EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 6.5.2021
COM(2021) 224 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä 4 päivänä heinäkuuta 2012 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012, sellaisena kuin se on muutettuna asetuksella (EU) N:o 834/2019, 85 artiklan 2 kohdan mukainen kertomus, jossa arvioidaan, onko kehitetty toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja tarvitaanko mahdollisia toimenpiteitä tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä 4 päivänä heinäkuuta 2012 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012, sellaisena kuin se on muutettuna asetuksella (EU) N:o 834/2019, 85 artiklan 2 kohdan mukainen kertomus, jossa arvioidaan, onko kehitetty toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja tarvitaanko mahdollisia toimenpiteitä tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi

1. JOHDANTO

Asetuksessa (EU) N:o 648/2012, jäljempänä ’Euroopan markkinarakenneasetus’ tai ’EMIR-asetus’, myönnetään eläkejärjestelmiä ylläpitäville yhteisöille tilapäinen vapautus keskusvastapuolimääritysvelvollisuudesta tietyntyyppisten OTC-johdannaisten osalta[1]. Tilapäinen vapautus myönnettiin, jotta voitaisiin ottaa huomioon tällaisten yhteisöjen liiketoimintamallin erityispiirteet ja vaikutukset, joita pakollisella määrityksellä voisi olla eläkkeisiin; eläkejärjestelmiä ylläpitävät yhteisöt tyypillisesti minimoivat käteisvarojensa osuuden vakuutuksenottajiensa tuoton maksimoimiseksi. Näin ollen on olemassa riski, että jos eläkejärjestelmien edellytetään käyttävän OTC-johdannaissopimusten määrittämisessä keskusvastapuolta, tuloksena olisi se, että ne joutuisivat irrottamaan merkittävän osan omaisuuseristään käteisvarallisuudeksi täyttääkseen keskusvastapuolten vakuusvaatimukset, mikä voi vaikuttaa kielteisesti eläkkeensaajien eläketuloihin. Tilapäisellä vapautuksella on tarkoitus antaa eläkejärjestelmille, keskusvastapuolille ja määritysosapuolille aikaa sellaisen toteuttamiskelpoisen teknisen ratkaisun löytämiseksi, jonka avulla eläkejärjestelmät voisivat määrittää johdannaissopimukset keskitetysti keskusvastapuolessa samalla, kun vältetään olennaiset haittavaikutukset eläkkeensaajien tuloihin.

Euroopan markkinarakenneasetuksen tarkistuksella, jäljempänä ’EMIR Refit -asetus’, joka tuli voimaan kesäkuussa 2019, vapautusta jatketaan kesäkuuhun 2021, ja sitä voidaan jatkaa komission delegoiduilla säädöksillä vielä kahdesti, enintään yhdellä vuodella kerrallaan. Asetuksen lopullisena tavoitteena on kuitenkin toteuttaa eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritys mahdollisimman pian. Keskusvastapuolten, määritysosapuolten ja eläkejärjestelmien edellytetään tekevän parhaansa toteutuskelpoisten ratkaisujen kehittämisen edistämiseksi.

[1] Euroopan markkinarakenneasetuksen mukaan eläkejärjestelmiä ovat direktiivin 2003/41/EY 6 artiklan a alakohdassa tarkoitetut ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavat laitokset, saman direktiivin 3 artiklassa tarkoitettujen laitosten ammatillisten lisäeläkkeiden tarjoamista koskeva liiketoiminta, direktiivin 2002/83/EY soveltamisalaan kuuluvien vakuutusyhtiöiden ammatillisten lisäeläkkeiden tarjoamista koskeva liiketoiminta (tietyissä olosuhteissa) sekä muut hyväksytyt ja valvotut yhteisöt tai kansallisesti toimivat järjestelyt, joiden ensisijaisena tarkoituksena on tarjota eläke-etuuksia. Vapautus koskee sellaisia OTC-johdannaissopimuksia, jotka objektiivisesti mitattavalla tavalla vähentävät eläkejärjestelmien vakavaraisuuteen suoraan liittyviä sijoitusriskejä. Se koskee myös yhteisöjä, jotka on perustettu korvauksien maksamiseksi tällaisten järjestelmien jäsenille maksukyvyttömyystapauksessa, sekä eläkejärjestelmiä, joilla on vaikeuksia täyttää vaihtuvia vakuuksia koskevat vaatimukset (EMIR-asetuksen 89 artikla).

Kuten EMIR Refit -asetuksessa edellytettiin, Euroopan komissio asetti keskusvastapuolten, määritysosapuolten ja eläkejärjestelmien ja muiden asianomaisten osapuolten edustajista koostuvan asiantuntijaryhmän valvomaan niiden toimia ja arvioimaan edistymistä toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen kehittämisessä. Asiantuntijaryhmä, johon kuuluu myös keskuspankkien, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen, jäljempänä ’ESMA’, ja Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen, jäljempänä ’EIOPA’, edustajia, kokoontui lokakuussa 2019 sekä huhti- ja marraskuussa 2020.

EMIR Refit -asetuksen 85 artiklassa komission edellytetään laativan vuosittain vapautuksen soveltamisalan lopulliseen laajentamiseen saakka kertomus, jossa arvioidaan, onko toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja kehitetty siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja tarvitaanko mahdollisia toimenpiteitä tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi. Asetuksessa säädetään myös, että ESMA toimittaa yhteistyössä Euroopan pankkiviranomaisen, jäljempänä ’EPV’, EIOPAn ja Euroopan järjestelmäriskikomitean, jäljempänä ’EJRK’, kanssa komissiolle vuosittain kertomuksen, jossa arvioidaan tätä asiaa.

ESMA toimitti komissiolle ensimmäisen kertomuksen huhtikuussa 2020. Syyskuussa 2020 julkaistussa ensimmäisessä komission kertomuksessa[2] analysoitiin kattavasti eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyviä ongelmia.

ESMA järjesti huhti–kesäkuussa 2020 julkisen kuulemisen, jossa se keräsi laajasti näkemyksiä ja tietoja aiheesta. Julkisen kuulemisen tulokset sisällytettiin ESMAn komissiolle joulukuussa 2020 toimittamaan toiseen kertomukseen, joka laadittiin yhteistyössä EPV:n, EIOPAn ja EJRK:n kanssa.

Tämä on toinen EMIR Refit -asetuksen 85 artiklan mukainen komission kertomus. Siinä tehdään selkoa saavutetusta edistyksestä komission asiantuntijaryhmässä käytyjen keskustelujen sekä Euroopan valvontaviranomaisten ja EJRK:n Euroopan komissiolle toimittamien tietojen perusteella.

2. TAUSTAA

Eläkejärjestelmien kirjo on EU:ssa moninainen. EU:n suurimmat eläkejärjestelmämarkkinat ovat Alankomaissa, jossa varat suhteessa BKT:hen ovat keskimäärin 173,3 prosenttia, ja Tanskassa, jossa suhde on 198,6 prosenttia vuoden 2018 lopun tietojen mukaan[3]. Myös Irlannissa on käytössä samanlaisia järjestelmiä. ESMAn toimittamien tietojen[4] mukaan alankomaalaisten eläkejärjestelmien osuus

2 Komission kertomus, jossa arvioidaan, onko kehitetty toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, sekä mahdollisten toimenpiteiden tarvetta tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi, COM(2020) 574 final.

3 ESMA, First Report for Consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements, huhtikuu 2020.

4 ESMA, Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2), joulukuu 2020.

kaikkien EU:n eläkerahastojen johdannaisten nimellismäärästä oli maaliskuun 2020 lopussa 70–80 prosenttia. Eläkejärjestelmät käyttävät johdannaisia pääasiassa suojatakseen vastuitaan erilaisilta riskeiltä.

Komission ensimmäisessä kertomuksessa esitettiin tilannekatsaus eläkejärjestelmien keskusvastapuolimäärityksestä. Siinä osoitettiin, että – kuten komission asiantuntijaryhmässä käydyissä keskusteluissa oli käynyt ilmi – vaihtuvien vakuuksien antaminen käteisvaroina voi olla eläkejärjestelmien kannalta ongelmallista erityisesti stressikausien markkinaolosuhteissa, joissa keskusvastapuolten esittämät vaihtuvia vakuuksia koskevat pyynnöt voivat olla huomattavia. Viime aikoina eräät eläkerahastot ovat vapaaehtoisesti alkaneet määrittää osan johdannaissalkustaan keskitetysti, tavallisesti määritysosapuolten asiakkaina. Jotkin niistä ovat myös alkaneet käyttää tiettyjen keskusvastapuolten suunnittelemia ratkaisuja[5], joilla helpotetaan eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritystä, eli niin kutsuttuja helpotetun pääsyn malleja, joiden avulla on helpompi osallistua näiden keskusvastapuolten määritettyjen takaisinostosopimusten järjestelmiin. Tällaisten mallien tarkoituksena on parantaa eläkejärjestelmien mahdollisuuksia turvautua takaisinostomarkkinoihin likviditeettitarpeidensa täyttämiseksi[6]. Siirtyminen kohti keskusvastapuolimääritystä on myös ajan myötä lisääntynyt kahdenvälisiin kauppoihin sovellettavien vaatimusten vuoksi. Niiden odotetaan lisäävän keskusvastapuolimääritysjärjestelmässä käytettävissä olevaa likviditeettiä suhteessa kahdenväliseen määritysjärjestelmään[7].

Kertomuksessa korostettiin myös, että eläkejärjestelmien saattaa olla vaikeaa päästä takaisinostomarkkinoille hankkiakseen likviditeettiä stressikausina, mikä voi liittyä myös siihen, että määritysosapuolet eivät aina ole halukkaita tai eivät pysty tarjoamaan vakuuksien muuntamispalveluja eläkejärjestelmille stressitilanteissa.

3. ESMAN JULKISEN KUULEMISEN JA SIDOSRYHMIEN KANSSA KÄYTYJEN JATKOKESKUSTELUJEN PÄÄTULOKSET

3.1 ESMAn julkisen kuulemisen tulokset

ESMAn toteuttaman julkisen kuulemisen tulokset vahvistivat laajalti komission ensimmäiseen kertomukseen sisältyvän kokonaisanalyysin ja tarjosivat tilaisuuden täydentää tuloksia määrällisillä lisätiedoilla. ESMA sai vastauksia[8] monilta sidosryhmiltä, muun muassa omaisuudenhoitajilta (joiden asiakkaina on eläkejärjestelmiä), elinkeinoelämän järjestöiltä ja keskusvastapuolilta. Kuulemiseen

5 EU:ssa Eurex Clearing on luonut tällaisen mallin, johon voidaan mahdollisesti yhdistää myös ns. helpotettu pääsy määritettyjen OTC-johdannaisten markkinoille. Komission tietojen mukaan myös LCH SA kehittää parhaillaan helpotetun pääsyn ratkaisua. Ks. COM(2020) 574 final.

6 Takaisinostosopimus (reposopimus) on sopimus arvopapereiden myymisestä tiettyyn hintaan sekä siihen liittyvä sopimus kyseisten arvopapereiden takaisinostamisesta sovittuun hintaan myöhemmin. Takaisinostomarkkinoilla kohtaavat yritykset, jotka tarjoavat käteisvaroja vastaan vakuuksia, ja yrityksiä, jotka tarjoavat vakuuksia vastaan käteisvaroja.

7 ESMA, Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2), joulukuu 2020.

8 ESMA sai 19 yksittäistä tai elinkeinoelämän järjestöjen toimittamaa vastausta, joista kaksi oli luottamuksellisia, sekä yhden yhteisen vastauksen kymmeneltä eläkerahastoalan sidosryhmältä.

vastasi hyvin erilaisia sidosryhmiä, minkä ansiosta saatiin kerättyä monenlaisia näkemyksiä keräämisen mahdollisten ratkaisujen eri näkökohdista. ESMAn analyysin mukaan kuulemisen vastaukset vahvistavat, että suuri enemmistö sidosryhmistä odottaa tilannetta, jossa eläkejärjestelmät voisivat käyttää keskitettyä määritystä, ja että suurin osa eläkejärjestelmistä haluaa määrittää kaupat.

Kuuleminen vahvisti sen, että jotkin eläkejärjestelmät määrittävät jo vapaaehtoisesti osan salkustaan muun muassa välttääkseen kuulumisen kahdenvälisten kauppojen alkuvakuuksia koskevien sääntöjen soveltamisalaan. Eläkejärjestelmät hoitavat määrityksen määritysosapuolten asiakkaina. Joissakin tapauksissa eläkejärjestelmät hyödyntävät myös tiettyjen keskusvastapuolten tarjoamaa helpotettua pääsyä määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoille. Alankomaiden keskuspankin ESMAlle toimittamien tietojen mukaan[9] Alankomaiden eläkerahastojen määritettyjen Euribor- ja Libor-koronvaihtosopimusten osuus oli vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä suurten eläkerahastojen osalta keskimäärin 22 prosenttia (vaihteluväli 3–26 prosenttia), keskisuurten eläkerahastojen osalta keskimäärin 25 prosenttia (vaihteluväli 0–46 prosenttia) ja pienten eläkerahastojen osalta keskimäärin 37 prosenttia (vaihteluväli 0–100 prosenttia). Tiedot osoittavat, että osuudet vaihtelevat suuresti yritysten välillä. Tanskan keskuspankin analyysin mukaan Tanskan eläkejärjestelmät määrittävät keskusvastapuolessa noin 42 prosenttia korkojohdannaisistaan, mutta myös Tanskassa yritysten välillä on huomattavaa vaihtelua.

Eläkejärjestelmät näkevät keskusvastapuolimäärityksessä hyötyjä siitä riippumatta, tuleeko siitä velvoite. ESMAn mukaan tärkeimmät eläkejärjestelmien mainitsemat edut ovat määritettyihin tuotteisiin tunnusomaisesti liittyvä likviditeetti, toteuttamisen tehokkuusedut sekä muut kustannusnäkökohdat. Eräät julkiseen kuulemiseen vastanneet ilmoittivat, että eläkejärjestelmät havaitsevat jo nyt kustannuseron kahdenvälisten ja keskitetysti määritettyjen sopimusten välillä. Ne ilmoittivat, että nimellismäärältään 50 miljoonan euron kahdenvälisen 30 vuoden koronvaihtosopimuksen toteuttamiskustannukset voivat olla hieman suuremmat kuin keskitetysti selvitetyn 30 vuoden koronvaihtosopimuksen toteuttamiskustannukset ja että sen purkaminen voi olla kalliimpaa.

Kuulemisessa vahvistettiin myös, että eläkejärjestelmien keskusvastapuolimäärityksen osalta suurin haaste on käteisvaroina annettaviin vaihtuviin vakuuksiin liittyvä ongelma. Muita mainittuja haasteita olivat muun muassa määrityskustannukset, jotka liittyvät pääoman määrään, joka pankeilla on oltava suhteessa asiakkaiden positioihin pankkien pääomavaatimusten mukaisesti, määritysosapuolten mahdollisuus irtisanoa asiakkaidensa kanssa tehdyt sopimukset lyhyellä varoitusajalla[10] sekä ongelmat, joita eläkejärjestelmät saattavat kohdata, jos niiden suuret positiot on siirrettävä toiselle määritysosapuolelle. On kuitenkin huomattava, että kahdenvälisessä

9 EMIR-asetuksen mukaisesti ilmoitettavien tietojen perusteella.

10 Asiakkaille tarjottavaa määritystä koskeviin sopimuksiin sisältyy usein lauseke 90 päivän irtisanomisajasta.

määritysjärjestelmässä eläkejärjestelmät voivat altistua myös kaupankäynnin vastapuolten maksukyvyttömyydelle.

Kuulemiseen osallistuneet olivat yleisesti ottaen samaa mieltä siitä, että eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyvän ongelman ratkaisussa olisi löydettävä oikea tasapaino rahoitusjärjestelmän häiriönsietokyvyn ja eläkkeensaajille aiheutuvien kohtuuttomien kustannusten välttämisen välillä ja että ratkaisun olisi toimittava sekä tavanomaisissa että stressikausien markkinaolosuhteissa.

3.2 Pakolliseen keskusvastapuolimääritykseen siirtymisen mahdolliset vaikutukset

ESMAn julkisella kuulemisella keräämät määrälliset tiedot antavat yleiskuvan eläkejärjestelmien keskusvastapuolimäärityksen mahdollisista vaikutuksista seuraaviin seikkoihin: i) alkuvakuus, ii) käteisvarat, iii) tuoton heikkeneminen ja iv) likviditeettivaikutukset stressitilanteissa.

i) Vaikutus alkuvakuuteen

ISDAn ja PensionsEuropen vuonna 2018 toteuttaman tutkimuksen mukaan Alankomaiden ja Tanskan eläkerahastot kattava määritysvelvollisuus nostaisi määritettyä alkuvakuutta noin 7,4 miljardilla eurolla, jos vain uudet kaupat olisi määritettävä, 26 miljardilla eurolla, jos 50 prosenttia salkusta olisi määritettävä, ja 44 miljardilla eurolla, jos koko salkku olisi määritettävä[11].

Lisäksi keskusvastapuolet voisivat arvioida suuret eläkejärjestelmät suuriksi riskitekijöiksi, koska niillä on usein yksisuuntaisia swap-positioita. Yksi niistä ilmoitti ESMAlle, että sen alkuvakuuden likviditeettikorotukset voisivat olla niin merkittäviä, että se saattaisi harkita enimmäismäärän asettamista swap-sopimuksille, jotka se pystyisi määrittämään[12].

ii) Vaikutus käteisvaroihin

Keskusvastapuolimäärityksiä koskevan vapautuksen voimassaolon päättyminen voisi velvoittaa eläkejärjestelmät siirtämään sivuun käteisvaroja, jotta ne selviytyisivät mahdollisista vakuuksien muutospyynnöistä. Johdannaisvastuiden tapauksessa tämä vähentää vastapuoliluottoriskiä mutta samalla lisää likviditeettiriskiä. Nykyisissä alhaisen tuoton olosuhteissa käteisvarojen ja muiden likvidien varojen pitämisestä on tullut yhä kalliimpaa. Tämä on kannustanut sijoitusrahastoja vähentämään tällaisia omistusosuuksia[13]. Julkisessa kuulemisessa todettiin, että vaikka joillakin eläkerahastoilla on noin kaksi prosenttia varoista käteisvaroina, toiset eläkerahastot pitävät käteisvarojen osuuden strategisesti nollatasolla. ESMAn julkisen kuulemisen perusteella laatimasta kertomuksesta käy ilmi, että jos eläkejärjestelmä haluaa täyttää 99,8 prosenttia vaihtuvia vakuuksia koskevista pyynnöistä ja jos oletetaan, että

11 PensionsEurope ja ISDA, Potential demand for clearing by EU pension funds, 2018.
12 ESMA, Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2), joulukuu 2020.
13 EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020.

30 prosenttia sen käteisvaroista on käytettävissä yhden päivän aikajänteellä, sen olisi kohdennettava 7,8 prosenttia varoistaan käteissalkkuun. Tämä osuus nousisi 10,9 prosenttiin, jos se haluaisi täyttää 99,95 prosenttia vaihtuvia vakuuksia koskevista pyynnöistä, ja laskisi 5,3 prosenttiin, jos se haluaisi täyttää 99 prosenttia vakuuspyynnöistä.

iii) Tuottojen mahdollinen pienentyminen

Eläkejärjestelmien käteisvarojen osuuden kasvattaminen mahdollisten vakuuspyyntöjen täyttämiseksi merkitsisi vuotuisten tuottojen pienentymistä. ESMAn kertomuksessa todetaan, että jos eläkejärjestelmän on kohdennettava 5–10 prosenttia sijoitussalkustaan käteisvaroihin, vuotuinen tuotto voi pienentyä nykyisessä matalien korkojen toimintaympäristössä noin 0,17–0,33 prosenttia (kun tuotto on noin 3,17 prosenttia)[14]. Jos sen sijaan tarkastellaan historiallista tuottoa (Alankomaiden eläkesektorilla 15 viime vuoden aikana OECD:n tietojen mukaan noin 6 prosenttia), tuotto pienenisi 0,3–0,6 prosenttia.

Muut kuulemiseen vastanneet omaisuudenhoitajat ilmoittivat, että niiden asiakkaina olevilla eläkejärjestelmillä on jo merkittävä käteispuskuri ja siksi niille tilapäisesti korkeiden likviditeettivaatimusten rahoittamisesta aiheutuvat kustannukset olisivat hyvin alhaiset.

Tältä osin on myös pidettävä mielessä, että eläkerahastoilla on todennäköisesti edessään pitkä alhaisten tuottojen kausi ja niiden saattaa olla vaikeaa päästä historiallisten tuottojen tasolle. Vaikka keskuspankkien viimeaikaiset rahapoliittiset toimet ovat kääntäneet varallisuushintojen merkittävän laskusuuntauksen nousuksi, eläkerahastot joutuvat keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä todennäköisesti toimimaan matalampien korkojen olosuhteissa. Haasteena on saavuttaa historiallisten tuottojen taso mahdollisesti epävakaassa toimintaympäristössä, jossa korot ovat matalat. Tällaisessa skenaariossa jopa kohtuullinen tuottojen heikentyminen voi vaikuttaa epäsuotuisasti eläkkeensaajien tuottoihin. Esimerkiksi EKP:n analyysi[15] osoittaa, että jos korkoympäristö pysyy ennallaan, vakuutuslaitosten keskimääräisen kuponkituoton arvioidaan laskevan 2,8 prosentista (vuonna 2019) 1,7 prosenttiin (vuonna 2030), kun korkeampituottoiset arvopaperit erääntyvät. Myös taattujen korkojen arvioidaan laskevan.

iv) Likviditeettivaikutus stressitilanteessa

Komissio käsitteli ensimmäisessä kertomuksessaan[16] vaihtuvia vakuuksia koskevien pyyntöjen täyttämiseen tarvittavan eläkerahastojen likviditeetin määrää stressiskenaariossa, jossa korkotaso muuttuu yhden prosentin. Kertomuksessa esiteltiin myös Europe Economicsin ja Bourse Consultin vuonna 2014 tekemän tutkimuksen

14 ESMAn kuulemiseen saatujen vastausten perusteella.
15 EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020.
16 COM(2020) 574 final, 23.9.2020.

tietoja ja viimeaikaisia eurojärjestelmän analyysejä asiasta[17]. Korkojen nousu saisi keskusvastapuolet tekemään eläkerahastojen koronvaihtosopimussalkkuja koskevia vaihtuvien vakuuksien muutospyyntöjä. Eurojärjestelmä simuloi tuottokäyrän + 100 peruspisteen samansuuntaisen päivämuutoksen vaikutusta käyttäen esimerkkinä Alankomaiden eläkerahastoja (niiden hallussa oleva osuus euroalueen eläkerahastojen koronvaihtosopimuksista on eurojärjestelmän käytettävissä olevien tietojen mukaan noin 89 prosenttia). Simuloidun stressiskenaarion mukaan Alankomaiden eläkerahastojen hallussa olevien koronvaihtosopimuksien vaihtuvia vakuuksia koskevat muutospyynnöt voisivat olla 36–47 miljardia euroa, mikä johtaisi käteisvarojen 6–15 miljardin euron kokonaisvajeeseen (koko euroalueen eläkerahastojen osalta se voi olla jopa 17 miljardia euroa). Korkeimman arvion mukaan 55 prosentilla Alankomaiden eläkerahastoista ei olisi riittävästi käteisvaroja vaihtuvia vakuuksia koskevien muutospyyntöjen kattamiseen. Vaje keskittyisi pieneen määrään rahastoja, joiden vaihtuvien vakuuksien maksut ovat suhteellisen pieniä.

Tätä koskevista ESMAn julkisessa kuulemisessa saaduista vastauksista käy ilmi, että 100 peruspisteen korkomuutoksen skenaariossa koronvaihtosopimuksia käyttävien hollantilaisten, tanskalaisten ja irlantilaisten eläkejärjestelmien vaihtuvia vakuuksia koskeva käteisvaravaatimus olisi noin 95 miljardia euroa.

Covid-19-pandemian aiheuttaman markkinoiden viimeaikaisen myllerryksen aikana rahastojen johdannaisvastuita koskevat päivittäiset vaihtuvia vakuuksia koskevat pyynnöt ovat viisinkertaistuneet[18]. Sijoitusrahastoja esimerkkinä käyttäen euroalueen rahastoihin kohdistuneet päivittäiset vaihtuvia vakuuksia koskevat pyynnöt lisääntyivät EMIR-datan sisältämän vaihtuvia vakuuksia koskevan osittaisen raportoinnin perusteella helmikuun 2020 alkupuoliskon noin 2 miljardista eurosta niin, että ne olivat 16. maaliskuuta 2020 alkaneella viikolla yli 10 miljardiin euroon. Suurin – noin 6,5-kertainen – lisäys oli osakejohdannaisista muodostuvissa salkuissa ja sen jälkeen suurimmat korkojohdannaissalkuissa (viisinkertainen lisäys), jotka ovat yleisimpiä eläkejärjestelmien hallussa olevia johdannaisia, ja valuuttasalkuissa (nelinkertainen lisäys). On näyttöä siitä, että eräät euroalueen vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot realisoivat hallussaan olleita rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia täyttääkseen vakuuspyynnöt.

Vaikuttaa siltä, että suurella osalla euroalueen sijoitusrahastoista on ollut likviditeettivaikeuksia suurten vakuuspyyntöjen vuoksi, mutta ne ovat yleensä pystyneet vastaamaan niihin[19]. Korkojen alentaminen ja keskuspankkien joukkolainojen osto-ohjelmat auttoivat osaltaan eristämään markkinaosapuolet, eläkerahastot mukaan lukien, kriisin pahimmilta mahdollisilta vaikutuksilta. Lisäksi vaikuttaa siltä, että rahastot pystyivät keräämään käteisvaroja talouden myllerryksen aikana toteuttamalla takaisinostotransaktioita, myymällä omaisuuseriä (esimerkiksi

17 EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020.
18 EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020.
19 EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020.

rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia) tai käyttämällä luottolimiittejä. Kuten komission ensimmäisessä kertomuksessa osoitettiin, eläkerahastoilla ilmoitettiin kuitenkin olevan vaikeuksia saada likviditeettiä.

Jos edellä esitetyssä analyysissä oletetaan, että eläkejärjestelmät voisivat täyttää lisäkäteisvarojen tarpeensa analyysissä käytetyssä stressiskenaariossa takaisinostomarkkinoiden avulla, euroalueen eläkerahastojen likviditeettitarpeet pysyisivät vähäisinä verrattuna voimassa olevien takaisinmyyntisopimusten määrään (joka edustaa Euroopan takaisinostomarkkinoiden kokoa). Joulukuussa 2019 voimassa olleiden takaisinmyyntisopimusten määrä oli noin 1,9 biljoonaa euroa. Jos oletetaan, että muiden euroalueen eläkejärjestelmien lainanottotarpeet ovat samanlaiset kuin Alankomaiden eläkejärjestelmien, kaikkien euroalueen eläkejärjestelmien käteisvarojen lainanottotarpeet jäisivät todennäköisesti alle kahden prosentin suhteessa voimassa olevien takaisinmyyntisopimusten määrään[20].

ESMAn ja myös ICMAn[21] mukaan EU:n takaisinostomarkkinat selviytyivät suurimmaksi osaksi hyvin covid-19-pandemian aiheuttaman markkinoiden myllerryksen aikana. Takaisinostomarkkinoiden tilanne oli kuitenkin vaikea kriisin ollessa pahimmillaan helmi-maaliskuussa, kun takaisinostotransaktioiden kysyntä kasvoi ja välittäjien kyky välittää tätä kysyntää oli suhteellisen rajallinen[22]. Tämä on saattanut rajoittaa monien yritysten mahdollisuuksia päästä takaisinostomarkkinoille, joita tarvittiin päivänsisäisen likviditeetin ja vakuuksien hallintaan. Joidenkin lähteiden mukaan ohuet rahamarkkinat heikensivät likviditeetin välittämistä pankeilta muille kuin pankeille[23]. Kuten ESMA on todennut, määritettyjen takaisinostosopimusten markkinat toimivat kaiken kaikkiaan tuloksellisesti ja tehokkaasti koko kriisin ajan ja mahdollistivat johdannaistuotteiden jatkuvan saatavuuden – joskin vakuuksien muutospyyntöjen määrissä esiintyi piikkejä.

Takaisinostomarkkinoilla on todennäköisesti jatkossakin keskeinen rooli keskusvastapuolimääritystä koskevan haasteen ratkaisemisessa; eläkerahastojen osallistuminen takaisinostomarkkinoille on Euroopassa kuitenkin edelleen laimeaa erityisesti Yhdysvaltoihin verrattuna[24].

3.3 Julkisessa kuulemisessa ehdotetut aloitteet

Julkiseen kuulemiseen vastanneet ehdottivat joitakin aloitteita edistääkseen eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritystä, kuten ESMAn kertomuksesta käy ilmi. Useimmiten tällaisilla aloitteilla pyritään parantamaan eläkejärjestelmien tällä hetkellä

20 COM(2020) 574 final, 23.9.2020.

21 International Capital Market Association, The European repo market and the Covid-19 crisis, huhtikuu 2020.

22 International Capital Market Association, The European repo market and the Covid-19 crisis, huhtikuu 2020.

23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. ja Darracq Pariès, M. (2020), Unconventional monetary policy and funding liquidity risk, Working Paper Series No 2350.

24 Eurex, Derivatives markets after the Covid-19 crisis – A review of the Digital Derivatives Forum, 2020.

käyttämiä keskitettyä määritystä koskevia ratkaisuja eli asiakkaalle tarjottavia määrityspalveluja ja keskusvastapuolten helpotetun pääsyn malleja. Nämä korostuvat kahtena toimintalinjana, joihin työn seuraavissa vaiheissa olisi keskityttävä.

Asiakkaalle tarjottavien määrityspalvelujen osalta ESMAn kertomukseen sisältyvät tiedot ja komission asiantuntijaryhmässä käydyt keskustelut osoittavat, että lisäämällä määritysosapuolten valmiuksia tarjota vakuuksien muuntamispalveluja suorille asiakkailleen voitaisiin parantaa eläkejärjestelmien mahdollisuuksia saada likviditeettiä tarvittaessa. Pankeilla on hyvät mahdollisuudet helpottaa vakuuksien muuntamista, ja ne ovat tehneet sitä jo pitkään.

Kuten ESMAn kertomuksessa todetaan, pankit viittasivat joihinkin rajoitteisiin, joiden vuoksi niiden ja eläkejärjestelmien on vaikeampaa tukea eläkejärjestelmien määritysvelvollisuutta. Rajoitteet liittyvät erityisesti vähimmäisomavaraisuusasteeseen, riskipainotettuihin omaisuuseriin ja varainhankintaan. Kuten julkiseen kuulemiseen perustuvassa ESMAn kertomuksessa on esitetty, takaisinosto- tai -myyntisopimusten suotuisampi pääomakohtelu auttaisi vilkastuttamaan takaisinostotoimintaa.

Mitä tulee keskusvastapuolten tarjoamiin helpotetun käytön malleihin, jotkin suuret eläkejärjestelmät käyttävät niitä jo nyt päästäkseen määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoille. Julkiseen kuulemiseen osallistuneiden keskusvastapuolten mukaan tällaisen ratkaisun laajempi hyväksyminen edellyttäisi sääntelyviranomaisten sääntelymuutoksilla antamaa selkeää signaalia sekä eläkejärjestelmien määritysvelvollisuutta koskevan vapautuksen selkeää päättymispäivää. Eräät omaisuudenhoitajat, joilla on asiakkaina suuria eläkejärjestelmiä, ilmoittivat, että tämäntyyppiset mallit ovat lupaava keino, ja jotkut vastaajat huomauttivat, että EU:n määritettyjen takaisinostosopimusten markkinat ovat vuosien mittaan olleet likviditeetin saatavuuden osalta luotettavia myös stressiaikoina. Tällaisiin keskusvastapuolien ratkaisuihin voitaisiin tehdä joitakin toiminnallisia lisäparannuksia, jotta ne vastaisivat paremmin eläkejärjestelmien tarpeita. Keskusvastapuolet ilmoittivat kuulemisessa, että lisäparannuksia voitaisiin harkita.

Kuulemiseen vastanneet ehdottivat näin ollen useita sääntelytoimia. ESMAn kertomuksessa mainitaan erityisesti seuraavat sidosryhmien ehdotukset:

- Kohdellaan takaisinosto- ja -myyntisopimuksia suotuisammin vähimmäisomavaraisuusasteen yhteydessä.
- Otetaan käyttöön uudelleenkalibroitu vähimmäisomavaraisuusasteen laskentamenetelmä, jotta voidaan välttää pankkien suorittama lukujen kaunistelu tiettyinä raportoinnin määräaikoina vuoden aikana[25].
- Harkitaan erityisen eläkerahastoihin kohdistuvien vastuiden luokan perustamista, jossa riskipainot ovat pienemmät (mikä vastaa paremmin niiden korkeaa luottokelpoisuutta).

25 Tältä osin on huomattava, että Baselin pankkivalvontakomitea ja EU:n viranomaiset ovat hiljattain ryhtyneet toimiin tämän kysymyksen ratkaisemiseksi parantamalla vähimmäisomavaraisuusasteen julkistamista koskevia vaatimuksia. EU:n pankit soveltavat näitä säännöksiä kesäkuusta 2021 alkaen.

- Käsitellään erityisesti määritysedustajien (pankkien, jotka sallivat eläkejärjestelmien käyttää keskusvastapuolia helpotetun pääsyn mallien yhteydessä) roolia pankkialan sääntelyssä.
- Harkitaan Solvenssi II -direktiivin yhteydessä, että helpotetun pääsyn mallissa sellaisille eläkejärjestelmille ja vakuutusyhtiöille, jotka ovat keskusvastapuolen suoria määritysosapuolia, myönnettäisiin samanlainen etuuskohtelu kuin määritysosapuolille myönnetään vakavaraisuusasetuksen nojalla.
- Toteutetaan muita, yhteissijoitusyrityksiä ja vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevia sääntelymuutoksia, joilla pyritään kannustamaan keskitettyä määritystä ostopuolella.

Lisäksi EJRK teki ehdotuksia likviditeettiriskikehyksen parantamiseksi myös eläkejärjestelmien osalta muun muassa siten, että tietyissä tapauksissa muodostettaisiin erityinen likviditeettipuskuri.

4. PÄÄTELMÄT

EMIR Refit -asetuksen mukaan keskusvastapuolimääritystä koskevan vapautuksen voimassaolo päättyy kesäkuussa 2021 ja Euroopan komissio voi jatkaa sitä kahdesti delegoiduilla säädöksillä yhdeksi vuodeksi kerrallaan.

ESMAn järjestämän julkisen kuulemisen tulokset vahvistavat laajalti syyskuussa 2020 julkaistussa ensimmäisessä kertomuksessa esitetyn Euroopan komission yleisen analyysin tärkeimmistä eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyvistä ongelmista. Kuulemisessa saatiin myös uusia määrällisiä tietoja.

Viime vuosina on edetty kohti eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritystä, ja kuten edellä on esitetty, eläkejärjestelmät todella ovatkin osittain siirtymässä kohti keskusvastapuolimääritystä vapaaehtoisuuden pohjalta. Tämä on myös erilaisten sääntely- ja markkinavoimien vaikutuksen tulosta.

Jotta voitaisiin edetä edelleen kohti kestävää eläkejärjestelmien keskitettyä määritysympäristöä, komissio katsoo, että eläkejärjestelmien vapautusta olisi kuitenkin laajennettava useista syistä. Ensinnäkin tämä tarjoaisi mahdollisuuden tehdä lisäparannuksia keskusvastapuolten helpotetun pääsyn malleihin. Toiseksi se mahdollistaisi perusteellisemman arvioinnin siitä, onko tarkoituksenmukaista ja mahdollista ottaa käyttöön mahdollisia sääntelymuutoksia, jotka voisivat tukea pakollista keskitetyn määrityksen ratkaisua. Kolmanneksi se mahdollistaisi vaihtoehtoisten ratkaisujen kypsymisen, koska rahamarkkinat saattavat edelleen olla epävakaat covid-19-pandemian taloudellisten jälkiseurauksien vuoksi. Vaikuttaisi ennenaikaiselta antaa eläkejärjestelmien määritysvelvollisuutta koskevan vapautuksen päättyä kesäkuussa 2021, varsinkin kun järjestelmässä saattaa edelleen syntyä ongelmia saada likviditeettiä vaihtuvien vakuuksien kysynnän täyttämiseksi. Vapautuksen jatkaminen on lisäksi ESMAn sekä EPV:n, EIOPAn ja EJRK:n antamien neuvojen mukaista.

Näin ollen komissio ehdottaa delegoitua säädöstä, jolla keskusvastapuolimääritystä koskevaa vapautusta jatkettaisiin kesäkuuhun 2022 saakka.

Rahoitusvakauden, rahoituspalvelujen ja pääomamarkkinaunionin pääosasto tutkii ja arvioi lähikuukausina perusteellisemmin alan sidosryhmien esittämiä ratkaisuja ja ehdotuksia yhteistyössä asiaa käsittelevän asiantuntijaryhmän ja asiaankuuluvien komission yksiköiden kanssa.