EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 12.4.2021
COM(2021) 172 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

aiheesta ”pitäisikö kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista suoraan seuraava kauppa vapauttaa EMIR-asetuksen mukaisesta OTC-johdannaisia koskevasta määritysvelvollisuudesta”

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

aiheesta ”pitäisikö kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista suoraan seuraava kauppa vapauttaa EMIR-asetuksen mukaisesta OTC-johdannaisia koskevasta määritysvelvollisuudesta”

1. Johdanto

OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä annetun asetuksen (EU) N:o 648/2012 [1], jäljempänä ”EMIR-asetus”, sellaisena kuin se on muutettuna asetuksella (EU) 2019/834[2], jäljempänä ”EMIR REFIT -asetus”, 85 artiklan 3 kohdan c alakohdassa annetaan komissiolle tehtäväksi antaa Euroopan parlamentille ja neuvostolle kertomus siitä, pitäisikö kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista, mukaan lukien sijoitussalkun tiivistäminen, suoraan seuraava kauppa vapauttaa EMIR-asetuksen 4 artiklan 1 kohdassa tarkoitetusta määritysvelvollisuudesta. Kertomuksessa on otettava huomioon, missä määrin kyseiset palvelut vähentävät riskejä, erityisesti vastapuoliluottoriskiä ja operatiivista riskiä, sekä mahdollisuudet määritysvelvollisuuden kiertämiseen ja keskusvastapuolimääritykseen liittyvien pidäkkeiden luomiseen.

Tässä kertomuksessa on otettu huomioon Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen, jäljempänä ”EAMV”, raporttiin perustuvat tiedot, sidosryhmien vastaukset EAMV:n julkiseen kuulemiseen sekä sidosryhmien kanssa käydyissä keskusteluissa saadut tiedot. EAMV:n 10. marraskuuta 2020 hyväksytty raportti[3] on laadittu yhteistyössä Euroopan järjestelmäriskikomitean, jäljempänä ”EJRK”, kanssa [4], ja siinä on otettu huomioon julkisen kuulemisen tulokset[5].

2. Mitä ovat kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut?

Kaupan jälkeisille riskinvähennyspalveluille ei ole yhdenmukaistettua tai laajalle levinnyttä määritelmää. Niillä on kuitenkin joitakin yhteisiä piirteitä, joiden perusteella niitä voidaan kuvata ei-tyhjentävällä tavalla seuraavasti: menettelyjä tai mekanismeja, joilla vastapuolet vähentävät yhden tai useamman tyyppisiä sijoitussalkun riskejä, mikä pitää niiden markkinariskin neutraalina ja missä yhteydessä kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen tarjoaja toimii kolmantena osapuolena.

Ainoa EU:n lainsäädännössä määritelty kaupan jälkeinen riskinvähennyspalvelu on sijoitussalkun tiivistäminen, jolla tarkoitetaan ” *riskinvähennyspalvelua, jossa kaksi tai useampia vastapuolia päättää kokonaan tai osittain jotkin tai kaikki sijoitussalkun*

---

1 EUVL L 201, 27.7.2012, s. 1.

2 EUVL L 142, 28.5.2019, s. 42.

3 EAMV, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)), 10.11.2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 EJRK, ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (Article 85(3a) EMIR), 12.6.2020, ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

5 EAMV, Consultation Paper, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)), 26.3.2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

tiivistämistä varten esittämänsä johdannaissopimukset ja korvaa päätetyt johdannaissopimukset toisella johdannaissopimuksella, jonka yhdistetty nimellisarvo on alempi kuin päätettyjen johdannaissopimusten yhdistetty nimellisarvo".[6]

EAMV keskittyi kahteen kaupan jälkeiseen riskinvähennyspalveluun: sijoitussalkun tiivistämiseen ja sijoitussalkun sijoituspainotusten muutokseen. EAMV:n raportissa esitetään yhteenveto niiden tärkeimmistä piirteistä (ks. jäljempänä oleva taulukko).

	Sijoitussalkun tiivistäminen	**Sijoitussalkun sijoituspainotusten muutos**
Päätarkoitus	Periaatteessa auki olevan nimellismäärän ja transaktioiden määrän sekä siten operatiivisen riskin vähentäminen	Vastapuoliluottoriskin vähentäminen
Mekanismi	Kauppojen päättäminen kokonaan tai osittain ja päätettyjen johdannaissopimusten korvaaminen (lopulta) uusilla kaupoilla, joiden nimellisarvo on usein alempi	Uusien kauppojen toteuttaminen salkun riskin vähentämiseksi. Kauppoja ei päätetä eikä korvata, ja nimellisarvo pikemminkin nousee kuin laskee
Perustana oleva salkku	Määritetty tai määrittämätön salkku	Määrittämättömät tai hajautetut salkut
Markkinaneutraalius	Toteutetuissa transaktioissa sovelletaan symmetrisiä toleransseja kaikkiin osallistujiin	Markkinaneutraalius varmistetaan lisäämällä yhtä suuri määrä osto- ja myyntiriskejä

Perustuu EAMV:n raporttiin "Report to the European Commission on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", 10.11.2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), s. 14.

Tämä herättää useita kysymyksiä. Ensinnäkin EAMV:n raportissa olevat kuvaukset sijoitussalkun tiivistämisestä ja sijoitussalkun sijoituspainotusten muutoksesta ovat laajoja ja kuvailevia. Mahdollinen vapautus olisi kuitenkin muotoiltava huolellisesti. Lisäksi on epäselvää, miten ne liittyvät unionin säännöstössä olevaan sijoitussalkun

6 Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 84–148), 2 artiklan 1 kohdan 47 alakohta.

tiivistämistä koskevaan määritelmään. Toiseksi kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut kehittyvät edelleen, vaikka niitä on ollut saatavilla jo useita vuosia. Niitä ei myöskään käytetä yksin, vaan ne voivat olla, ja usein ovatkin, yhdistettyjä. Yleisenä käytäntönä näyttää olevan esimerkiksi OTC-johdannaissalkkujen tiivistäminen salkkujen sijoituspainotusten muutosten jälkeen ja siten molempien palvelujen käyttäminen yhdessä. Tämä voi muuttaa vaikutuksia, tässä kertomuksessa tarkastellut vaikutukset mukaan lukien. Mitä suurempaa riskinsietokykyä sijoitussalkun tiivistämisessä sovelletaan, sitä enemmän tyypillisesti riskineutraali toiminta muuttaa luonnettaan, ja sillä voi olla sijoitussalkun sijoituspainotusten muutoksen kaltaisia vaikutuksia.

3. EAMV:n raportti

EAMV:n raportissa keskitytään sijoitussalkun tiivistämiseen ja sijoitussalkun optimointiin / sijoituspainotusten muutokseen. Siinä todetaan, että sijoitussalkun tiivistäminen ja sijoitussalkun optimointi / sijoituspainotusten muutos ovat hyödyllisiä välineitä sekä määritettyjen että määrittämättömien salkkujen riskienhallinnassa.

EAMV:n mukaan nykyiset tiivistämistä koskevat luvut eivät anna mahdollisuutta arvioida, missä määrin määritysvelvollisuus on vaikeuttanut kaupan jälkeisiä riskinvähennyspalveluja, kun ne toteutetaan nykyisten sääntelyvaatimusten mukaisesti. EAMV katsoo tämän viittaavan siihen, että tiivistämisessä ja sijoituspainotusten muutoksessa käytetään monimutkaisempia kauppoja määritysvelvollisuuden välttämiseksi.

EAMV toteaa lisäksi, että tiettyjen sijoitussalkun tiivistämisestä ja sijoituspainotusten muutoksesta seuraavien transaktioiden vapautus auttaisi lisäämään näiden kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen käyttöä ja vähentämään riskejä. EAMV katsoo, että tällainen vapautus voisi helpottaa vanhojen sopimusten tiivistämistä, lisätä sellaisten vastapuolten osallistumista kaupan jälkeisiin riskinvähennyspalveluihin, jotka nykyään eivät ole kiinnostuneita niistä, ja vähentää markkinoiden monimutkaisuutta, kun sijoituspainotusten muutokseen käytettäisiin yksinkertaisempia kauppoja.

EAMV katsoo, että myönteiset vaikutukset ovat vakuuttavan näytön tai päinvastaisten perustelujen puuttuessa painavampia kuin esimerkiksi markkinatoimijoiden ja sääntelyviranomaisten toiminnallisen taakan kasvu ja bruttoriskin lisääntyminen määrittämättömissä nettoutusryhmissä (sijoitussalkun sijoituspainotusten muutoksen osalta). EAMV huomauttaa myös, että jos pelkästään sallitaan määrittämättömiin transaktiosalkkuihin liittyvien kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen vapauttaminen määritysvelvollisuudesta, se ei vähentäisi keskusvastapuolessa määritettyjen transaktioiden määrää, koska kyseisiä transaktioita ei muuten olisi. Salkkujen riski kompensoitaisiin EAMV:n mukaan nyt käyttämällä instrumentteja, joihin ei sovelleta määritysvelvollisuutta. Vapautus määritysvelvollisuudesta mahdollistaisi näin ollen EAMV:n näkemyksen mukaan riskin kompensoinnin vakioiduilla sopimuksilla, joihin muuten sovellettaisiin määritysvelvollisuutta ja jotka eivät ole yhtä riskialttiita kuin nykyään käytettävät instrumentit. Tämä vähentäisi puolestaan tiivistettyjen tai sijoituspainotukseltaan muutettujen määrittämättömien salkkujen riskiä.

Jotta tällaista määritysvelvollisuudesta vapauttamista ei käytettäisi väärin, EAMV ehdottaa useita kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen tarjoamista koskevia vaatimuksia [7] sekä tiettyjä määritysvelvollisuudesta vapauttamisen hyödyntämistä koskevia edellytyksiä erikseen sijoitussalkun tiivistämisen [8] ja sijoitussalkun sijoituspainotusten muutoksen [9] osalta. Ehdotettu vapautus on näin ollen suppeampi sijoitussalkun tiivistämisen osalta: määritysvelvollisuudesta vapauttamista tulisi soveltaa ainoastaan määrittämättömien transaktioiden tiivistämisestä suoraan seuraaviin kaupan jälkeisiin riskinvähennyskauppoihin (ensisijaisesti vanhat transaktiot eli kaupat, jotka ovat nykyään määrittämättömiä mutta jotka kuuluisivat teknisesti määritysvelvollisuuden ja sijoituspainotuksia muuttavien transaktioiden piiriin). Sijoitussalkun sijoituspainotusten muutoksen osalta vapautusta sovellettaisiin laajemmin: EAMV ehdottaa, että vapautus koskisi määrittämättömien salkkujen sijoituspainotusten muutoksesta seuraavia transaktioita sekä keskusvastapuolessa määritettyjä ja määrittämättömiä kauppoja sisältävistä hajautetuista salkuista seuraavia transaktioita Vapautuksen laajempi soveltaminen mahdollistaisi eri salkkujen riskienhallinnan ja vaikuttaisi keskusvastapuolessa jo määritettäviin OTC-johdannaisiin.

4. Komission arvio

Jotta komissio voisi tehdä tietoon perustuvan päätöksen siitä, pitäisikö kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista suoraan seuraava kauppa vapauttaa määritysvelvollisuudesta, sen on EMIR-asetuksen 85 artiklan 3 kohdan c alakohdan mukaisesti otettava huomioon seuraavat kolme näkökohtaa:

a) missä määrin kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut vähentävät riskejä, erityisesti vastapuoliluottoriskiä ja operatiivista riskiä
b) mitkä ovat mahdollisuudet määritysvelvollisuuden kiertämiseen, jos vapautus myönnetään
c) mitkä ovat mahdollisuudet keskusvastapuolimääritykseen liittyvien pidäkkeiden syntymiseen, jos vapautus myönnetään.

Koska määritysvelvollisuuden käyttöönotto perustuu G20-ryhmän kansainväliseen sitoumukseen edistää markkinoiden turvallisuutta ja kestokykyä, tässä kertomuksessa tarkastellaan lisäksi määrällisiä todisteita kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen hyödyistä ja siitä, voiko tällaisen vapautuksen käyttöönotosta aiheutua uusia riskejä.

a. Missä määrin kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut vähentävät riskejä, erityisesti vastapuoliluottoriskiä ja operatiivista riskiä

[7] EAMV, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)), 10.11.2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kohta 8.1, alakohta 332.

[8] EAMV, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)), 10.11.2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kohta 8.2, alakohdat 333–338.

[9] EAMV, Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a)), 10.11.2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), kohta 8.3, alakohdat 339–347.

Yleinen käsitys on, että kaupan jälkeisillä riskinvähennyspalveluilla pyritään vähentämään kokonaissalkun riskejä ja että kaikkien riskiä vähentävien transaktioiden on vähennettävä kahdenvälistä riskiä salkussa, johon ne on kirjattu.

EAMV toteaa ensinnäkin sijoitussalkun tiivistämisen osalta, että tällaisten palvelujen tavoitteena on vähentää sopimusten määrää, bruttonimellisarvoa tai jonkin muun riskimittarin arvoa vaikuttamatta olennaisesti salkun markkinariskiin. Tämä voi viime kädessä vähentää järjestelmäriskejä vähentämällä kauppojen, erien ja/tai nimellisvastuiden määrää vastapuolten välillä. Tiivistämistä on kuvattu vastaavalla tavalla kansainvälisissä yhteyksissä. Esimerkiksi kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisön (IOSCO) mukaan tiivistäminen johtaa *yksittäisten markkinatoimijoiden operatiivisen riskin pienenemiseen, mikä voi puolestaan vähentää järjestelmäriskejä ja parantaa rahoitusmarkkinoiden yleistä vakautta.*[10]

EMIR-asetuksessa otetaan huomioon sijoitussalkun tiivistämisen rooli. EMIR-asetuksen 11 artiklan 1 kohdan b alakohdassa, luettuna yhdessä komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 149/2013 [11] 14 artiklan kanssa, todetaan, että sijoitussalkun tiivistäminen pienentää riskejä, ja valtuutetaan se keskusvastapuolessa määrittämättömien OTC-johdannaissopimusten osalta. Delegoidun asetuksen johdanto-osan 30 kappaleessa todetaan lisäksi seuraavaa: ”*Myös salkkujen tiivistäminen voi olla tehokas väline riskienpienentämistarkoituksissa riippuen olosuhteista, kuten vastapuolen kanssa hoidettavan salkun koko ja OTC-johdannaissopimusten voimassaoloaika, tarkoitus ja standardoinnin aste. Finanssialalla toimivilla vastapuolilla ja finanssialan ulkopuolisilla vastapuolilla, joilla on tässä asetuksessa määritetyn tason ylittävä OTC-johdannaissopimusten salkku, jota keskusvastapuoli ei ole määrittänyt, olisi oltava käytössään menettelyt analysoidakseen mahdollisuutta käyttää salkkujen tiivistämispalvelua vähentääkseen vastapuoliluottoriskiään.*”

Toiseksi EAMV toteaa, että sijoitussalkun sijoituspainotusten muutoksen tavoitteena on vähentää salkkujen sisäistä epätasapainoa, joka johtuu siitä, ettei määritettyjen kauppojen luottoriskejä voi nettouttaa erilaisten määrityskelvottomien omaisuuserien kahdenvälisiä kauppoja vastaan. Sijoituspainotusten muutos perustuu silloin uusien OTC-johdannaissopimusten tekemiseen vastapuoliriskin vähentämiseksi pienentämällä tiettyä kahden vastapuolen välillä tunnistettua riskiä (korko- tai valuuttariskejä) ilman, että perustana olevassa salkussa olevia kauppoja muutetaan. Markkinatoimijat pitävät tätä keinona vähentää järjestelmäriskiä pienentämällä markkinoiden kokonaisriskiä vastapuolten välillä.

---

10 FR09/2015, 28.1.2015, s. 13, FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives (iosco.org).

11 Komission delegoitu asetus (EU) N:o 149/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 täydentämisestä epäsuoria määritysmenettelyjä, määritysvelvollisuutta, julkista rekisteriä, markkinapaikkaan pääsyä, finanssialan ulkopuolisia vastapuolia ja sellaisiin OTC-johdannaissopimuksiin sovellettavia riskienpienentämistekniikoita, joita ei määritetä keskusvastapuolessa, koskevien teknisten sääntelystandardien osalta (EUVL L 52, 23.2.2013, s. 11).

Kummankin palvelun kyky vähentää riskejä on kuitenkin joiltain osin rajallinen. Sijoituspainotusten muutokset eivät välttämättä vähennä operatiivisia riskejä, koska tehdyt uudet OTC-johdannaissopimukset (jotka voivat olla vapautuksen nojalla kahdenvälisiä) voivat luoda uusia operatiivisia riskejä. Lisäksi vaikka tavallisten OTC-johdannaisten käyttö kauppojen korvaamiseen tai muuttamiseen monimutkaisempien johdannaisten sijaan vähentäisi määrittämättömiin kauppoihin liittyvää riskiä salkun sijoituspainotuksia muutettaessa, kyseinen OTC-johdannaisten osuus ei olisi keskusvastapuolten hallinnoima, mikä voisi kasvattaa yhdistettyyn järjestelmään liittyvää riskiä. Jos tällaiset OTC-johdannaiset vapautetaan määritysvelvollisuudesta, ne eivät hyötyisi keskusvastapuolimäärityksen tarjoamasta riskienhallinnasta. Tämä voisi kasvattaa keskusvastapuolessa määritettyihin sekä määrittämättömiin kauppoihin liittyvää kokonaisriskiä yhdistetyssä järjestelmässä, vaikka sijoituspainotusten muutos olisi jossain määrin vähentänyt määrittämättömiin kauppoihin liittyvää riskiä.

EAMV:n antamista tiedoista käy ilmi sijoitussalkun tiivistämiseen ja sijoituspainotusten muutokseen liittyvien palvelujen yleinen käyttö alalla. EAMV:n raportissa ei kuitenkaan ole määrällistä tietoa riskien (vastapuoliluottoriski ja operatiivinen riski) pienentämisestä kyseisten palvelujen avulla. Arviointi perustuu pikemminkin perinpohjaiseen teoreettiseen arviointiin kuin empiiriseen tietoon, jonka avulla voitaisiin tehdä kokonaisvaltaisempi analyysi ja havaita riskin mahdolliset muutokset. On kuitenkin todettava, että tällainen arviointi ei ole helppoa, koska vapautus ei ole vielä käytössä, mutta EAMV:n raportin liitteessä mainittujen kolmansissa maissa käytettävien samankaltaisten vapautusten määrällinen arviointi voisi tuoda lisävalaistusta asiaan. Vaikka sijoituspainotusten muutos pienentää riskiä sijoitussalkkujen sisällä, näyttää siltä, että riskin yleistä pienentymistä on vaikea arvioida systeemisestä näkökulmasta. EAMV on tehnyt perusteellisen teoreettisen analyysin mahdollisista ongelmista ja antanut jonkin verran tietoa näiden palvelujen käytöstä. Siitä huolimatta ei ole (vielä) riittävän selvää, että hyödyt, joita kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista seuraavien transaktioiden vapauttaminen määritysvelvollisuudesta tuottaisi, olisivat painavampia kuin mahdolliset riskit.

b. Mahdollisuudet määritysvelvollisuuden kiertämiseen

EMIR-asetuksen 85 artiklan 3 kohdan c alakohdan mukaan komission kertomuksessa on tarkasteltava, voiko vapautus kaupan jälkeisiin riskinvähennyspalveluihin liittyvästä määritysvelvollisuudesta johtaa määritysvelvollisuuden kiertämiseen.

EAMV huomauttaa yhtäältä, että kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut välttävät nykyään määritysvelvollisuuden varmistamalla, etteivät niistä seuraavat kaupat kuulu sellaisten OTC-johdannaisten ryhmään, joihin määritysvelvollisuutta sovelletaan. Esimerkkinä mainitaan monimutkaisten swaptioiden käyttö tavallisten johdannaisten sijaan. Jos tällaiset kaupan jälkeisiin riskinvähennyspalveluihin pohjautuvat johdannaiset vapautetaan määritysvelvollisuudesta tulevaisuudessa, kaupan jälkeisiin riskinvähennyspalveluihin osallistuvat vastapuolet voivat käyttää näitä yksinkertaisempia, vakioidumpia instrumentteja. EAMV pitää epätodennäköisenä,

että vapautus johtaisi määritysvelvollisuuden kiertämiseen, sillä tällaisia johdannaissopimuksia ei olisi tehty ilman vapautusta. Ainoastaan vapautus mahdollistaisi niiden käytön kaupan jälkeiseen riskinvähennykseen muissa kuin keskusvastapuolessa määritetyissä kaupoissa. EAMV pitää tällaisia johdannaistransaktioita pelkästään ”hallinnollisina”. Niitä ei olisi tehty mistään muusta syystä. EAMV:n mukaan vapautus ei kannustaisi markkinatoimijoita käyttämään tätä menetelmää keinona keskusvastapuolimäärityksen välttämiseen, sillä se ei vaikuttaisi tavanomaisesta kaupankäyntitoiminnasta seuraaviin OTC-johdannaissopimuksiin, joihin sovelletaan määritysvelvollisuutta.

Toisaalta eräät sidosryhmät huomauttavat, että vapautus määritysvelvollisuudesta avaisi huomattavia mahdollisuuksia suotuisimman sääntelyn hyväksikäyttöön ja ”ovelaan” kaupankäyntiin, jossa määritetyissä salkuissa olevista OTC-johdannaisista tehtäisiin määrittämättömiä poistamalla ne kyseisistä salkuista. Tämä voisi toimia kannustimena määritysvelvollisuuden kiertämiseen ja johtaa pikemminkin riskin lisääntymiseen kuin vähenemiseen.

EAMV suosittaa, että määritysvelvollisuudesta vapauttamista varten laaditaan edellytykset, jotta vältetään määritysvelvollisuuden kiertäminen. Tällaisilla edellytyksillä voitaisiin rajoittaa vapautus tiettyihin OTC-johdannaisiin, esimerkiksi vanhoihin sopimuksiin, tai tiettyihin kaupan jälkeisiin riskinvähennyspalveluihin. EAMV ehdottaa myös eräiden kaupan jälkeisiä riskinvähennyspalveluja koskevien vaatimusten käyttöönottoa: tällaisten palvelujen tulisi esimerkiksi olla markkinariskiltään neutraaleja, vähentää kahdenvälistä riskiä salkussa, johon ne on kirjattu, ja olla riippumattoman palveluntarjoajan toteuttamia.

Vaikka EAMV:n ehdottamat määritysvelvollisuudesta vapauttamista koskevat vaatimukset ja edellytykset voivat rajoittaa mahdollisuuksia kiertää määritysvelvollisuutta vapautuksen avulla, asiaa on syytä analysoida tarkemmin. Keskusvastapuolessa määritettyjen sekä määrittämättömien kauppojen välinen suhde muuttuisi etenkin silloin, jos määritysvelvollisuudesta vapauttamisesta hyötyvät sijoituspainotusten muutospalvelut kattaisivat hajautetut (keskusvastapuolessa määritettyjä sekä määrittämättömiä) OTC-johdannaisia sisältävät salkut ja jos määrittämättömiin salkkuihin liittyviä kaupan jälkeisiä riskinvähennyspalveluja yhdistettäisiin transaktioihin, joilla riski siirrettäisiin keskusvastapuolelle (ks. 3 kohdan loppuosa). Tämä muuttaisi myös sitä, että keskusvastapuolessa määritettyihin sekä määrittämättömiin kauppoihin olisi käytettävä erilaisia riskienpienentämisvälineitä.

Lisäksi olisi harkittava tarkemman analyysin tekemistä mahdollisista likviditeetin siirroista keskusvastapuolessa määritetyistä salkuista määrittämättömiin salkkuihin.

c. Mahdollisuudet keskusvastapuolimääritykseen liittyvien pidäkkeiden syntymiseen

Markkinat ovat jakaantuneet sen suhteen, voiko kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista seuraavan kaupan vapauttaminen määritysvelvollisuudesta

johtaa keskusvastapuolimääritykseen liittyvien pidäkkeiden syntymiseen. EAMV toteaa, ettei mahdollisten määritysvelvollisuuteen liittyvien pidäkkeiden syntymisestä ole todisteita. Tätä on kuitenkin seurattava tarkasti, jotta varmistetaan, että jos tällaisia pidäkkeitä syntyy, niihin voidaan puuttua lisäsääntelyllä ja/tai valvontatoimilla.

Jos vapautus määritysvelvollisuudesta on tulevaisuudessa pääoma- ja vakuuskustannusten osalta edullisempi vaihtoehto kahdenvälisten kauppojen suojaamiseksi, tämä voi luoda pidäkkeen keskusvastapuolimääritykselle. Tällaisessa tilanteessa pelkkä kahdenvälinen määritys voisi olla pääoma- ja vakuuskustannusten osalta sitä kannattavampaa taloudellisesti, mitä suurempi nettoutusryhmä on kyseessä.

Vapaaehtoinen keskusvastapuolimääritys osoittaa, ettei tämä mahdollinen pidäke häviä kokonaan. On varsin ilmeistä, että vastapuolet, jotka eivät tee keskusvastapuolimääritystä OTC-johdannaiselle, vaikka se olisi mahdollista, tekevät tällaisen päätöksen siksi, että kahdenvälinen määritys on niille taloudellisesti järkevää. Myös mahdollinen likviditeetin väheneminen olisi pidäkkeenä keskusvastapuolimääritykseen osallistumiselle.

On epävarmaa, miten kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut vaikuttavat mahdollisten määritykseen liittyvien pidäkkeiden syntymiseen. Sidosryhmien erilaiset näkemykset sekä EAMV:n raportti huomioon ottaen on todettava, että EAMV:n olisi hyvä analysoida tarkemmin erityisesti vaikutuksia keskusvastapuolimäärityksen kannustimiin, jotka vahvistuvat keskusvastapuolessa määritettyjen salkkujen likviditeetin lisääntyessä.

5. Päätelmät

Lainsäätäjät valitsivat EMIR-asetukseen G20-ryhmän sitoumusten keskeisenä osana olevan keskusvastapuolimäärityksen, jonka on tarkoitus olla määritysvelvollisuuden piiriin kuuluvien tavallisten OTC-johdannaisten ensisijainen riskienpienennysväline. Määritysvelvollisuuden piiriin kuulumattomien muiden OTC-johdannaisten osalta olisi käytettävä muita riskienpienennystekniikoita, jotka eivät ole yhtä laajalle ulottuvia. Sekä keskusvastapuolimääritys että kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut ovat omalla alallaan onnistuneita. Tietyt OTC-johdannaiset tulisi yleisesti ottaen vapauttaa määritysvelvollisuudesta vain, kun vapautuksen myöntämisen riskit ovat pienempiä kuin nykytilanteen säilyttämisen riskit.

EAMV on tehnyt yhteistyössä EJRK:n kanssa laajan ja perusteellisen analyysin kaupan jälkeisistä riskinvähennyspalveluista. Tärkeitä kysymyksiä on kuitenkin jäänyt avoimeksi. Etenkin eräät raportin näkökohdat edellyttävät tarkempaa määrällistä arviointia ja analysointia, jotta komissio voi tehdä laajempaan tietoon perustuvan päätöksen mahdollisesta ehdotuksesta lainsäädännön muuttamiseksi.

Erityisesti seuraavia seikkoja on tarkasteltava edelleen:

- kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen määrittely, esimerkiksi miten erityyppiset kaupan jälkeiset riskinvähennyspalvelut voitaisiin määritellä nykyistä konkreettisemmin
- mahdolliset yhteydet kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen ja niiden yhdistetystä käytöstä tässä kertomuksessa esitettyihin seikkoihin aiheutuvan vaikutuksen välillä
- määritysvelvollisuuden kiertämisriskin olennaisuus, erityisesti mahdolliset markkinakäytännöt, joita voidaan käyttää velvollisuuden kiertämiseen
- mahdolliset edellytykset, jotka rajoittavat mahdollisen määritysvelvollisuudesta vapautuksen väärinkäytön riskiä
- keskusvastapuolimäärityksen kannustimet, ottaen huomioon mahdollinen vapautus määritysvelvollisuudesta
- arviointi mahdollisista likviditeetin siirroista keskusvastapuolessa määritetyistä salkuista määrittämättömiin salkkuihin.

Edellä mainittujen seikkojen edelleenkäsittely, erityisesti kaupan jälkeisten riskinvähennyspalvelujen määrittely ja määrällisten lisätodisteiden kerääminen, antaisi mahdollisuuden arvioida näitä seikkoja laajemmin ja monipuolisemmin. Tätä voitaisiin hyödyntää EMIR-asetusta koskevassa yleiskertomuksessa, joka on annettava Euroopan parlamentille ja neuvostolle viimeistään 18. kesäkuuta 2024[12].

[12] OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä 4 päivänä heinäkuuta 2012 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 85 artiklan 1 kohta.