlgniku vastavasisulist kokkulepet ning selle kohta märgitakse kinnistusraamatu registrisse märke. BGB § 1153 kohaselt läheb nõude ülekandmisega uuele võlausaldajale üle ka hüpoteek. Nõuet ei saa üle kanda ilma hüpoteegita ja hüpoteeki nõudeta, lähtudes eelmainitud paragrahvi lõikest 2. BGB § 1154 lg 1 järgi on kirihüpoteegiga tagatud nõude loovutamiseks vajalik kirjalik loovutamise avaldus ja hüpoteegikirja üleandmine, kui kinnistusraamatu hüpoteegi loovutamisest on vajalik vormivaba nõude loovutamise avaldus ja kanne kinnistusraamatusse.

Eesti Asjaõigusseaduses on kinnispandi sätete välja töötamisel võetud aluseks BGB pandiõiguse sätteid,<sup>166</sup> kuid mingil põhjusel ei ole kirihüpoteegi õigust AÕS sätestatud. Asjaõigusseaduse väljatöötamisel võeti küll aluseks BGB, kuid seda püüti teatud määral moderniseerida, jättes asjaõigusseadusega ülevõtmata vähe praktilised või praktikas ülemäära suurt tülikust valmistavad sätteid. Moderniseerimise käigus otsustati ümber kujundada kinnispandi sätteid ning hüpoteek muudeti AÕS kohaselt mitte aktsessorseks nõude olemasolu suhtes, mis omakorda Saksa õigusele on võõras.<sup>167</sup> Autori hinnangul ei osanud ilmselt keegi AÕS väljatöötamisel pandikirja vajalikkust panganduse finantseerimise meetmena käsitleda, kuigi ka sellel ajal tegutsesid Saksamaal pandikirjade emiteerimisega tegelevad pangad.

1992. aastal asjaõigusseaduse välja töötamisel oli kinnispandiõiguste ülekandmine pandikirja üleandmise teel ilma pandiõiguse omandaja kinnistusraamatusse kandmata seaduse eelnõus esialgu kirjas. Seda täpselt samal kujul, kui Saksa õiguses, kus eristati aktsessorset hüpoteeki ja mitteaktsessorset kinnisvõlga ning eristati ka raamatukandel põhinevat ja kirihüpoteeki. Enne Riigikogu poolt asjaõigusseaduse võtmist otsustati asjaõigusseaduse eelnõu, aga saata enda poolse hinnangu andmiseks Justiitsministeeriumile ja ühtlasi ka Saksa Notarite Kojale. Notarite koda tegi seeläbi endapoolsed ettepanekud AÕS eelnõu suhtes ja soovitas loobuda

---

<sup>165</sup> L. V. Vliet. The German grundschuld. *Edinburgh Law Review*. 2012. lk 6 (Kättesaadav arvutivõrgust: [Edin. L.R. 2012, 16\(2\), 147-177](#) 20.04.2015)

<sup>166</sup> Varul, jt. 2014. lk 499

<sup>167</sup> A. Zeno. Kinnispant – *Juridica* 1993/4. lk 90

kinnistusraamatu avalikku usaldust kahjustavast pandikirja regulatsioonist.<sup>168</sup> Pandikirjad kahjustavad kinnistusraamatu avaliku usaldusväärust seeläbi, et pandikirja üleandmisega on Saksa õiguse kohaselt võimalik hüpoteegi üleandmine kinnistusraamatu väliselt uuele isikule ja kinnistusraamatu kanne hüpoteegiga tagatud õigustatud isiku suhtes ei pruugi vastata enam tegelikkusele. Selle riski maandamiseks Saksa õiguses, aga kasutatakse avaliku tõestamist läbi loovutamisklaratsioonide jada, mille käigus kontrollitakse loovutatud hüpoteekide jada kuni esialgse hüpoteegi õigustatud isikuni välja, mis põhjustab praktikas notaritele olulist halduskoormuse suurenemist.<sup>169</sup>

Kirikinnispandi ehk pandikirja sätete mitte üle võtmise peamiseks lähtekohaks oli asjaolu, et kirikinnispanti kasutati notarite hinnangul Saksamaal praktilises käibes väga vähe ja sellel põhjusel otsustati kirikinnispandi õiguste osa BGB-st ülevõtmata jätta.<sup>170</sup> Kuna kinnispandi käibest moodustas hüpoteek 95%, siis ei peetud kirihüpoteeki sedavõrd vajalikuks käibevahendiks.<sup>171</sup> Kuigi asjaõiguseaduse väljatöötamise grupi osalised adusid, et pandikirja suur eelis on hüpoteegi üle andmine usaldusisikule,<sup>172</sup> ei tajunud keegi grupi osalisest sellel hetkel hüpoteegi üleandmise olulisust pandikirjana krediitiasutuste finantsinstrumentide kasutamise kontekstis. Sellel ajal oli pandikirja finantsinstrumendi kasutamine levinud vaid vähestes Euroopa riikides ning Saksamaal tegutsesid pandikirjade emiteerimisega üksnes hüpoteekpangad, kelle tegevus oli piiratud üksnes pandikirjade emiteerimisega. Nüüdisajal Euroopa Liidu õiguse ühetaolise kohaldamise ja pandikirja finantsinstrumendi kasutamise vajalikkuse kontekstis pole aga AÕS välja töötamisel esitatud seisukohad enam asjakohased. Eesti õiguskirjanduses on leitud, et AÕS vastuvõtmisel tehtud kontseptsioonivälised ja lihtsustatud muudatused on osutunud takistuseks seaduse tõhusal rakendamisel.<sup>173</sup> Eeltoodust lähtuvalt ei mõista autor Eesti õiguskirjanduses esitatud seisukohti,<sup>174</sup> kus Eesti kinnispandiõigusele on antud väga piiratud käsitus ning teiste riikide hüpoteegi sätete võrdluses ei ole arvesse võetud hüpoteegi üleandmise ulatuslike piiranguid. Autori hinnangul ei saa Eesti kinnispandi sätete näol tegemist olla ühe kõige parema regulatsiooniga, kuna antud regulatsioon piirab oluliselt krediitiasutuste majandustegevust ja suurendab oluliselt nende halduskoormust.

---

<sup>168</sup> Tiivel 2012. lk 685

<sup>169</sup> K.H. Schwab, H. Prütting. Asjaõigus õpik 1995, lk 255.

<sup>170</sup> Tiivel 2012. lk 685

<sup>171</sup> P. Pärna. Asjaõiguseadus. Kommenteeritud väljaanne, 2004. Lk. 499.

<sup>172</sup> A. Zeno. Kinnispant. Juridica 1993, nr 4 lk 90.

<sup>173</sup> P. Pärna. Asjaõiguseadus. Kommenteeritud väljaanne, 2004. Lk. 8.

<sup>174</sup> R. Tiivel. Eesti hüpoteegist rahvusvahelise mõõdupuuga mõttes – Juridica 2012/9

Hüpoteegi lihtne üleandmine on aga pandikirja regulatsiooni materiaalõiguslik alus, sest emitendi kasuks seataval kinnisasjal põhinev tagatis on pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamise esmaseks eelduseks. Mõeldamatu on pandikirjaportfelli efektiivne toimimine ja dünaamilise põhimõtte järgimine, kui krediidasutuselt tuleks laenu tagava hüpoteegi üle andmiseks pandikirjaportfellile igakordselt sõlmida notariaalselt kinnitatud kokkulepe ja selle alusel teha kinnistusraamatukanne. Eeltoodust lähtuvalt on autori hinnangul vajalik kasutusele võtta hüpoteegi üleandmiseks või pantimiseks kiirem ja lihtsam võimalus, kuna AÕS ei näe ette võimalust hüpoteegi seadmisel siduda selle kuulumine hüpoteegikirjaga.<sup>175</sup> Autori hinnangul oleks kirihüpoteek aga kergesti üle antav, kuna hüpoteek tagaks selle isiku nõudeid, kelle käes on parajasti kirihüpoteek ning ei nõua hüpoteegi seadmiseks täiendavat kannet kinnistusraamatusse

Alternatiivne lahendus kirihüpoteegi kasutusele võtmiseks oleks lihtsustatult vorminõuete kehtestamine hüpoteegi pantimise korral. Tulenevalt AÕS § 338<sup>1</sup> lõikest 1 on võimalik ka hüpoteegiga tagatud nõude pantimine ja pandipidajal on õigus nõuda nõuet tagava hüpoteegi pantimist, kuid seda osapoolte kokkuleppel. Sama paragrahvi kolmanda lõike kohaselt tekivad pandipidajal hüpoteegi müügiõiguse korral samad õigused, mis hüpoteegipidajal. Autori hinnangul võimaldaks hüpoteegi pantimine krediidasutustel kasutada pandiõigust sarnaselt kirihüpoteegi üleandmisega, kui hüpoteegi pantimisel oleksid kehtestatud leebemad vorminõuded. Tulenevalt AÕS § 338 lg 2 on hüpoteegi seadmiseks nõutav hüpoteegipidaja ja hüpoteegi omandaja notariaalselt tõestatud kokkulepe ja vastavasisulise kande tegemine kinnistusraamatusse, mis ei nõua hüpoteegi pantimiseks võlgniku nõusolekut.<sup>176</sup> Seega autori hinnangul ei täidaks käesolevas vormis ka hüpoteegi pantimine finantsinstrumendi tagatisvara krediidasutuselt pandikirjaportfellile kiireks ja efektiivseks üleandmiseks vajalike nõudeid.

Kuivõrd Eestis õigustatud isiku suhtes kinnispandiõiguse tekkimise peamiseks eelduseks on kinnistusraamatu registrikanne ei ole krediidasutusel võimalik tema kasuks seatud hüpoteeki emitendi võlausaldajate nõuete rahuldamiseks efektiivselt ja mõistliku ajajooksul väärtpaberiga võlausaldajatele üle anda isegi kui oleks olemas pandikirjade emiteerimiseks vajalik regulatsioon. Seega on autori hinnangul pandikirja finantsinstrumendi dünaamilisuse põhimõtte efektiivseks toimimiseks vajalik kas kirihüpoteegi sätete AÕS sisse viimine või hüpoteegi pantimise vorminõuete lihtsustamine, lisaks pandikirja regulatsiooni välja töötamisele.

---

<sup>175</sup> Varul, jt. 2014. lk 511

<sup>176</sup> Varul, jt. 2014. lk 571

## 4.2. Euroopa Liidu õiguse pandikirja sätete ühetaoline kohaldamine Eesti krediidasutuste poolt

2008. aastal alguse saanud ülemaailmse majanduskriisi tagajärjel on kogu maailmas väga intensiivselt ja suuremahuliselt hakatud krediidasutuste kapitali ja likviidsustingimuste valdkonda reguleerima. Eelnimetatud regulatsioonidest tulenevaid põhimõtteid tuntakse usaldusnormatiividenä. Krediidasutusi ulatuslikult piiravad usaldusnormatiivid on G-20 juhtide 25. septembril 2009. aastal kohtumisel kokkulepitud seisukohtade tulemused pangandussektori reguleerimiseks.<sup>177</sup> Antud tippkohtumise tulemusel koostas Baseli pangandusjärelvalve komitee lõplikud meetmed, mida tuntakse ka Basel III raamistikuna ning millega muudeti krediidasutuste ülemaailmset rahastamise strateegiat ning asendati 90-ndatel alguse saanud reguleerimatust juba 1960-ndatest tuntud minimaalsete kapitali ning likviidsusregulatsioonidega.<sup>178</sup> Regulatsioonide väljatöötamise eesmärgiks oli ülemaailmse finantsstabiilsuse tagamine ning tulevikus suuremahuliste finantskriiside ära hoidmine.

Basel III standarditest lähtuti ka CRR määruse ja krediidasutuste finantsseisundi taastamise ja kriisilahenduse direktiivi 2014/59/EL<sup>179</sup> (edaspidi BRRD) ja kriisilahendamise korra määruse 806/2014<sup>180</sup> (edaspidi SRM) regulatsioonide välja töötamisel. Usaldusnormatiivide kohaselt on krediidasutused lisaks hoiustajate ja investorite ulatuslikuma kaitse tagamisele kohustud majandustegevuses järgima usaldusnormatiive selleks, et tagada ja kaitsta krediidasutuste maksevõimet ning avalikku usaldusväärust.<sup>181</sup> Usaldusnormatiivide eesmärk on tagada siseturu finantsstabiilsus ja ühtne miinimumstandardite raamistik kapitali suhtes esitavatele nõuetele. Basel III standardites on, aga tehtud keskne erand krediidasutuse tagatud kohustuste osas ning antud põhimõtet järgib ka CRR määrus. Erandi kohaselt on tagatud

---

<sup>177</sup> E. Lee. Basel III: post-financial crisis international financial regulatory reform. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Vol. 28 nr 11, 2013. lk 5 (Kättesaadav arvutivõrgust: [J.I.B.L.R. 2013, 28\(11\), 433-447](http://dx.doi.org/10.1017/S1023123513000047) 20.04.2015)

<sup>178</sup> B. Allen, K. K. Chan, A. Milne ja S. Thomas. Basel III: is the cure worse than the disease?. London 2010. lk 3 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1688594> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1688594> 20.04.2015)

<sup>179</sup> Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/59/EL, 15. mai 2014, millega luuakse krediidasutuste ja investeerimisühingute finantsseisundi taastamise ja kriisilahenduse õigusraamistik ning muudetakse nõukogu direktiivi 82/891/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiive 2001/24/EÜ, 2002/47/EÜ, 2004/25/EÜ, 2005/56/EÜ, 2007/36/EÜ, 2011/35/EL, 2012/30/EL ja 2013/36/EL ning määruseid (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 648/2012.

<sup>180</sup> Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus 806/2014, 15. juuli 2014, millega kehtestati ühtsed eeskirjad ja ühtne menetlus krediidasutuste ja teatavate investeerimisühingute kriisilahenduseks ühtse kriisilahenduskorra ja ühtse kriisilahendusfondi raames ning millega muudetakse määrust (EL) nr 1093/2010.

<sup>181</sup> BRRD preambula punkt 2 ja 11

finantsinstrumentide kaudu krediidasutustele soodsam kapitali kaasamine ning nende meetmete kasutusele võtmine mängib krediidasutuste pikaajalise finantseerimisel kesksel rolli.<sup>182</sup> CRR määruse eesmärk kitsamas mõttes on ongi usaldusnormatiivide ja määruse ühetaoline kohaldamine Euroopa Liidu piires. Eelnimetatud määrusest lähtuvalt reguleeritakse liikmesriikide krediidasutuste ja investeerimisühingute omavahendite nõudeid, riskide kontsentratsiooni piiranguid, likviidsusnõudeid, aruandlus ja avalikustamisnõudeid. Autori hinnangul on eelnimetatud regulatsioonides kajastatud erandite tulemusel tehtud selge muudatus krediidasutuse finantseerimise eelistatud meetodika osas, mida varasemalt Euroopa Liidu õiguses ei olnud. Krediidasutuste asutamise ja tegevuse direktiivi 2006/48/EU<sup>183</sup> (edaspidi CRD III), mis enne CRR määruse jõustumist reguleeris krediidasutuste tegevust ja kapitalinõudeid ei olnud krediidasutuste kapitali likviidsuse nõudeid reguleeritud. Eeltoodust lähtuvalt ei peetud enne 2008. aastal aset leidnud majanduskriisi vajalikuks kõrge likviidsusega instrumente üldsegi reguleerida.

Eelnimetatud Basel III standardite täielik mõju on krediidasutustele küll teadmata, kuid kapitali kaasamise ning enda jätkusuutliku tegevuse tagamiseks on ilmselt iga krediidasutus sunnitud konkurentsipüsimiseks enda finantseerimise strateegia ümber hindama ning restruktureerima.<sup>184</sup> Mida tähendavad Eesti krediidasutuste jaoks uues krediidasutuste finantseerimise strateegia ning kapitali ja likviidsus normatiivid, et selle tõttu tuleks krediidasutusel ümber hinnata enda finantseerimise struktuur? Kõige laiemas mõttes tähendab see seda, et kõigi krediidasutuste jaoks muutub tagamata kapital kallimaks. CRR määrus nõuab investeerimisel krediidasutustelt pangandusteenuste osutamisega kaasnevate riskide ning eelkõige krediidiriski maandamist. Riskide maandamine toimub reeglina arvutuslike valemite põhjal, millest lähtuvalt arvestatakse riskide ilmnemise tõenäosust ning nende riskide realiseerumisega kaasneva potentsiaalse kahju suurust. Nende riskide vastu kindlustamiseks on krediidasutus kohustatud hoidma teatud kõrge likviidsusega varasid, teisisõnu omavahendeid likviidsuspuhvril, mis oleksid vabad likviidsust piiravatest kohustustest, mille arvelt nad saaksid katta riskide negatiivse tagajärje realiseerumisest

---

<sup>182</sup> B. Allen, K. K. Chan, A. Milne ja S. Thomas, Basel III: is the cure worse than the disease?, Cass Business School, City University London, September 30th, 2010, lk 1. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1688594> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1688594> 20.04.2015)

<sup>183</sup> Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2006/48/EÜ, 14. juuni 2006, krediidasutuste asutamise ja tegevuse kohta.

<sup>184</sup> Allen, Chan, Milne ja Thomas 2010. lk 43

tuleneva kahju.<sup>185</sup> Kuna krediidasutus ei saa likviidsuspuhvril olevat kapitali kasutada, muudab see kapital krediidasutuse jaoks kogumahus kulukamaks.<sup>186</sup> Uute regulatsioonide tõttu on krediidasutuse jaoks tagatud finantseerimine odavam kui tagamata finantseerimine ning see võimaldab alandada tervikuna kogukapitali kaasamise kulukust. Nagu selgus 2014. aastal Peter N. Posch, Johannes Lubbers, Joachim Erhardt poolt korraldatud analüüsi tulemustest, on Euroopa pangandusturul kõige efektiivsem meede soodsa kapitali kaasamiseks ja krediidasutuse kapitali kulukuse määra alandamiseks just pandikirjade emiteerimine.<sup>187</sup> Krediidasutustel on CRR määruse kohaselt kohustus hoida likviidsuspuhvril likviidsed varasid vähemalt 30 päeva, et tagada stressiolukorras likviidsuse ebakõladest tingitult investeringu likviidsus.<sup>188</sup> Määruse artikkel 33 kohaselt on krediidasutusel võimalik arvestada pandikirjad nende kõrge likviidsuse tõttu omakapitali hulka ning kasutada ja kalduda pandikirjade puhul, tulenevalt artiklist 129, kõrvale harilikele krediidasutuse võlgadele kohaldatavast 20% suuruselt riskikaalu arvestusest ning alandada pandikirjade puhul riskikaalumäära 10%. Riskikaalu madalamat määra õigustavad pandikirjade likviidsed ja kõrge kvaliteediga tagatisvarad, mille arvelt on riskide realiseerumise tõenäosus ja kahju kandmise ulatus väiksem. Eeltoodust lähtuvalt on CRR määruse kohaselt krediidasutustel ja investeerimisühingutel võimalik pandikirjadesse investeerimisel hoida investeringuga kaasnevate riskide maandamiseks väiksemal määral kapitali investeringut kaitsvas likviidsuspuhvril kui harilike tagamata laenude väljastamisel.<sup>189</sup> Riskikaalu madalam arvestus tähendab tagatud kohustuste osas seda, et Euroopa pangandusturul on oluliselt kasvanud nõudlus kõrge kvaliteediga tagatisvarade osas ning ühtlasi on krediidasutuste jaoks oluliselt muutunud tagatud finantseerimise tähtsus.<sup>190</sup>

---

<sup>185</sup> European Commission. Liquidity Coverage Requirement Delegated Act: Frequently Asked Questions. Brussels 2014, punkt 9 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-579\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-579_en.htm) 20.04.2015)

<sup>186</sup> Allen, Chan, Milne ja Thomas 2010. lk 9.

<sup>187</sup> P.N. Posch, J. Lubbers ja J. Erhardt. Bail-In and Asset Encumbrance: Implications for Banks' Asset Liability Management. Dortmund, 2014. lk 18. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=2545196> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2545196> 20.04.2015)

<sup>188</sup> F. Eichert. Liquidity regulation, covered bonds and relative value. ECBC European Covered Bond fact book 2013. Brüssel 2013. lk. 72 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/E64C94EBEF842292C1257DEF003857B1/\\$FILE/ECBC%20FACT%20Book%202013.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/E64C94EBEF842292C1257DEF003857B1/$FILE/ECBC%20FACT%20Book%202013.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>189</sup> F. Eichert. Covered bonds under Solvency II – It's the end of the world as they know it. ECBC European Covered Bond fact book 2011. Brüssel 2011. lk. 43-46 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/543F81D4B3A0BFD4C1257DEF003857B4/\\$FILE/ECBC%20FACT%20Book%202011\[1\].pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/543F81D4B3A0BFD4C1257DEF003857B4/$FILE/ECBC%20FACT%20Book%202011[1].pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>190</sup> Posch, Lubbers ja Erhardt 2014. lk 1-3

Kuna pandikirjade emiteerimisel on krediidasutusel võimalik ühest küljest maandada riske selliselt, et emiteeritud pandikirjade osas on omavahendite arvelt võimalik tagada täiendav kapitali sissevool krediidasutusse, omab see vahetut mõju kaasatava kapitali hinnale ja krediidasutuse pakutavate teenuste hindadele. See tähendab paratamatul krediidasutuse jaoks otsest konkurentsieelist, kuna krediidasutus ei pea väga olulisel määral kapitali hoidma likviidsuspuhvril ning saab vaba kapitali võrra hoida laenude intressimäärad madalamad, sest krediidasutuse jaoks on pandikirjade osas kapital soodsam. Reeglina kaasneb kapitali kaasamisega krediidasutusele täiendav kulu laenatud kapitalilt makstavate intresside tõttu. Pandikirjade emiteerimise tulemusel saadud kapital on selles osas soodsam, et krediidasutus ei pea emiteerimisest saadava kapitali kaasamiseks täiendavalt likviidseid varasid laenama ja kapitalil intressi tasuma. Intressi puudumine emiteeritud pandikirjade osas võimaldab krediidasutusel kaasata kapitali ilma sellelt intressimakse maksmata ning seeläbi saab krediidasutus pandikirjade emiteerimisel suuremal määral tulu kui laenates. Suurem tulu tähendab krediidasutusele võimalust saavutada pandikirjade tõttu teiste krediidasutuste ees soodsama kapitali osas konkurentsi eelis, millest lähtuvalt saab krediidasutus hoida madalamal kinnisvaratagatisel põhinevad hüpoteeklaenude intressimäärad. Kuna Eestis puudub pandikirjade emiteerimiseks vajalik õiguslik raamistik ei saa krediidasutus kaasata pandikirjade arvelt soodsat kapitali pangateenuste hindade madalamana hoidmiseks, mis paratamatult tähendab tarbijale kõrgemaid kodulaenude intressimäärasid. Lisaks tarbijate jaoks kõrgematele kodulaenuintressidele moonutab autori hinnangul pandikirjade emiteerimiseks vajaliku siseriikliku regulatsiooni puudumine Eesti krediidasutuste konkurentsi, kuna krediidasutustel puudub võimalus pandikirjade osas CRR määrusest tulenevalt kapitaliriske maandada ja kaasata soodsamat kapitali Eesti kinnisvaraturule kui teiste liikmesriikide krediidasutustel.

CRR määrus pole aga ainus regulatsioon millel on vahetu mõju krediidasutuste emiteeritud pandikirjadele. Euroopa Liidu siseselt on oluline silmas pidada seda, et ka UCITS direktiivist tulenevalt kaasnevad krediidasutustele pandikirjadele esitatud minimaalsete tingimuste täitmisega teatud eelised. UCITS direktiivi artiklis 52 lõikes 4 on nimetatud pandikirja minimaalsed omadused, kuid pandikirjade määratlusel UCITS direktiivi mõttes on palju laiem tähendus. UCITS direktiivi peamine idee on ühes Euroopa Liidu liikmesriigis nõuetele vastava ja seal asutatud fondi osakute turustamine, kuid lisaks turustamise võimalusele on UCITS direktiiviga nähtud ette hulgaliselt investeerimispiiranguid selleks, et tagada eurofondide stabiilsus ja ühtlane riskide hajutatavus. Üldreegel eurofondide varade

investeeringus on see, et ühe isiku poolt emiteeritud väärtpaberitesse on keelatud korraga investeerida rohkem kui 10% eurofondide vara turuväärtusest.<sup>191</sup> Eelnimetud nõue tagab eurofondide stabiilsuse eelkõige fondivarade hajutatavuse tõttu.

UCITS direktiivi nõuetele vastavate pandikirjade puhul saavad eurofondid kalduda kõrvale üldistest investeeringupiirangutest ning investeerida üldnormiga kehtestatud piirangust suuremal määral vara pandikirjadesse. Erand üldnormi suhtes võimaldab investeerida eurofondide varasid ühe isiku poolt emiteeritud pandikirjadesse kuni 25% ulatuses eurofondi varade turuväärtusest.<sup>192</sup> Lisaks pandikirjade suhtes kohaldatavale üldnormile on investeeringute täiendaval hajutamisel loodud võimalus paigutada erinevate isikute poolt emiteeritud pandikirjadesse 5% eurofondi varade turuväärtusest, kuid sellise varade hajutamise korral on lubatud kogumalus investeerida 80% eurofondi varade turuväärtusest erinevate isikute poolt emiteeritud pandikirjadesse. Täiendava eelisena olukorras, kus pandikirjad kuuluvad juba ühe eurofondi varade hulka on võimalik investeerida eurofondi varasid kuni 35% ulatuses koos kõigi teiste väärtpaberite, tuletisinstrumentide ja isikusse paigutatud hoiuste väärtusest.<sup>193</sup> Eelnimetatud reegel kehtib avalikel laenude põhinevate pandikirjade suhtes, kuid kinnisvaratagatisel põhinevate pandikirjade suhtes on kehtestatud 25% investeeringupiirang.<sup>194</sup> Seega autori hinnangul võimaldab UCITS direktiiv investeerida eurofondide varadest kuni 40% ulatuses ühe isiku poolt emiteeritud pandikirjadesse, kuid sellisel juhul ei saa 5% emiteeritud pandikirjadest vastata lihtsalt UCITS direktiivi artikkel 52 lõikes 4 esitatud nõudmistele, vaid peavad jääma reguleerimata pandikirjade hulka.

Eeltoodust lähtuvalt on autor seisukohal, et UCITS direktiiv näeb ette olulise eeliskäsitluse emiteeritud pandikirjade suhtes, mis on eurofondidele just eeliskäsitluse tõttu väga atraktiivne investeeringu sihtkoht. Eesti krediitiasutustel ei ole seega võimalik pandikirjade emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni puudumise tõttu kaasata täiendavalt eurofondide investeeringuid, mis vähendab Eesti krediitiasutuste likviidse kapitali sissevoolu ja eurofondide investeeringute kogumahtu.

Tegelikult ei ole 2008. aastal toimunud ülemaailmse majanduskriisi ajal või ka selle järgselt, ükski pandikiri pankroti läinud, sest enne olukorra drastilist halvenemist päästsid riigid

---

<sup>191</sup> UCITS direktiivi artikkel 50 lg 2a

<sup>192</sup> UCITS direktiivi artikkel 52 lg 2

<sup>193</sup> UCITS direktiivi artikkel 52 lg 3

<sup>194</sup> UCITS direktiivi artikkel 52 lg 4

krediitiasutused makse jõuetust olukorrast välja.<sup>195</sup> Sellest lähtuvalt ei ole tegelikult kolmandas peatükis kirjeldatud meetmeid praktikas kunagi kasutatud, kuid kuna pandikirja võlausaldajate peamised kaitsemeetmed tulenevad siseriiklikest seadustest, ei ole meetmete selguses või rakendamise efektiivsuses autori hinnangul põhjust kahelda.

Autori hinnangul on pandikirjade võlausaldajad emitendi pankroti korral väga heas positsioonis, kui seadustega tagatud meetmeid ja pandikirjale omaseid kaitsemehhanisme efektiivselt rakendada. Varasemalt võimaldas seadusandlus pandikirja võlausaldajate eelistamist ka läbi teisendamismeetme (*bail-in*) rakendamise, kuid Euroopa Komisjoni poolt BRRD direktiivi vastuvõtmisega jäeti liikmesriigi seadusandjale võimalus pandikirjad teisendamismeetme rakendamise kaitsealast välja jätta.<sup>196</sup> Kuigi reeglina jäeti siseriiklikult pandikirja võlausaldajad meetme kaitse ulatusest välja, on neil direktiivist tulenevalt siiski pakutud täiendava kaitset.<sup>197</sup> Teisendamismeetmest kõrvale jätmine on pandikirja võlausaldajatele lõpp-kokkuvõttes vägagi kasulik, kuid tõenäoliselt tähendab see krediitiasutuse teistele võlausaldajatele täiendavalt kulutuste suurenemist. Pidades silmas asjaolu, et teisendamismeetme raames võidakse krediitiasutuse tagatiseta nõuetega võlausaldajatel paluda kanda võlausaldajate nõuete osas teatud määral kahju, mida pandikirja võlausaldajatelt BRRD direktiivi kohaselt nõuda ei saa.<sup>198</sup> Seeläbi päästaksid krediitiasutuse tagatiseta võlausaldajad panga raskest majanduslikust olukorrast esimesena välja, enne kui peaks sekkuma riik maksumaksjate rahaga. See omakorda tähendab krediitiasutuse tagamata hoiustajatele seda, et nende kohustused muutuvad kaudselt kallimaks, sest nad peavad arvestama riskiga, et neilt võidakse nõuda osaliselt enda nõudest panga hüvanguks loobuda, kui otsustatakse panga päästmiseks kasutada teisendamismeetmeid.<sup>199</sup> Eeltoodud järeldused muudavad autori hinnangul aga tagamata hoiustajate osas kapitali krediitiasutusele kallimaks, kuna krediitiasutus peab panga hoiustajatele teisendamise meetme rakendamise riski realiseerumise hüvitama.

---

<sup>195</sup> Spangler ja Werner 2014. lk 31

<sup>196</sup> BRRD direktiivi artikkel 2b ja artikkel 45 lg 3

<sup>197</sup> F. Eichert, F. Engelhard ja J. King. Empirical evidence for the use of covered bonds under EU liquidity coverage rules. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012. lk 64(Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

<sup>198</sup> P. Athanassiou. On the legal and economic treatment of bank deposits as investments: some reflections. Journal of International Banking Law and Regulation, v.29 no.12, 2014. lk 5. (Kättesaadav arvutivõrgust: [J.I.B.L.R. 2014, 29\(12\), 715-720](https://www.jiblr.com/2014/12/715-720) 20.04.2015)

<sup>199</sup> Winkler 2012. lk 93

Euroopa Liidu määrused on otsekohalduvad kõigi Euroopa Liidu liikmesriikide õigussubjektide suhtes, mille tagajärjel tulenevad antud määrusest nii õigused, kui kohustused mitte üksnes liikmesriikidele, vaid ka füüsilistele ja juriidilistele isikutele otse. Eesti on samuti Euroopa Liidu liige ning CRR määrusest artikkel 1 kohaselt kuuluvad antud määruse kohaldamisalasse kõigi Euroopa Liidu liikmesriikide krediidasutused ning investeerimisühingud direktiivist 2013/36/EL lähtuvalt järelevalvet. Seega kohaldub CRR määrus ka Eesti Vabariigis registreeritud krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes.

Tulenevalt CRR määruse artiklist 129 eeldatakse krediidasutustelt pandikirja regulatsiooni olemasolu selleks, et kasutada ja kalduda pandikirjade puhul kõrvale harilikku kudele krediidasutuse võlgadele kohaldatavast 20% suurusest riskikaalu arvestusest ning alandada pandikirjade puhul riskikaalumäära 10%. Seega eeldab autori hinnangul CRR määrus selgesõnaliselt siseturu liikmetelt pandikirja kui finantsõigusliku riskimaandamise meetme kasutamise võimaluse olemasolu. CRR määrus nõuab krediidasutuselt nimetatud meetmete kasutamist selleks, et ennetada ja maandada ühiskondlikult ulatuslikku süsteemset riski.<sup>200</sup> Autori hinnangul piirab pandikirjade emiteerimise võimaluse puudumine Eesti krediidasutuste suhtes oluliselt süsteemse riski maandamise võimalust. Samane probleem leiab aset Eesti krediidasutuste suhtes ka UCITS direktiivi ja BRRD sätete kohaldamisel, mille liikmeriigid peavad siseriikliku seadusandlusse üle võtma.

Erinevalt CRR määrusest, mis on liikmesriikide õigussubjektide suhtes otsekohalduv on liikmesriigid kohustatud direktiivist tulenevad regulatsioonid siseriikliku õigusesse ettemääratud tähtjaks üle võtma. UCITS direktiivi artikkel 52 lõike 4 ülevõetud sätted leiame Investeerimisfondide seaduse<sup>201</sup> (edaspidi IFS) § 260 lõikest 1, mis nimetab juba esimeses peatükis kirjeldatud pandikirjade minimaalseid standardeid ja neile kohalduvaid investeerimispiiranguid. Käesoleval juhul on Eesti võtnud õigeaegselt üle UCITS direktiivi pandikirja puudutavad sätted Investeerimisfondide seadusesse, kuid nende sätete kohaldamine Eesti krediidasutuste poolt ilma pandikirjade emiteerimiseks vajaliku regulatsioonita on autori hinnangul võimatu.

Samamoodi on Eestis BRRD direktiivi sätted võetud aegsasti üle Finantskriisi ennetamise ja lahendamise seadusega<sup>202</sup> (edaspidi FELS), mis jõustus 29. aprillil 2015. BRRD artikkel 2 punkt b kohaselt ei kasutata võlgade allahindamisel ja konverteerimisel meetet pandikirjade

<sup>200</sup> CRR määruse preambula punkt 15

<sup>201</sup> Investeerimisfondide seadus – RT I, 23.12.2014, 26

<sup>202</sup> Finantskriisi ennetamise ja lahendamise seadus - RT I, 19.03.2015, 3

suhtes ja artikkel 45 lõike 3 kohaselt ei kohaldata pandikirjade suhtes omavahendite miinimumnõudeid. FELS § 17 lg 3 kohaselt vabastatakse pandikirjade osas krediidasutused omavahendite miinimumnõuete täitmisest ja FELS § 71 lõike 1 punkti 2 kohaselt ei kohaldata pandikirjade suhtes kohustuste teisendamise meedet. Autori hinnangul ei ole eelnimetatud erandid pandikirjade emiteerimiseks vajaliku regulatsioonita Eesti krediidasutustel võimalik täita ja rakendada, mis seab kahtluse alla regulatsiooni reaalse otstarbe ja EL õigusest tulenevate nõuete tõhusa ning ühetaolise täitmise.

Euroopa Liidu liikmesriikidel on vastus EL õigusest tulenevate kohustuste realiseerimisel siseriiklikul tasandil ja kohustus võtta korrektselt üle EL-i poolt välja töötatud direktiivid.<sup>203</sup> Euroopa Liidu liikmesriikidel on liidu õigusaktide täitmiseks lojaalsuskohustus, mis tuleneb Euroopa Liidu lepingu artikkel 4 lõikest 3.<sup>204</sup> Lojaalsuskohustuse kohaselt on liikmesriigid kohustatud vastu võtma Euroopa Liidu õigusaktidest tulenevate eesmärkide täitmiseks vajalikud siseriiklikud meetmed ning hoiduma kõigist meetmetest, mis võivad takistada EL aluslepingu eesmärkide saavutamist. Eeltoodust lähtuvalt on igal liikmesriigil kohustus aktiivseks tegevuseks ja seda kõigi liikmesriigi funktsioonide poolt, mis tõttu on lojaalsusekohustuse põhimõtte subjektiks ka liikmesriigi seadusandlik võim.<sup>205</sup> Lojaalsuskohustuse põhimõtte tõlgendamisele on enda sõna öelnud ka Euroopa Kohus lahendis *Zwartveld*, mille kohaselt nõuab lojaalsuse põhimõtte liikmesriigilt kõigi vajalike meetmete kasutusele võtmist, et tagada ühenduse õiguse tõhus kohaldamine.<sup>206</sup> Seega eeldab autori hinnangul lojaalsuse põhimõtte liikmesriigilt Euroopa Liidu õiguse tõhusa kohaldamise tagamiseks ja Euroopa Liidu õigusest tulenevate õiguste ja kohustuste täitmiseks vajalike legislatiivsete aktide seadusandlikul tasandil vastu võtmist. Autori hinnangul võimaldab eelmainitud printsiipi tõlgendada lisaks Euroopa Liidu määruste otse kohaldamisest ja direktiivide vahetust kohaldamisest laiemalt. Nagu märkis Euroopa Kohus lahendis *Jonkman* on liikmesriigid kohustatud viima siseriikliku õiguse kooskõlla EL õigusaktidega ning tagama indiviididele Euroopa Liidu õigusest tulenevate õiguste täieliku ja tõhusa rakendatavuse.<sup>207</sup> Seega võib autori hinnangul järeldada, et Euroopa Liidu lepingu artiklist 4 punktist 3 tuleneva lojaalsus kohustuse pinnalt on liikmesriigil Euroopa Liidu õiguse ja ka selle eesmärkide tõhusa ja täieliku kohaldamise valguses kohustus võtta vastu Euroopa Liidu õiguse

---

<sup>203</sup> A. Kaczorowska. *European Union Law*. Second edition. London; New York Routledge 2011, Lk 366

<sup>204</sup> Euroopa Liidu lepingu ja Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioonid 2012/C 326/01 - Euroopa Liidu Teataja C 326 , 26/10/2012 Lk 0001 - 0390

<sup>205</sup> J. Laffranque. Lojaalsuse põhimõtte Euroopa Liidus ja selle mõju Eestile. *Juridica* 2001/9. lk 618

<sup>206</sup> EKo 13.07.1990, C-2/88 *Zwartveld*

<sup>207</sup> EKo 21.06.2007, C-231/06 ja C-233/06 *Jonkman*

rakendamiseks ka siseriiklikud õigusaktid. Autori hinnangul ei saa antud olukorras Eesti Vabariigi tegevusetust pidada Euroopa Liidu õiguse lojaalset eesmärkide täitmist ja tõhusat kohaldamist toetavaks tegevuseks, kuivõrd Eesti riigi siseselt ei ole krediitiasutustel võimalik siseriikliku regulatsiooni puudumise tõttu ühiskondliku süsteemset riski pandikirjade emiteerimise meetme abil vähendada ja Euroopa Liidu õigusest tulenevat meetet efektiivselt rakendada.

Finantsstabiilsuse ja investorite kaitse saavutamiseks on CRR määruses nimetatud Euroopa Liidu liikmesriikide krediitiasutuste suhtes ühtsed tingimused, mille täitmine on õigussubjektidele kohustuslik vältimaks siseturul pangandusteenuste konkurentsimoonutusi.<sup>208</sup> Lisaks sellele on märkinud Euroopa Pangandusliit, et uute ning ühtsete eeskirjade kehtestamisega antakse kõigile Euroopa Liidu krediitiasutustele turul võrdsed võimalused.<sup>209</sup> Autori hinnangul ei saa Eestis tegutsevate krediitiasutuste positsiooni pakutavate pangateenuste osas pandikirja emiteerimiseks vajaliku seaduse puudumise tõttu pidada konkurentsivõimeliseks. Pandikirjade emiteerimise võimaluse puudumise tagajärjel puudub Eestis tegutsevatel krediitiasutustel pandikirjade osas konkureerimise võimalus, mis autori hinnangul moonutab oluliselt Eesti krediitiasutuste konkurentivõimet neile negatiivses suunas. Eeltoodu valguses on autori hinnangul seatud oluliselt kahtluse alla nii Eesti krediitiasutuste kui ka Eestis tegutsevate krediitiasutuste võimalus Euroopa Liidu õiguse ühetaoliseks kohaldamiseks. Samas on mõisteta, et kuna CRD III direktiivis ja ka teistes krediitiasutuse kapitalinõudeid puudutavates Euroopa Liidu õigusaktides ei reguleeritud krediitiasutuse kapitali likviidsusküsimusi, siis liikmesriigid ei olnud otsekohaldava CRR määruse muudatusteks valmis. Sellegi poolest peaks seadusandja pandikirjade emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni ning seda regulatsiooni toetavad muudatused Eesti seadusandlusesse kiiremas korras vastu võtma, et tagada krediitiasutuste poolt Euroopa Liidu õiguse ühetaolise kohaldamise võimalus.

---

<sup>208</sup> CRR määruse preambula punkt 12

<sup>209</sup> Euroopa Parlament. Pangandusliit. Teabeleht 2015 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/et/FTU\\_4.2.4.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/et/FTU_4.2.4.pdf) 20.04.2015)

## KOKKUVÕTE

Sissejuhatuses esitatud esimene hüpotees, mille kohaselt on pandikiri olemuslikult kõrge usaldusväärusega finantsinstrument, mis tagab emitendi võlausaldajate investeringute ulatusliku kaitse ja maandab nende kahju kandmise riske, leidis töös kinnistust. Nimetatud hüpoteesi kinnitamiseks uuris käesoleva töö autor pandikirja olemust ja asjaomaseid omadusi Euroopa Liidu õigusest, Saksamaa õigusest ja Belgia õigusest lähtuvalt. Ühtlasi analüüsis töö autor, millisesse positsiooni seavad Euroopa Liidu õigusest tulenevad pandikirja regulatsioonid Eesti krediitiasutused, kui pandikirjade emiteerimiseks vajalik regulatsioon puudub. Teine hüpotees, mille kohaselt pandikirja emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni puudumine piirab Eesti krediitiasutuste suhtes Euroopa Liidu õiguse ühtset kohaldamist ning usaldusnormatiivide ühetaolist täitmist, leidis samuti kinnitamist. Teise hüpoteesi kinnituseks analüüsis autor Euroopa Liidu õigusaktidest tulenevate nõuete eesmärke ja kohaldamise ulatust Eesti krediitiasutuste suhtes olukorras, kus pandikirjade emiteerimine ei ole võimalik.

Pandikirja finantsinstrumendi kui ühe tagatud võlakirja liigi kohta puudub ülemaailmselt ühtne ning aktsepteeritud definitsioon, kuid sellest hoolimata on pandikirjade minimaalsed omadused siiski riikides ühtsed ning nendes on suudetud kokkuleppida ka Euroopa Liidu tasandil. Nende minimaalsete omaduste määratlusest lähtuvalt on pandikirja omadused emitendi juriidiline kvalifikatsioon, tagatisvaradest koosnev pandikirjaportfell, emitendi ületagamise kohustus, võlausaldajate dualistlik kaitse ja pandikirjaportfelli üle peetav avalik järelevalve. Õiguskultuurilistest eripäradest tingitult tuleb pandikirja struktuuri mõistmiseks teha vahet seaduslikel pandikirjadel, mida emiteeritakse seadusel põhineva raamistiku alusel ja struktuurilistel pandikirjadel, mida emiteeritakse seaduse üldnormide alusel ning õigussuhteid juhitakse osapoolte vahel lepinguliselt. Seaduslike pandikirjade kaitsemehhanismide mõistmiseks on vaja selgelt eristada ja mõista laenude väärtpaberistamisel võlausaldajatele erisusi, kuigi nendel kahel finantsinstrumendil on mitmeid sarnasusi. Sarnasustest hoolimata on pandikirjade struktuur oluliselt lihtsam ning struktuuriliste omaduste lähtuvalt võlausaldajate huve märkimisväärselt ulatuslikumalt kaitsvad.

Euroopa Liidu õigusest tulenevalt on pandikirja esmaseks eelduseks pandikirja emitendi juriidiline kvalifitseerumine krediitiasutusena. Enamike liikmesriikide, kuid eelkõige Saksamaa ja Belgia siseriiklik õiguskord näeb aga krediitiasutusele ette ulatuslikumad ja

täiendavad nõudmise pandikirjade emiteerimiseks. Seda eelkõige pandikirjade emiteerimiseks vajaliku loa või litsentsi saamise kaudu avaliku järelevalve poolt. Pandikirja emiteerimiseks vajaliku litsentsi saamiseks peavad krediidasutused olema organisatsiooniliselt suutlikud tagama pandikirja instrumendi efektiivse toimimise ja pandikirja võlausaldajate kaitsmiseks vajalike protseduurireeglite olemasolu.

Pandikirja kõrge kvaliteediga tagatisvarades koosnev portfelli on pandikirjade peamiseks usaldusväarsuse aluseks. Pandikirjaportfellis olevad tagatisvarad tagavad võlausaldajate nõuete rahuldamist pandikirja emitendi pankroti korral, mistõttu arvestatakse seaduslikud pandikirjad alati pandikirja emitendi omandi hulka. Likviidsuspuhvri arvelt pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamise tagamiseks eraldatakse tagatisvarad seaduse alusel emitendi omandist pandikirja emitendi pankroti korral selleks, et kaitsta pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamist teiste krediidasutuste võlausaldajate nõuete eest. Euroopa Liidu õigusest tulenevalt ei sobi igasugused tagatisvarad pandikirjaportfelli, vaid üksnes kõrge likviidsusega hüpoteegil või avalike laenu kohustustel põhinevad tagatisvarad, mille suhtes tulenevad tagatisvarade geograafilised ning jõustatavuse piirangud.

Pandikirja finantsinstrumendi stabiilsuse tagab pandikirja portfelli ületagamise põhimõte. Ületagamise kohustus nõuab emitendilt seda, et tagatisvaradest koosnevas portfellis oleks koguaeg vähemalt samas väärtuses varasid, kui on võlausaldajatel nõudeid pandikirjaportfelli vastu. Belgia ja Saksamaa näitel on liikmesriigid seadnud pandikirja minimaalsele ületagamise nõudele aga mõneti rangemad tingimused ning on kehtestanud suurema ületagamismäärad, kui seda nõuab Euroopa Liit.

Pandikirja muudab ainulaadseks tema võlausaldajate kahetasandiline nõude õigus. Pandikirja emitendi pankroti korral eraldatakse seaduse alusel pandikirjaportfelli tagatisvarad pandikirja emitendi omandist. Pandikirjaportfelli olevate tagatisvarade eraldamisega tagatakse võlausaldajate nõuete rahuldamine ja kaitstakse pandikirja võlausaldajaid krediidasutuse teiste võlausaldajate nõuete eest. Pandikirjaportfelli arvelt võlausaldajate nõuete rahuldamata jätmisel on võlausaldajatel nõude õigus krediidasutuse vastu ning nad liituvad seejuures enda nõude rahuldamiseks teiste krediidasutuste võlausaldajatega.

Sarnaselt kõigile finantsinstrumentidele on pandikirjadele omased mitmed riskid. Muuhulgas krediidi-, operatsiooni-, likviidsusrisk ja süsteemne risk. Riskide olemasolust hoolimata on pandikirjade kaitse mehhanismide ning ulatusliku järelevalve tõttu riskid suures osas maandatud, mille tagajärjel on pandikirja võlausaldajad huvid ulatuslikumalt kaitstud. Ühtlasi

on mitmete riskide maandamiseks võimalik emitendil struktureerida pandikirja emiteerimise tingimusi. Kaitsemehhanismide ja avaliku järelevalve kohustus tuleneb suuresti Euroopa Liidu õigusaktidest, kuigi liikmesriikides on järelevalve oluliselt detailsemalt reguleeritud ning pakutud võlausaldajate ulatuslikumad kaitsemehhanismid.

Nii Euroopa Liidu õigusest kui ka Belgia ja Saksamaa regulatsioonidest lähtuvalt tuntakse võlausaldajate kaitsmiseks likviidsuspuhvri tagatisvarade ületagamise põhimõtet, likviidsuspuhvri tagatisvarade väärtuse testimise põhimõtet ja likviidsuse kontrollimise põhimõtet. Siiski võivad pandikirjaportfelli enda kaitsemehhanismid põhjustada pandikirja emitendile täiendava süsteemse riski avaldumist, mille tekkimisel on selge seos regitingu agentuuride esitavatel nõuetel. Lisaks pandikirjaportfelli üle avaliku järelevalve pidamisele peetakse avalikku järelevalvet ka pandikirja emitendi üle ning seda juba pandikirjade emiteerimiseks vajaliku litsentsi saamisest alates. Järelevalve pidamist toetab oluliselt pandikirjaportfelli monitoorija ja pidevalt läbiviidavad auditid, mille tagajärjel tagatakse pandikirjaportfelli suhtes kohalduvate regulatsioonide igaaegne täitmise ja ulatuslik raporteerimiskohustus avaliku järelevalve ees, mis täiendavad võlausaldajate kaitsemehhanismide õigeaegse ja efektiivset rakendumist.

Pandikirjaportfelli tagatisvarade omand tagab emitendi ja võlausaldajate huvide samastumise, välistab tagatisvarade suhtes kuritarvitused. Pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamine peale pandikirjaportfelli teenindava personali nõuete rahuldamist piirab pandikirja võlausaldajate nõuete rahuldamist, kuid autori hinnangul peaks ületagamise põhimõte ja tagatisvarade hinnaarvestuslikud regulatsioonid garanteerima mõlemate osapoolte nõuete rahuldamise. Pandikirja kaitsemehhanismide efektiivne rakendamine ja emitendi poolne ettenägelik käitumine tagabki pandikirja võlausaldajate ulatusliku kaitse.

Pandikirja regulatsioon ei sobitu Eesti õiguskorda, kuna pandikirja finantsinstrumendi efektiivne toimimine nõuab krediidasutuselt, et pandikirja tagatisvara üleandmine või pantimine toimuks kiirelt ja efektiivselt. Kuna Eesti AÕS nõuab hüpoteegi üleandmiseks või pantimiseks notariaalselt kinnitatud või tõestatud kokkulepet ja kannet kinnisturaamatu registrisse, võib tagatisvarade üleandmine mõistliku aja jooksul sattuda kahtluse alla. Autori hinnangul võimaldaks pandikirja tagavara üleandmist efektiivsust parandada kirikinnispandiõiguse sisse viimine asjaõigusesse või hüpoteegi pantimise vorminõuete lihtsustamine.

2008. aastal alguse saanud majanduskriisi tulemusel asuti ülemaailmselt pangandusvaldkonda oluliselt reformima, sealjuures ka pandikirju. Reformide tulemusel muudeti oluliselt krediidasutuste eelistatud rahastamise mudeleid, mis tõttu on tagatud finantseerimisest saanud krediidasutuse jaoks väga oluline küsimus. Reformidega on kaasa läinud ka Euroopa Liit, mille tulemusel on liikmesriikidele esitatud ulatuslikud nõudmised pangandusele omaste riskide maandamiseks ning seda eelkõige tagatud finantseerimise teel.

Pandikirja regulatsiooni puudumisel on Eesti krediidasutusele kapitali kaasamiseks oluline mõju. Eesti krediidasutused ei saa riskide maandamiseks kasutada Euroopa Liidu õigusest tulenevalt pandikirjade suhtes kehtestatud eeliskäsitlust ning ühtlasi jääb Eesti krediidasutustel pandikirjade osas saamata eurofondide investeringute likviidne kapital. Krediidasutuse kogukapital muutub pandikirjade regulatsiooni puudumise tõttu emiteerimata pandikirjade osas krediidasutusele kogukapitali kallimaks. Ühtlasi on krediidasutusele hoiustajate arvel saadav kapital pandikirjade osas kallim, kuna võlausaldajate teisendamise meetme kasutamise potentsiaalne risk tuleb krediidasutusel hoiustajatele hüvitada, mida pandikirja osas võlausaldajatele hüvitada ei tuleks. Kuna pandikirju kasutatakse reeglina krediidasutuse poolt likviidse kapitali kaasamiseks, võimaldab see krediidasutustel vähendada tarbijate hüpoteeklaenu intressimäärasid, mida Eestis käesoleval hetkel alandada pandikirjade emiteerimise tulemusele ei ole võimalik.

Euroopa Liidu poolt kehtestatud regulatsioonide tulemusel muudeti pangandusturg ühtsemaks, et tagada kogu liidus ühtsed konkurentsitingimused. Euroopa Liidu õigusaktid näevad selgelt ette krediidasutustel maandamise ühe meetodina pandikirja regulatsiooni olemasolu ning Eesti krediidasutustel ei ole võimalik emiteerimiseks vajaliku regulatsiooni puudumise tõttu süsteemset riski pandikirjade teel maandada. Regulatsiooni puudumine seab seejuures kahtluse alla Eesti krediidasutuste poolt EL õiguse ühetaolise kohaldamise võimalikkuse.

**COVERED BOND REGULATIONS IN THE CONTEXT OF UNIFORM  
APPLICATION OF EUROPEAN LAW  
RESUME**

During the recent times in the banking market, liquid capital has become one of the main concerns for the credit institutions. Access to liquid capital is the key element for credit institutions, determining the capacity to develop and to provide customers with the best banking services in extremely competitive market conditions. In Europe, one of the measures for credit institutions to raise liquid capital is a financial instrument known as covered bond. Historically, the banks have used covered bonds to raise capital and to finance the domestic real estate market. Current covered bonds have become global and cross-border financial instruments that contribute significantly to the economic stability of the regional banking.

Covered bonds are considered one of the safest and most liquid financial instruments and that mostly due to the legal framework that provides additional guarantees for the creditors. Covered bonds are considered highly reliable instruments primarily for the issuer's obligation to satisfy all the claims of the creditors in case of an issuer's insolvency. In case of bankruptcy, the collateral in the liquidity buffer guarantees fulfilment of the creditors' claims. The vast majority of European countries have adopted regulations for this guarantee scheme and structure, enabling credit institutions to issue covered bonds and provide investors with additional regulatory protection from the domestic legislation.

As a result of the global economic crisis that began in the 2008, the whole world has intensively and to a large extent began regulating banking law and credit institutions' capital requirements. These regulations are known as prudential requirements that credit institutions need to fulfil at any time. The latest prudential requirements are the results of the agreements made at the G-20 meeting of world leaders, which was held on 25 September 2009. In the context of European Union the principle of free movement of capital has meant that in the past 10 years the banking market has become much smaller with the consumption of banking services surpassing the traditional national jurisdictions. Therefore the European Union has seen the necessity of ensuring the stability and the reliability of credit institutions through harmonizing the prudential requirements including the regulations in respect of covered bonds.

In the light of these new harmonized prudential requirements a question arises on a unified understanding of a covered bond and the measures it conveys regarding the protection of creditors. The author of this thesis has therefore analysed the features of covered bonds and the creditors' protection measures in the context of the European law, and the Belgian and German legislations. The new harmonized banking regulations have made the collateralized financing a cheaper option for the credit institutions compared to the uncollateralized financing. However, in the context of the Estonian legislation the issuance of a covered bond is not currently possible, potentially leaving the Estonian credit institutions in Estonia in an uncompetitive position in the international field of banking services.

A universal definition of covered bonds has not yet been developed, however countries have agreed upon the minimal features of covered bonds in the context of European legislation. Due to the legislative cultural peculiarities, one must distinguish the legislative covered bonds that are issued based on a legal-framework, and structural covered bonds that are issued based on general rules of law while the legal relations between counter parties are regulated on the contractual basis. There are some similarities between covered bonds and securitization of loans, but the structure of covered bonds is much less sophisticated while also offering significantly higher protection for the creditors.

The primary requirement for considering a bond as a covered bond in the context European law is the legal qualification of the issuer as a credit institution. However, member states such as Germany and Belgium have adopted additional requirements in the national legislation for the full qualification for covered bond issuers. These are primarily additional permits or licenses that the issuer has to obtain from the public supervision. In order to gain the permit, the issuer must demonstrate the capability of its operations and effective in-house procedures to provide creditors with sufficient protection.

The liquidity buffer that consists of high quality collateral assets is the main basis for proving the public reliability of the covered bonds. Collateral in the liquidity buffer is used to fulfil the claims of the creditors and because of that the credit institution owns the collateralized assets. In the case of the issuers' insolvency the assets are legally required to be segregated from the issuers' estate in order to protect covered bond creditors from the credit institution's unsecured creditors. In the context of European law, there are strict requirements of which assets are eligible for the liquidity buffer, meaning that only high quality mortgage based

loans and public debt based collateral is acceptable to be included in the liquidity buffer. There are also geographical limitations and legal certainty restrictions.

The stability of covered bond is based upon the over-collateralization principle. The principle of over-collateralization requires the issuer to ensure that there are assets in the liquidity buffer in the same value as there are claims against the buffer. In Belgium and Germany the national legislation requires a higher percentage of over-collateralization in the liquidity buffer than the EU law.

Covered bonds are unique due to the multi-level recourse mechanism, which in the case of the issuer's insolvency enables creditors to address their claims against the liquidity buffer and against the credit institution. In the case of the issuer's bankruptcy the collateralized assets are segregated from the insolvent estate in order to protect the fulfilment of the covered bond creditors' claims. In any case that liquidity buffer has insufficient funds to fulfil all the claims of the covered bond creditors, the creditors have the right to address their claims against the credit institution and join the bankruptcy proceedings with the other creditors of the credit institution.

Similarly to other secured financial instruments, the covered bonds involve some risks, such as credit, operational, liquidity and systemic risk. Nevertheless, covered bonds protection mechanisms and the extensive monitoring by public supervision help sufficiently to hedge these risks from the perspective of the creditors' interest. The protection mechanisms and the burden of public supervision arise from the European law, however member states have regulated these mechanisms more extensively and in further detail.

According to the European law and the Belgium and German legislations, liquidity buffer must be over-collateralized and constantly tested, controlled and assessed in order to guarantee the liquidity of the collateral. These protection mechanisms may create manifestation of additional risks for the credit institutions due to the additional requirements from the rating agencies to gain better rating. The public supervision over covered bonds could be considered also as multi-level and begins with the application for licence to issue covered bonds. The public supervision of the covered bond is also extensively supported by the constant monitoring, auditing and reporting obligations by the issuer, which altogether provides creditors with an effective and opportune application of protection measures. The issuer's and the creditors' interests are aligned in the ownership of the collateral while it also eliminates any potential abusing of the collateral assets. The fulfilment of covered bond

creditors' claims after the fulfilment of the liquidity buffer servicing personal limits the uniform fulfilment of covered bond creditors, however in the author's opinion the over-collateralization principle and the asset encumbrance requirements guarantee the fulfilment of both creditors' claims. The application of covered bond protective measures and the issuer's provident conduct guarantees the extensive protection of covered bond creditors.

The covered bond regulation for the issuance of covered bonds would be incompatible with Estonian legislation as under the European law the collateral of the covered bonds must be transferred or pledged promptly and effectively. In accordance with the Estonian Property Law, the transfer of mortgage requires notarized agreement and the pledging of mortgages requires notarized application as well as a submission to the Land Registry, which ultimately may call into question the enforceability of collateral in a reasonable time. In the author's opinion the timely enforceability of mortgages would be guaranteed if the mortgage letter law would be imposed in the Property law or if the formal requirements for setting up mortgage pledges would be less strict.

Since the beginning of the financial crisis in 2008, the banking sector has encountered significant global reforms including those for covered bonds. As a result of these reforms, the credit institutions' preferred financing models have significantly changed towards secured financing. The European Union has also gone along with these reforms, which has resulted in the member states additional requirements for risk management in the form of secured financing.

The absence of covered bond legislation has a direct impact on credit institutions in Estonia. Local credit institutions are unable to issue covered bonds for risk management purposes and gain the preferential treatment that the European law subjects them to. In addition, they cannot gain the liquid capital from issuing covered bonds in form of investments from UCITS funds. As a result, the total capital in part of the unissued covered bonds is more expensive for credit institutions. Also the capital in form of deposits is more expensive for the credit institution because the credit institution has to reimburse the risk on using the bail-in measure, which wouldn't be used for covered bonds and the creditors wouldn't be reimbursed for the risk. Because covered bonds are usually used to raise liquid capital, the new liquid capital would enable the credit institutions to lower the level of interest rates of homeowners mortgage loans, which is currently impossible in Estonia.

As a result of the regulations that have been established by the European law, the banking market has become more harmonized in order to guarantee all credit institutions with uniform opportunities for competition.

The European law clearly stipulates the existence of the covered bonds legislation as one of the measures for risk management and due to the current lack of such legislation in the local law the Estonian credit institutions cannot use the issuing of covered bonds to manage the systemic risk in society. Therefore, in the opinion of the author the absence of national covered bond legislation questions the uniform appliance of the European law.

## KASUTATUD KIRJANDUS

1. A. Kaczorowska. European Union Law. Second edition. London; New York Routledge 2011
2. A. Zeno, Kinnispant - Juridica 1993/4
3. B. Allen, K. K. Chan, A. Milne ja S. Thomas. Basel III: is the cure worse than the disease?. City University London 2010. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1688594> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1688594> 20.04.2015)
4. Covered Bond Label Foundation. The Covered Bond Label Convention. Brüssel 2014 (Arvutivõrgust kättesaadav: [https://www.coveredbondlabel.com/pdf/Covered\\_Bond\\_Label\\_Convention\\_2015.pdf](https://www.coveredbondlabel.com/pdf/Covered_Bond_Label_Convention_2015.pdf) 19.04.2015)
5. C. Wandels. Issuer perspective: Belgium. ECBC European Covered Bond fact book 2014. Brüssel 2014 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)
6. E. Lee. Basel III: post-financial crisis international financial regulatory reform. Journal of International Banking Law and Regulation. Vol. 28 nr 11 2013. Thomson Reuters 2015. (Kättesaadav arvutivõrgust: [J.I.B.L.R. 2013, 28\(11\), 433-447](http://www.jiblr.com/2013/11/433-447) 20.04.2015)
7. European Banking Association. Report on EU Covered Bonds Framework and Capital Treatment. Responce to the Commission's call for advice od December 2013 related to Article 503 of Regulation (EU) No. 575/2013 and to ESRB Recommendation E on the funding of credit institutions od December 2012 (ESRB/12/2) 2014 (Kättesaadav arvutivõrgust: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf> 20.04.2015)
8. European Central Bank. Covered bonds in the EU Financial system, Germany 2008 (Arvutivõrgust kättesaadav: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en\\_en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf) 20.04.2015)
9. European Covered Bond Council. ECBC essential features of covered bonds. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503> 20.04.2015)

10. European Covered Bond Council. Covered Bond Fact Book 2014. Brüssel, 2014 (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)
11. F. Eichert. Covered bonds under Solvency II – It's the end of the world as they know it. ECBC European Covered Bond fact book 2011. Brüssel 2011. [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/543F81D4B3A0BFD4C1257DEF003857B4/\\$FILE/ECBC%20Fact%20Book%202011\[1\].pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/543F81D4B3A0BFD4C1257DEF003857B4/$FILE/ECBC%20Fact%20Book%202011[1].pdf?OpenElement) 20.04.2015)
12. F. Eichert, F. Engelhard ja J. King. Empirical evidence for the use of covered bonds under EU liquidity coverage rules. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)
13. F. Eichert. Liquidity regulation, covered bonds and relative value. ECBC European Covered Bond fact book 2013. Brüssel 2013. (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/E64C94EBEF842292C1257DEF003857B1/\\$FILE/ECBC%20Fact%20Book%202013.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/E64C94EBEF842292C1257DEF003857B1/$FILE/ECBC%20Fact%20Book%202013.pdf?OpenElement) 20.04.2015)
14. F. Packer, R. Stever ja C. Upper. The Covered Bond Market. BIS Quarterly Review, September 2007 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1561835> 20.04.2015)
15. F. Will, J. King ja M. Brancolini. Covered Bond Guide. Covered Bond Research 4 th Edition. 2013 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://dacb.nl/sites/default/files/file/RBS%20Covered%20Bond%20Guide%204th.pdf> 20.04.2015)
16. F. Hillenbrand ja M. Schulz. Transparency in trading and in investor information. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012. (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)
17. G. Baber. Basel III implementation and the European Union: the proposed Capital Requirements Regulation (CRR). The Company Lawyer 2012 vol. 33 nr. 12. Sweet & Maxwell 2015 (Kättesaadav arvutivõrgust: [Comp. Law. 2012, 33\(12\), 386-399](http://www.sweetsonline.com/comp-law/2012/33(12)/386-399) 20.04.2015)
18. J. Laffranque. Lojaalsuse põhimõte Euroopa Liidus ja selle mõju Eestile, Juridica 2001/9.

19. J. King ja F. Will. The Repo treatment of Covered Bonds by Central Banks. ECBC European Covered Bond fact book 2014. Brüssel 2014. (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)
20. K. Anand, J. Chapman ja P. Gai. Covered bonds, core markets and financial stability. SFB 649 Discussion Paper 2012-065. Berlin 2012. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-649-papers/2012-65/PDF/65.pdf> 20.04.2015).
21. K.H .Schwab, H. Prütting. Asjaõigus õpik , Õigusteabe AS Juura 1995.
22. L. V. Vliet. The German grundschuld. Edinburgh Law Review 2012. Edinburgh University Press 2015. (Kättesaadav arvutivõrgust: [Edin. L.R. 2012, 16\(2\), 147-177](http://www.edinburghlawreview.com/2012/16(2)/147-177/) 20.04.2015)
23. L. Dierks ja J. Somerville. Covered bonds in a sovereign debt crisis. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)
24. M. Spangler ja R. Werner. German Covered Bonds. Overview and Risk Analysis of Pfandbriefe, Springer 2014. (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.springer.com/cda/content/document/cda\\_downloaddocument/9783319025520-c1.pdf?SGWID=0-0-45-1488316-p175490879](http://www.springer.com/cda/content/document/cda_downloaddocument/9783319025520-c1.pdf?SGWID=0-0-45-1488316-p175490879). 20.04.2015)
25. M. Prokopczuk, J.B. Siewert ja V. Vonhoff. Credit Risk in Covered Bonds. Journal of Empirical Finance, Vol. 21, No. 1, 2013. 2012 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1686787> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1686787> 20.04.2015)
26. O. Stöcker. Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures, HOUSING FINANCE INTERNATIONAL. 2011. (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/1982A65F3A54238AC1257DD5004E8095/\\$FILE/Beitrag\\_Stoecker\\_%20HFI\\_%20Winter\\_%202011.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/1982A65F3A54238AC1257DD5004E8095/$FILE/Beitrag_Stoecker_%20HFI_%20Winter_%202011.pdf?OpenElement) 20.04.2015)
27. O. Stöcker Amendment of the Pfandbrief Act. Verband Deutscher Pfandbriefbanken: The Pfandbrief 2010/2011: facts and figures about Europe's covered bond benchmark, Pfandbrief Fact Book, 15th edn. Berlin, 2010. (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/46067077FB52E4BBC1257C00004D4B26/\\$FILE/PfandBG-Novelle%202010%20-%20Fact%20Book%202010-engl.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/46067077FB52E4BBC1257C00004D4B26/$FILE/PfandBG-Novelle%202010%20-%20Fact%20Book%202010-engl.pdf?OpenElement) 20.04.2015)

28. O. Stöcker ja J. Tolckmitt. The Legal Framework for Issuing Pfandbriefe. The Pfandbrief 2014 | 2015 Facts and Figures about Europe's Covered Bond Benchmark, Berlin 2014. (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/31C598D730AD2AC1C1257DC4005055AB/\\$FILE/PFB\\_2014%20%202015\\_EN.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/31C598D730AD2AC1C1257DC4005055AB/$FILE/PFB_2014%20%202015_EN.pdf) 20.04.2015)
29. P.N. Posch, J. Lubbers ja J. Erhardt. Bail-In and Asset Encumbrance: Implications for Banks' Asset Liability Management. Dortmund, 2014. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=2545196> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2545196> 20.04.2015)
30. P. Varul, I. Kull, V. Kõve, M. Käerdi, T. Puri, Asjaõigusseaduse kommentaarid II. Juura 2014.
31. P. Pärna. Asjaõiguse seadus. Kommenteeritud väljaanne, Juura 2004.
32. PricewaterhouseCoopers. Uncovering Covered Bonds. 2012. (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.pwc.com/en\\_GX/gx/banking-capital-markets/assets/pwc-uncovering-covered-bonds.pdf](http://www.pwc.com/en_GX/gx/banking-capital-markets/assets/pwc-uncovering-covered-bonds.pdf) 20.04.2015)
33. P. Scherer ja I. Zlatanov. Securitisation, tranching and structured loans under regulatory capital rules for banks in Germany. Journal of International Banking Law and Regulation. Sweet & Maxwell 2015. Frankfurt 2014. (Kättesaadav arvutivõrgust: [J.I.B.L.R. 2014, 29\(7\), 399-410](#) 20.04.2015)
34. P. Athanassiou. On the legal and economic treatment of bank deposits as investments: some reflections. Journal of International Banking Law and Regulation, v.29 no.12, 2014. Sweet & Maxwell 2015. (Kättesaadav arvutivõrgust: [J.I.B.L.R. 2014, 29\(12\), 715-720](#) 20.04.2015)
35. R. Grossmann. Overview of Covered bonds. Covered Bond Fact Book 2014. Brüssel 2014. (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015) R. Tiivel. Eesti hüpoteegist rahvusvahelise mõõdupuuga mõõtes – Juridica 2012/9
36. S. Petrus. Covered bonds and investor protection: too safe to fail? Tilburg University 2013. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=133411> 20.04.2015)
37. S. Carbo-Valverde, R. J. Rosen ja F. Rodriguez-Fernandez. Are Covered Bonds a Substitute for Mortgage-Backed Securities?, FRB of Chicago Working Paper No. 2011-14. 2012 (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://ssrn.com/abstract=1969550> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1969550> 20.04.2015)

38. S. L. Schwarcz, The Conundrum of Covered Bonds. The Business Lawyer; Vol. 66. May 2011. (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2954&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2954&context=faculty_scholarship) 20.04.2015)
39. S. Winkler. Asset encumbrance. ECBC European Covered Bond fact book 2012. Brüssel 2012. (Kättesaadava arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/\\$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/internet.nsf/0/A2E470A416386FE1C1257DEF003857B2/$FILE/ECBC%20CB%20FB%202012-00075.pdf?OpenElement) 20.04.2015)
40. V. Kõve. Varaliste tehingute süsteem Eestis. Tartu Ülikooli Kirjastus 2009.
41. V. Kothari. The Name is Bond. Covered Bond. 2008. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://vinodkothari.com/wp-content/uploads/2013/11/covered-bonds-article-by-vinod-kothari.pdf> 20.04.2015)
42. W. Kälberer ja O. Stöcker. Issuer perspective Germany. ECBC European Covered Bond fact book 2014. Brüssel 2014. (Arvutivõrgust kättesaadav: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=501> 19.04.2015)

## KASUTATUD NORMATIIVMATERJAL

### Eesti Vabariigi õigusallikad

43. Krediidiasutuste seadus - RT I, 19.03.2015, 41
44. Asjaõigusseadus - RT I, 08.07.2014, 7
45. Kinnistusraamatusseadus - RT I, 05.12.2014, 36
46. Investeeringufondide seadus – RT I, 23.12.2014, 26
47. Finantskriisi ennetamise ja lahendamise seadus - RT I, 19.03.2015, 3

### Euroopa Liidu õigusallikad

48. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2006/48/EÜ, 14. juuni 2006, krediidiasutuste asutamise ja tegevuse kohta - ELT L177/1, 30.6.2006
49. Euroopa Liidu lepingu ja Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioonid 2012/C 326/01 - ELT C 326, 26.10.2012

50. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 13.07.2009 2009/65/EÜ, mis käsitleb vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamist - ELT L 302, 17.11.2009
51. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus 26.06.2013 575/2013, mis käsitleb krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete normative ja millega muudetakse määrust 648/2012 - ETL 176/1, 27.6.2013
52. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/59/EL, 15. mai 2014, millega luuakse krediidasutuste ja investeerimisühingute finantsseisundi taastamise ja kriisilahenduse õigusraamistik ning muudetakse nõukogu direktiivi 82/891/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiive 2001/24/EÜ, 2002/47/EÜ, 2004/25/EÜ, 2005/56/EÜ, 2007/36/EÜ, 2011/35/EL, 2012/30/EL ja 2013/36/EL ning määruseid (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 648/2012 – ETL L 173/190, 12.6.2014
53. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus 806/2014, 15. juuli 2014, millega kehtestati ühtsed eeskirjad ja ühtne menetlus krediidasutuste ja teatavate investeerimisühingute kriisilahenduseks ühtse kriisilahenduskorra ja ühtse kriisilahendusfondi raames ning millega muudetakse määrust (EL) nr 1093/2010 – ETL L 225/1, 30.7.2014

### **Saksamaa õigusallikad**

54. The Pfandbrief Act, 18.12.2014 (Kättesaadav arvutivõrgust: [https://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/81536972C0C17B4FC1257DC4004FC8EC/\\$FILE/EN\\_PfandBG\\_23.12.2014.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/81536972C0C17B4FC1257DC4004FC8EC/$FILE/EN_PfandBG_23.12.2014.pdf?OpenElement) 19.05.2015)
55. Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb in der Fassung der Bekanntmachung 3.04.2010 (BGBl. I S. 254) (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://www.gesetze-im-internet.de/bgb/> 26.04.2015)

### **Belgia õigusallikad**

56. Belgian Covered Bonds Act 3.08.2012. (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi\\_loi/change\\_lg.pl?language=nl&la=N&table\\_name=wet&cn=2012080324](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2012080324) 19.05.2015)
57. Belgian Finance Ministers Royal Decree 11.10.2012, (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi/article\\_body.pl?language=nl&caller=summary&pub\\_date=2012-10-18&numac=201200330720](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi/article_body.pl?language=nl&caller=summary&pub_date=2012-10-18&numac=201200330720) 20.04.2015)

## **KASUTATUD KOHTUPRAKTIKA**

### **Euroopa Liidu kohtupraktika**

58. EKo 13.06.1990, C-2/88 *Zwartveld*  
59. EKo 21.06.2007, C-231/06 ja C-233/06 *Jonkman*

## MUUD KASUTATUD MATERJALID

60. A. Delivorias. European Parliament. Covered bonds – ripe for expansion?, European Parliamentary Research Service, Brüssel 2015 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/545713/EPRS\\_BRI\(2015\)545713\\_REV1\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/545713/EPRS_BRI(2015)545713_REV1_EN.pdf) 20.04.2015)
61. European Commission. Liquidity Coverage Requirement Delegated Act: Frequently Asked Questions. Brussels 2014, 9 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-579\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-579_en.htm) 20.04.2015)
62. Euroopa Parlament. Pangandusliit. Teabeleht 2015 (Kättesaadav arvutivõrgust: [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/et/FTU\\_4.2.4.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/et/FTU_4.2.4.pdf) 20.04.2015)
63. Eesti Pangaliidu eesmärgid aastast 2013. (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://www.pangaliit.ee/et/yldino/tegevuse-sihid> 20.04.2015)
64. P. Varul. Austatud lugeja! - Juridica 2013/7.
65. Rahandusminister Siim Kallase kõne Väärtpaberituru seaduse eelnõu nr 638 SE arutlemisel, Riigikogu istungistenogramm, 17.10.2001 . (Kättesaadav arvutivõrgust: <http://www.riigikogu.ee/?op=steno&stcommand=stenogramm&date=1003316400> 20.04.2015)

## **Lihlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Magnus Lomp,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihlitsentsi) enda loodud teose

### **PANDIKIRJA FINANTSINSTRUMENTI REGULATSIOON EUROOPA LIIDU ÕIGUSE ÜHETAOLISE KOHALDAMISE VALGUSES,**

mille juhendaja on dr. iur. Kadri Siibak, dr. iur. Piia Kalamees

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
  - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tallinnas, **04.05.2015**