EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 3.2.2015
COM(2015) 39 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 85 artiklan 2 kohdan mukaisesta arvionnista, joka koskee keskusvastapuolten edistymistä sellaisten teknisten ratkaisujen kehittämisessä, joiden avulla eläkejärjestelmät voivat siirtää muita kuin käteisvakuuksia marginaalivakuuksiksi, sekä tällaisten ratkaisujen kehittämiseen liittyviä keskusvastapuolten toimia ja niitä tukevien toimenpiteiden tarvetta

1. JOHDANTO

OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä annettu asetus (EU) N:o 648/2012 (Euroopan markkinarakenneasetus), joka julkaistiin Euroopan unionin virallisessa lehdessä 27. heinäkuuta 2012, tuli voimaan 16. elokuuta 2012.

Standardoidut OTC-johdannaiset (johdannaiset, jotka täyttävät ennalta asetetut vaatimukset, muun muassa hyvää likviditeettiä koskevan vaatimuksen) kuuluvat markkinarakenneasetuksen mukaan pakollisen keskusvastapuolimäärityksen piiriin, jolloin ne on määritettävä keskusvastapuolten välityksellä.

Keskusvastapuolet ovat yhteisöjä, jotka asettuvat kaupan osapuolten väliin eli ”ostajaksi kullekin myyjälle” ja ”myyjäksi kullekin ostajalle”. Koska keskusvastapuoli on jokaisen position vastapuoli, siihen kohdistuu vastapuoliluottoriski, koska jokin sen vastapuolista voi laiminlyödä maksunsa.

Sen vuoksi käyttöön otetaan turvaavasti ja tiheästi laskettavat vakuusvaatimukset, joiden avulla katetaan mahdolliset maksukyvyttömyydestä johtuvat tappiot. Tällä tavoin keskusvastapuolet on suunniteltu kestämään määritysosapuolen tai asiakkaan maksukyvyttömyyttä. Vaatiessaan marginaalivakuuksia keskusvastapuolet hyväksyvät ainoastaan hyvin likvidejä varoja, yleensä käteisvaroja, jotta vakuudet voidaan realisoida nopeasti maksukyvyttömyystapauksessa.

Monissa jäsenvaltioissa eläkejärjestelmät[i] toimivat aktiivisesti OTC-johdannaismarkkinoilla. Yleensä ne kuitenkin minimoivat käteispositionsa ja sijoittavat arvopapereiden kaltaisiin tuottoisampiin kohteisiin varmistaakseen korkeat tuotot edunsaajilleen eli eläkeläisille. Koska keskusvastapuolet eivät voi hyväksyä marginaalivakuuksiksi muita kuin käteisvaroja, eläkejärjestelmien täytyisi hankkia käteisvaroja lyhyellä aikavälillä joko lainaamalla käteistä tai myymällä muita varoja täyttääkseen keskusvastapuolten vakuusvaatimukset. Tilanne ei ole nykyään tällainen kahdenvälisissä suhteissa, joissa eläkejärjestelmät voivat antaa vastapuolilleen vakuudeksi muita kuin käteisvaroja, jos vakuuksia vaaditaan. Tällainen kassavarannon ylläpito aiheuttaa eläkejärjestelmille suuria vaihtoehtokustannuksia, koska käteisvakuudet eivät tuota paljon korkoa. Sen vuoksi keskusvastapuolimäärityksen kustannukset vähentävät viime kädessä eläkkeensaajien eläketuloja, jos eläkejärjestelmien on täytettävä marginaalivakuusvaatimukset käteisvaroilla.

Edellä esitetyistä syistä komissio, neuvosto ja parlamentti sopivat aiemmin, että eläkejärjestelmät vapautetaan kolmen vuoden ajaksi määritysvelvollisuudesta, jos ne täyttävät tietyt markkinarakenneasetuksen 89 artiklan 1 kohdassa säädetyt kriteerit[ii]. Vapautusta voidaan pidentää enintään kolmella vuodella. Siirtymäkautta koskevilla asetuksen säännöksillä pyritään siihen, että keskusvastapuolet saavat enemmän aikaa kehittää teknisiä ratkaisuja, jotka antavat mahdollisuuden täyttää marginaalivakuusvaatimukset muilla kuin käteisvaroilla.

2. KERTOMUKSEN TARKOITUS

Tämän kertomuksen tavoitteena on arvioida markkinarakenneasetuksen 85 artiklan 2 kohdan mukaisesti toimia, joita keskusvastapuolet ovat toteuttaneet kehittääkseen teknisiä ratkaisuja, joiden avulla eläkejärjestelmät voivat siirtää muita kuin käteisvakuuksia marginaalivakuuksiksi, sekä kyseisten toimien edistymistä ja tällaisia ratkaisuja tukevien lisätoimien tarvetta.

Asetuksen 85 artiklan 2 kohdassa säädetään, että jos komissio katsoo, etteivät keskusvastapuolet ole ryhtyneet tarpeellisiin toimiin kehittääkseen tarkoituksenmukaisia teknisiä ratkaisuja ja että johdannaissopimusten keskusvastapuolimäärityksen kielteiset vaikutukset tulevien eläkeläisten eläke-etuuksiin eivät ole muuttuneet, sillä on toimivalta antaa 82 artiklan mukaisesti delegoituja säädöksiä, joilla 89 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua kolmen vuoden ajanjaksoa pidennetään ensimmäisen kerran kahdella vuodella ja toisen kerran yhdellä lisävuodella.

Voidakseen tehdä kattavan arvion nykytilanteesta komissio tilasi peruskartoituksen, jossa tutkittiin, olivatko keskusvastapuolet toteuttaneet toimia kehittääkseen tarkoituksenmukaisia teknisiä ratkaisuja, joiden avulla eläkejärjestelmät voisivat siirtää muita kuin käteisvakuuksia marginaalivakuuksiksi. Peruskartoituksessa analysoitiin myös mahdollisia ratkaisuvaihtoehtoja. Lisäksi siinä selvitettiin, mitä vaikutuksia vapautuksen poistamisella olisi ratkaisujen puuttuessa, ja laskettiin, miten paljon eläkejärjestelmien edunsaajina olevat eläkeläiset menettäisivät eläketuloja[iii].

Laatiessaan tätä kertomusta Euroopan komissio on kuullut Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaista ja Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaista markkinarakenneasetuksen 85 artiklan 2 kohdan mukaisesti.

3. KESKUSVASTAPUOLTEN TOTEUTTAMAT TOIMET

3.1. ELÄKEJÄRJESTELMILLE TARJOTTAVA ”TAKAISINOSTOPALVELU”

Tässä vaiheessa vain yksi keskusvastapuoli on osoittanut panostaneensa sellaisen ratkaisun kehittämiseen, joka antaisi mahdollisuuden täyttää marginaalivakuusvaatimukset muilla kuin käteisvaroilla.

Kyseinen keskusvastapuoli kehittää aktiivisesti palvelua (jäljempänä ”eläkejärjestelmille tarjottava takaisinostopalvelu”[iv]), jolla pyritään vastaamaan eläkejärjestelmien tarpeisiin käyttää muita kuin käteisvaroja täyttämään marginaalivakuusvaatimukset.

Ehdotetussa palvelussa rajallinen määrä muita markkinatoimijoita kuin välittäjiä (eläkejärjestelmät mukaan luettuina) voivat tulla palveluun kuuluvan takaisinostotransaktioiden kaupankäynti- ja määrityspalvelun jäseniksi. Takaisinostotransaktiossa yksi osapuoli myy omaisuuserän (yleensä kiinteätuottoisia arvopapereita) toiselle osapuolelle ja sitoutuu ostamaan omaisuuserän määrättynä päivänä takaisin sovittuun hintaan. Omaisuuserä toimii vakuutena ja vähentää vastapuoliluottoriskiä, joka ostajalla on myyjään nähden. Sen vuoksi takaisinostosopimukset tarjoavat keinon, jolla eläkejärjestelmät voivat muuntaa olemassa olevat omaisuuseränsä käteisvaroiksi, joita keskusvastapuolet vaativat täyttämään marginaalivakuusvaatimukset, sekä säilyttää samalla varojen omistuksen ja ennen kaikkea niiden sijoitustuotot pitkällä aikavälillä. Ehdotetussa takaisinostopalvelussa eläkejärjestelmät toteuttavat takaisinostotransaktioita kaupankäyntipalvelun muiden markkinatoimijoiden kanssa käyttämällä arvopapereita, jotka kuuluvat niiden tavanomaisiin sijoituksiin. Transaktiot toteutetaan keskusvastapuolen takaisinostokauppapaikalla ja määritetään automaattisesti sen määrityspalvelun välityksellä. Takaisinostotransaktioista saadut käteisvarat voidaan sen jälkeen siirtää keskusvastapuolelle täyttämään sen marginaalivakuusvaatimukset. Varsinaiset takaisinostosopimukset määritetään keskusvastapuolen välityksellä, jolloin keskusvastapuoli vähentää kuhunkin transaktioon liittyvää eläkejärjestelmän vastapuoliluottoriskiä.

Palvelun ansiosta eläkejärjestelmät voivat toteuttaa takaisinostoja, positioiden hallinta keskitetään keskusvastapuoleen ja takaisinostotransaktioihin liittyvää jäljelle jäävää kahdenvälistä vastapuoliluottoriskiä vähennetään toimimalla keskusvastapuolen eikä takaisinostosopimuksen vastapuolen kanssa.

Koska eläkejärjestelmille tarjottavan takaisinostopalvelun kehittäminen on vielä kesken, ratkaistavana on edelleen joitakin tärkeitä kysymyksiä, jotka liittyvät palvelun toteutettavuuteen. Kuten jäljempänä jaksossa 4.3 selitetään, epäilyksenä on, että kahdenvälisten takaisinostosopimusten markkinoiden kapasiteetti ei riitä varmistamaan, että eläkejärjestelmät voivat hankkia keskusvastapuolten vaatimiin marginaalivakuuksiin tarvitsemansa käteisvarat kireissä markkinatilanteissa. Sen vuoksi on aiheellista kysyä, kehittyvätkö määritettyjen takaisinostosopimusten markkinat siinä määrin, että ne voivat tarjota eläkejärjestelmien tarvitsemaa lisäkapasiteettia. Pankit, jotka tarjoavat likviditeettiä takaisinostosopimusten välityksellä, kykenevät poistamaan transaktioistaan kahdenvälisiä riskejä toimimalla keskusvastapuolen kanssa, mikä voi alentaa pääomavaatimuksia ja kannustaa siten takaisinostotoimintaan. Takaisinostomarkkinoiden kehitykseen voivat kuitenkin vaikuttaa lyhyellä ja pitkällä aikavälillä muut sääntelytekijät, kuten Basel III -säännöstöön liittyvät sääntelyaloitteet, ehdotettu EU:n finanssitransaktiovero sekä mahdolliset varojen pakollista aliarvostusta koskevat periaatteet, jotka pohjautuisivat finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän väliraporttiin arvopapereiden lainaksiannosta ja takaisinostosopimuksista. On mahdollista, että

takaisinostomarkkinat eivät tämän kehityksen vuoksi enää houkuttele likviditeetin tarjoajia yhtä paljon kuin ennen, mikä voi johtaa niiden kaventumiseen.

Kyseenalaista on myös, voivatko kaikki eläkejärjestelmät, joiden on vaikea täyttää marginaalivakuusvaatimuksia, tai edes valtaosa niistä käyttää tällaista palvelua. Syy tähän on se, että palvelun osallistujien on päästäkseen käyttämään keskusvastapuolen palveluja tehtävä erityinen määritysosapuolia koskeva sopimus, joka velvoittaisi eläkejärjestelmät suorittamaan maksuja erityiseen maksukyvyttömyysrahastoon. Rahastoa ei käytettäisi kattamaan muiden määritysosapuolten tappioita kuten tavanomaisissa jäsenyyssopimuksissa, vaan sillä katettaisiin ainoastaan eläkejärjestelmän omasta mahdollisesta maksukyvyttömyydestä johtuvia suoria tappioita. Sen vuoksi eläkejärjestelmä ei altistuisi muiden määritysosapuolten maksukyvyttömyydestä johtuville tappioille. Eläkejärjestelmien olisi kuitenkin sitouduttava antamaan ennakolta lisävakuuksia, mitä kaikki eläkejärjestelmät ja niiden hoitajat tai omaisuudenhoitajat eivät välttämättä hyväksy.

Tässä kehitysvaiheessa ei tiedetä myöskään, mitä kustannuksia takaisinostopalvelu aiheuttaisi eläkejärjestelmille. On mahdollista, että määritettyjen takaisinostotransaktioiden toteuttamisesta aiheutuisi enemmän kustannuksia kuin kahdenvälisten takaisinostotransaktioiden toteuttamisesta. Tämä johtuu siitä, että eläkejärjestelmät joutuisivat ylläpitämään edellä kuvatulla tavalla maksukyvyttömyysrahastoa, sekä transaktioihin liittyvistä määritysmaksuista. Eläkejärjestelmille aiheutuisi myös täytäntöönpanokustannuksia, koska ne joutuisivat luomaan toimintayhteydet palveluun ja tekemään oikeudellisia sopimuksia.

Takaisinostopalvelun kehittäminen on vielä kesken. Palvelun alkamisajankohdaksi on suunniteltu vuoden 2015 alkupuoliskoa. Komissio jatkaa yhteydenpitoa kyseisen keskusvastapuolen ja eläkejärjestelmien kanssa, kun palvelu tuodaan markkinoille, voidakseen arvioida sen kykyä palvella eläkejärjestelmien tarpeita.

Lisäksi komissio on kiinnostunut tutkimaan muiden keskusvastapuolten kykyä kehittää vastaavia palveluja.

Koska ehdotettua palvelua ei ole vielä käynnistetty, komissio on tarkastellut muita mahdollisia teknisiä ratkaisuja selvittääkseen, onko olemassa muita toimenpiteitä, joita keskusvastapuolet voisivat toteuttaa tarjotakseen eläkejärjestelmille mahdollisuuden täyttää marginaalivakuusvaatimukset muilla kuin käteisvaroilla. Tällaisia ratkaisuja käsitellään jäljempänä. Kunkin vaihtoehdon toteutettavuutta arvioidaan ottamalla huomioon vaihtoehtoon liittyvät oikeudelliset, kaupalliset, poliittiset ja käytännön esteet sekä siihen liittyvät riskit ja eläkejärjestelmille todennäköisesti aiheutuvat kustannukset.

Peruskartoituksessa tutkittiin myös, voisiko keskusvastapuoli-infrastruktuurin ulkopuolelta löytyä vaihtoehtoisia ratkaisuja, joiden avulla eläkejärjestelmät voisivat käyttää keskusvastapuolimäärityksiä ilman niiden kielteisiä vaikutuksia eläketuloihin.

Näitä vaihtoehtoisia ratkaisuja ja niiden toteuttamiskelpoisuutta käsitellään seuraavassa.

Teknisten tai vaihtoehtoisten ratkaisujen riskejä punnittaessa on luonnollisesti otettava huomioon keskusvastapuolimäärityksen järjestelmäriskiä vähentävän vaikutuksen suuruus.

3.2. MAHDOLLISET RATKAISUVAIHTOEHDOT

i) Keskusvastapuolten toteuttama vakuuksien muuntaminen

Tässä vaihtoehdossa keskusvastapuolet tarjoavat eläkejärjestelmille takaisinostopalvelua, jossa keskusvastapuoli on takaisinostotransaktion pääasiallinen vastapuoli, joka tarjoaa eläkejärjestelmälle rahaa arvopapereiden vastineeksi. Siinä mielessä ydinajatus on sama kuin edellä kuvatussa takaisinostopalvelussa, jota edellä tarkoitettu keskusvastapuoli kehittää parhaillaan eläkejärjestelmiä varten. Tässä vaihtoehdossa ei kuitenkaan oleteta, että keskusvastapuoli kykenee tarjoamaan takaisinostoja varten organisoidun kauppapaikan ja siihen liittyvän määrityspalvelun.

Keskusvastapuolen on samanaikaisesti suoritettava back-to-back-takaisinostotransaktio kolmannen osapuolen kanssa hankkiakseen käteisvarat. Tämä kolmas osapuoli on joko takaisinostomarkkinoiden välittäjäpankki tai keskuspankki.

On kyseenalaista, voiko keskuspankki hyväksyä järjestelyn, jossa se on ainoa likviditeetin tarjoaja takaisinostotransaktioissa, minkä vuoksi tässä yhteydessä ehdotetaan ratkaisua, jossa keskusvastapuoli käyttää ”normaaleissa” olosuhteissa liikepankkeja ja turvautuu keskuspankkeihin ainoastaan epäsuotuisissa markkinaskenaarioissa.

Kaikilla keskusvastapuolilla ei ole nykyään automaattista pääsyä keskuspankkien tarjoamiin järjestelyihin. Tietyillä EU:n keskusvastapuolilla on mahdollisuus saada päivänsisäistä luottoa ja tietyin edellytyksin yön yli -luottoa. Tällainen mahdollisuus ei välttämättä riitä sellaisen takaisinostoihin perustavan standardijärjestelyn käyttöönottoon, jolla vakuudet voidaan muuntaa. Sen käyttöönotto edellyttää ainakin, että keskusvastapuolilla on mahdollisuus käyttää yön yli -järjestelyjä tai jopa pidemmän maturiteetin luottotoimia, jotta lyhytaikaisia takaisinostosopimuksia ei jouduttaisi uudistamaan päivittäin. Tämä merkitsisi keskusvastapuolten ja keskuspankkien välisen käytännön muuttamista, jota keskuspankkien ja niiden sidosryhmien olisi harkittava huolellisesti.

Tässä vaihtoehdossa keskusvastapuolten on otettava suurempi riski takaisinostotransaktioiden volyymin vuoksi, jolloin ne altistuvat vastapuoli- ja markkinariskille. Tämä kasvattaa puolestaan keskusvastapuoliin liittyvää järjestelmäriskiä.

Muita esteitä ovat keskusvastapuolten tarve investoida tarvitsemaansa kaupankäynti- ja kassanhallintakapasiteettiin, sekä operatiiviset ja oikeudelliset muutokset etenkin keskusvastapuolten maksukyvyttömyysmenettelyissä, sillä takaisinostotransaktiot maksukyvyttömän määritysosapuolen kanssa voidaan joutua realisoimaan samanaikaisesti kyseisten OTC-johdannaissalkkujen kanssa.

ii) Käteisvaroihin kuulumattomien varojen suora hyväksyminen ja siirtäminen marginaalivakuuksien vastaanottajille

Tässä vaihtoehdossa keskusvastapuoli antaa eläkejärjestelmille luvan asettaa ja vastaanottaa marginaalivakuuksia muussa muodossa kuin käteisvaroina, esimerkiksi valtion joukkolainoina, jotka ovat jo niiden hallussa. Sen jälkeen varat siirretään transaktion vastapuolelle, jolla on plusoptio.

Tällöin keskusvastapuolen on tarjottava määritykseen kahdenlaisia tuotteita, joilla on samat taloudelliset perusehdot, eli tuotteita, joissa marginaalivakuudet maksetaan ja saadaan käteisvaroina, ja tuotteita, joissa marginaalivakuudet asetetaan ja saadaan tiettyinä vakuuskelpoisina arvopapereina. Tämä vähentää markkinalikviditeettiä, mikä todennäköisesti kasvattaa osto- ja myyntihintojen välisiä eroja ja heikentää maksukyvyttömän osallistujan positioiden siirtämisen ja realisoinnin joustavuutta keskusvastapuolessa. Vakuusvaatimuksia ei voida myöskään nettouttaa näiden kahden tuotteen välillä.

Oikea-aikainen suoritus on toinen pääasiallinen este tämän vaihtoehdon toimivuudelle. Osallistujien, jotka asettavat muina kuin käteisvaroina olevia marginaalivakuuksia, on voitava siirtää arvopaperit keskusvastapuolen nimiin samana päivänä, jona vakuus vaaditaan. Tätä on kuitenkin vaikea toteuttaa käytännössä, koska samana päivänä tapahtuva suoritus ei ole nykyään vakiokäytäntönä arvopaperikeskuksissa. Toinen ongelma on se, että arvopapereita voidaan vaihtaa ainoastaan siirtokelpoisina yksikköinä. Koska keskusvastapuoli laskee maksettavat tai saatavat marginaalivakuusmäärät raha-arvoina, sen on vahvistettava markkinakäytäntö, jonka mukaan kyseiset arvot muunnetaan toimituskelpoiseksi määräksi mitä tahansa arvopaperia, jonka marginaalivakuuden maksaja päättää asettaa vakuudeksi. Tämä johtaa pyöristämiseroihin ja käteissuoritusten oikaisuihin keskusvastapuolen ja määritysosapuolten välillä.

Lisäksi keskusvastapuolille, määritysosapuolille, säilytysyhteisöille, omaisuudenhoitajille ja eläkejärjestelmille aiheutuu useiden miljoonien eurojen lisäkustannukset, kun ne joutuvat hankkimaan tällaiseen ratkaisuun tarvittavaa toimintakapasiteettia.

Laillisuuden kannalta on myös kyseenalaista, täyttääkö marginaalivakuuden vastaanottajalle tehtävä arvopapereiden siirto joidenkin eläkejärjestelmien vaatimukset, joiden mukaan varojen on säilyttävä niiden omassa määräysvallassa.

iii) Käteisvaroihin kuulumattomien varojen hyväksyminen ja vakuusoikeuden siirtäminen marginaalivakuuksien saajille

Tässä vaihtoehdossa keskusvastapuoli antaa eläkejärjestelmille kuten vaihtoehdossa ii mahdollisuuden asettaa arvopapereiden muodossa olevia marginaalivakuuksia.

Keskusvastapuoli ei kuitenkaan siirrä vakuudeksi asetettuja arvopapereita vastapuolille, joiden on määrä saada kyseiset marginaalivakuudet, vaan luo vakuudeksi asetettuihin arvopapereihin liittyvän vakuusoikeuden marginaalivakuuden saajan hyväksi.

Tässä ratkaisussa varoja, joilla marginaalivakuusvaatimukset täytetään, ei siirretä marginaalivakuuden saajalle, joten sopimukseen liittyvä riski ei varsinaisesti muutu. On ainoastaan oikeusvaade, jonka arvo vaihtelee eri aikoina. Maksukyvyttömyystapauksessa vaateen tarkkaa arvoa ei tiedetä ennen sen realisointia. Tämän lisäriskin vuoksi sopimus on hinnoiteltava eri tavalla, minkä vuoksi se on kalliimpi kuin tavanomaiset sopimukset, jotka suoritetaan käteisellä. Tämä johtaa jälleen kerran kahdentyyppisiin määritettyihin tuotteisiin, joista eläkejärjestelmille räätälöityyn tuotetyyppiin liittyy vähemmän likviditeettiä.

Tämän ratkaisun ongelmana on myös oikeudellinen riski, sillä vakuusoikeuksien kansalliset oikeudelliset kehykset saattavat poiketa toisistaan EU:ssa. Tämä voi aiheuttaa oikeudellista epävarmuutta siitä, mitä maksukyvyttömyystilanteessa tapahtuu.

iv) Neljän osapuolen vakuus marginaalivakuusoikeudelle

Tämä vaihtoehto on edellisen ratkaisun muunnos, jossa säilytysyhteisö säilyttää arvopapereita kyseisen yhteisön, eläkejärjestelmän, alkuperäisen transaktion vastapuolen ja keskusvastapuolen välisen sopimuksen mukaisesti.

Järjestely antaa eläkejärjestelmille mahdollisuuden asettaa marginaalivakuudeksi käteisvaroihin kuulumattomia varoja, jolloin niiden ei tarvitse muuntaa varojaan käteisvaroiksi. Vakuus annetaan sen sijaan vakuusoikeuden muodossa vastapuolen hyväksi. Eläkejärjestelmä ulkoistaa vakuutensa hallinnan säilytysyhteisölle kyseisten neljän osapuolen – eläkejärjestelmän, vastapuolen, keskusvastapuolen ja säilytysyhteisön – sopiman järjestelyn mukaisesti. Ratkaisu perustuu olemassa oleviin kolmen osapuolen välisiin vakuudenhallintapalveluihin.

Tähän ratkaisuun liittyy samoja haasteita kuin edelliseen ratkaisuun, koska siinäkään ei hoideta vastapuoliluottoriskiä, mikä on marginaalivakuuden tehtävän vastaista ja voi aiheuttaa ongelmia määritysosapuolille, vastapuolille ja sääntelyviranomaisille.

Tämäkin ratkaisu johtaa kahteen tuotetyyppiin, mikä aiheuttaa likviditeetti- ja nettoutusongelmia.

v) Määritysosapuolten toteuttama vakuuksien muuntaminen

Tämä ensimmäinen vaihtoehto keskusvastapuolessa toteutettavalle tekniselle ratkaisulle antaa eläkejärjestöille mahdollisuuden hankkia käteisvaroja toteuttamalla määritysosapuoltensa kanssa takaisinostotransaktioita keskusvastapuolen oman infrastruktuurin ulkopuolella.

OTC-johdannaisia määrittävien keskusvastapuolten määritysosapuolet kuuluvat yleensä pankkikonserneihin, jotka toimivat myös takaisinostomarkkinoilla. Sen vuoksi määritysosapuolilla näyttää olevan hyvät edellytykset tarjota asiakkainaan oleville eläkejärjestelmille takaisinostopalveluja tähän tarkoitukseen ilman, että ne joutuvat investoimaan uusiin liiketoimintoihin. Myös ulkopuoliset pankit voivat tarjota tällaista palvelua eläkejärjestelmille riippumatta niiden nimetyistä määrityksenvälittäjistä.

Toisaalta on mahdollista, ettei nykyisillä kahdenvälisten takaisinostosopimusten markkinoilla ole riittävästi kapasiteettia tarjota käteisvaroja, joita eläkejärjestelmät tarvitsevat marginaalivakuussitoumustensa täyttämiseen. Välittäjät eivät joka tapauksessa pysty takamaan takaisinostolimiittejä, ja ne voidaan poistaa stressikausina.

Peruskartoituksen tulosten perusteella (ks. erityisesti jakso 5.7.3) takaisinostomarkkinat eivät kuitenkaan pystyisi selviytymään sellaisten eläkejärjestelmien luomasta kokonaiskysynnästä, jotka haluavat täyttää marginaalivakuusvaatimuksensa kokonaan käteisvaroilla voimakkaan korkokehityksen vuoksi (esimerkiksi 100 peruspistettä). Näin ollen eläkejärjestelmät eivät saisi marginaalivakuuksiin tarvitsemaansa rahoitusta, jos ne turvautuisivat kahdenvälisten takaisinostosopimusten markkinoihin. Tällöin vakuusvaatimukset jäisivät maksamatta, ja eläkejärjestelmät joutuisivat maksukyvyttömyystilanteeseen, mikä aiheuttaisi kerrannaisvaikutuksia koko markkinoilla.

Tässä järjestelyssä eläkejärjestelmän määrityksenvälittäjä altistuu eläkejärjestelmän maksukyvyttömyyden seurauksille, koska se voi olla sopimusperusteisesti velvollinen täyttämään marginaalivakuusvaatimukset asiakkaanaan olevan eläkejärjestelmän puolesta. Määrityksenvälittäjät ovat yleensä ylimmän tason pankkeja, minkä vuoksi niistä aiheutuisi huomattava riski laajemmalle rahoitusjärjestelmälle.

vi) Arvopaperilainaus välittäjien avulla

Välittäjien avulla tapahtuvassa arvopaperilainauksessa eläkejärjestelmä lainaa arvopapereita omasta sijoitussalkustaan kolmansille osapuolille ja saa lainaksiottajalta vakuudeksi käteisvaroja, jotka voidaan käyttää marginaalivakuusvaatimusten täyttämiseen.

Monet eläkejärjestelmät käyttävät jo arvopaperilainausta vakiintuneiden toiminnallisten ja oikeudellisten järjestelyjen puitteissa. Niiden mahdollisuus antaa arvopapereita lainaksi riippuu kuitenkin muiden markkinatoimijoiden tarpeista lainata tarjottuja varoja tiettynä ajankohtana. Eläkejärjestelmät eivät voi vaikuttaa siihen, haluavatko vastapuolet todella lainata arvopapereita ja kuinka pitkäksi ajaksi ne niitä lainaavat. Sen vuoksi arvopaperilainausta ei voida pitää luotettavana rahoituslähteenä. Kuten edellä kuvatussa järjestelyssäkin arvopaperilainaus voi johtaa maksamattomiin vakuuksiin ja näin ollen myös eläkejärjestelmän määrityksenvälittäjän maksukyvyttömyyteen.

vii) Finanssialan ulkopuolisten yhteisöjen vakuudellinen luotonanto

Peruskartoituksessa todetaan, että monilla suurilla yrityksillä on nykyään suuria kassavarantoja, joista ne saattavat olla kiinnostuneita antamaan vakuudellista luottoa.

Tässä vaihtoehdossa eläkejärjestelmä lainaa arvopapereita takaisinostotransaktiossa ja saa yrityksiltä takaisinoston vakuutena käteisvaroja samalla tavoin kuin kohdassa v kuvatussa ratkaisuvaihtoehdossa.

Toistaiseksi ei ole olemassa vakiintuneita markkinoita, joilla yritykset antaisivat vakuudellista luottoa eläkejärjestelmille, joten vaikka yrityksillä olisi periaatteessa resursseja tarjota eläkejärjestelmille käteisvaroja keskusvastapuolten asettamien marginaalivakuusvaatimusten täyttämiseen, tällaisten markkinoiden kapasiteettia ja volatiliteettia on mahdotonta arvioida. Tämä vaihtoehto herättää myös kysymyksen siitä, vaatiiko tällaisten markkinoiden perustaminen sääntelyä ja mitä vaikutuksia sillä olisi kustannuksiin ja saatavuuteen. Sen vuoksi tätä vaihtoehtoa ei voida pitää toteuttamiskelpoisena ratkaisuna.

4. PÄÄTELMÄT

4.1. KESKUSVASTAPUOLTEN EDISTYMINEN JA NIIDEN TOTEUTTAMAT TOIMET

Voidaan todeta, että jaksossa 3 käsiteltyä eläkejärjestelmille tarjottavaa takaisinostopalvelua koskevaa ehdotusta lukuun ottamatta keskusvastapuolet eivät ole edistyneen riittävästi toimissa, joilla kehitetään teknisiä ratkaisuja käteisvaroihin kuulumattomien varojen siirtämiselle marginaalivakuudeksi. Vaikuttaa siltä, ettei yksikään keskusvastapuoli ole kehittänyt mitään niistä mahdollisista infrastruktuuriperusteisista ratkaisuvaihtoehdoista, joita kuvataan jakson 3.2 kohdissa i–iv. Tämän voidaan katsoa johtuvan tässä kertomuksessa määritetyistä ongelmista. Keskusvastapuolten olisi kuitenkin pohdittava edelleen, millä tavoin havaitut ratkaisuvaihtoehtojen täytäntöönpanon esteet voidaan poistaa käytännössä.

Toimivien ratkaisujen määrittelyn ja kehittämisen heikko edistyminen voi johtua siitä, että keskusvastapuolilla, jotka eivät ole kehittäneet mitään ratkaisuja, ei ole nykyisin hyviä edellytyksiä tarjota tällaisia palveluja, koska ne eivät jo tarjoa takaisinostomarkkinoilla kaupankäynti- tai määrityspalveluja, joita voitaisiin kehittää pidemmälle helpottamaan vakuuksien muuntamista. Lisäksi voidaan olettaa, että keskusvastapuolet ovat viimeksi kuluneiden kahden tai kolmen vuoden aikana keskittäneet resurssinsa nykyisten palvelujensa mukauttamiseen, jotta ne täyttäisivät hiljattain täytäntöön pannut markkinarakenneasetuksen vaatimukset sekä muiden EU:ssa ja kansainvälisellä tasolla toteutettujen sääntelyuudistusten edellytykset[v]. Keskusvastapuolet ovat myös käyttäneet yleisesti huomattavia resursseja asiakkaille tarkoitettujen määrityspalvelujen kehittämiseen, koska markkinarakenneasetuksen mukaiset määritysvelvoitteet ulotetaan koskemaan myös sellaisia pieniä ja keskisuuria markkinatoimijoita (eläkejärjestelmät mukaan luettuina), joilla ei ole mahdollisuutta osallistua määritykseen suoraan määritysosapuolina. Sen vuoksi on mahdollista, että keskusvastapuolet eivät ole panostaneet teknisten ratkaisujen kehittämiseen, koska ne eivät ole kyenneet asettamaan alan kehitystä etusijalle.

4.2 TARVITTAVAT TOIMENPITEET

Komissio seuraa edelleen, miten edellä tarkoitetun keskusvastapuolen ehdottaman takaisinostoon perustavan palvelun kehittäminen edistyy, jotta se voisi arvioida, jatkaako keskusvastapuoli saman periaatteen kehittämistä ja pannaanko ratkaisu sujuvasti ja suunnitelmien mukaisesti täytäntöön vuonna 2015. Ehdotetun palvelun menestyksekäs täytäntöönpano riippuu myös siitä, osallistuvatko eläkejärjestelmät, jotka ovat palvelun mahdollisia käyttäjiä, edelleen kyseiseen yhteistyöhön.

Lisäksi komissio jatkaa yhteistyötä EU:n muiden keskusvastapuolten kanssa, jotka määrittävät OTC-johdannaistransaktioita (korkojohdannaisia ja/tai inflaatioswap-sopimuksia), arvioidakseen, voivatko ne ottaa käyttöön vastaavia ratkaisuja. Kuten edellä on todettu, tämä saattaa riippua muiden keskusvastapuolten mahdollisuuksista tarjota palveluja takaisinostokaupan ja takaisinostojen määrityksen sekä OTC-johdannaisten määrityksen alalla. Komissio kehottaa kuitenkin painokkaasti kaikkia EU:n keskusvastapuolia pohtimaan edelleen yhteistyössä määritysosapuoltensa ja eläkejärjestelmien kanssa, miten tässä kertomuksessa mainitut esteet voidaan poistaa, jotta löydettäisiin määritysratkaisuja, jotka erikseen tai yhdessä voisivat tarjota eläkejärjestelmille riittävästi kapasiteettia määrittää OTC-johdannaistransaktionsa keskusvastapuolten välityksellä siten, että sillä olisi nykyistä vähäisemmät vaikutukset niiden tuottoihin. Tarkoituksenmukainen ratkaisu antaa eläkejärjestelmille mahdollisuuden jatkaa OTC-johdannaistoimintaansa ilman rajoittavia kustannuksia ja tarjoaa samalla niiden vastapuolille ja laajemmalle rahoitusjärjestelmälle keskusvastapuolimäärityksen suomat edut.

Komissio myöntää kuitenkin, että sopivan ratkaisun puuttuessa eläkejärjestelmät joutuvat viime kädessä korvaamaan arvopaperit käteisellä viimeistään elokuusta 2018 alkaen, jotta ne voisivat pitää yllä riittävää käteispuskuria täyttääkseen mahdolliset marginaalivakuusvaatimukset. Lisäksi on syytä ottaa huomioon, että vaikka mikään mahdollisista ratkaisuvaihtoehdoista ei näytä tarjoavan eläkejärjestelmille täysin tyydyttävää ratkaisua, saattaa olla tarpeen käyttää jotakin vakuuksien muuntamismenetelmien yhdistelmää. Komissio haluaa myös kannustaa toimialaa pohtimaan, mitä pitempiaikaisempia rahoitusmahdollisuuksia (kuten katettuja joukkolainoja tai omaisuusvakuudellisia arvopapereita) eläkejärjestelmät voisivat käyttää yksittäisinä tai yhdistettyinä keinoina hankkia riittävää ja varmaa rahoitusta myös stressikausina. Tässä yhteydessä myönnetään, että tällaiset rahoitusmahdollisuudet voivat riippua eläkejärjestelmien mahdollisuudesta säilyttää käteisvaroiksi vaihdettavien arvopapereiden omistus ja/tai määräysvalta kyseisiin arvopapereihin, mikä vaatii joustavuutta.

4.3 JOHDANNAISSOPIMUSTEN KESKUSVASTAPUOLIMÄÄRITYKSEN MAHDOLLISET KIELTEISET VAIKUTUKSET TULEVIEN ELÄKELÄISTEN ELÄKE-ETUUKSIIN

Jos eläkejärjestelmillä ei ole mahdollisuutta saada vapautusta määritysvelvollisuudesta, niiden täytyy pitää yllä kassavarantoja yleisesti käyttämiensä tuottoisampien omaisuuserien, kuten valtion joukkolainojen sijasta. Käteisvaroihin kuulumattomien varojen hallussapito ja tukeutuminen tapauskohtaisesti takaisinostomarkkinoihin eivät takaa riittävää varmuutta. Kuten peruskartoituksessa todetaan, tällaisen toimintatavan suurimpana havaittavana esteenä on, että nykyisillä kahdenvälisten takaisinostosopimusten markkinoilla ei näytä olevan riittävästi likviditeettiä täyttää EU:n eläkejärjestelmien tarpeet stressiskenaarioissa. Tämä päätelmä perustuu analyysiin, joka on tehty valtion joukkolainojen markkinoista EU:ssa. Peruskartoituksessa todetaan, että 100 peruspisteen muutos merkitsisi EU:n eläkejärjestelmille 204–255 miljardin euron yhteenlaskettua marginaalivakuus–vaatimusta. Tästä määrästä 98–123 miljardia euroa (82–103 miljardia puntaa) lankeaisi Yhdistyneen kuningaskunnan eläkejärjestelmille liittyen pääasiassa puntamääräisiin omaisuuseriin, kun taas 106–130 miljardia euroa liittyisi euromääräisiin (ja mahdollisesti muiden valuuttojen määräisiin) omaisuuseriin.

Vaikka eläkejärjestelmät olisivat ainoita toimijoita näillä markkinoilla, tällaiseen muutokseen liittyvä yhteenlaskettu marginaalivakuusvaatimus ylittäisi valtion joukkolainojen takaisinostomarkkinoiden päivittäisen kapasiteetin Yhdistyneessä kuningaskunnassa, mikä todennäköisesti pätee myös valtion joukkolainojen takaisinostomarkkinoiden vastaaviin segmentteihin muualla EU:ssa eli lähinnä Saksan valtion joukkolainojen (bundien) takaisinostomarkkinoihin. Takaisinostoihin liittyvää likviditeettiä on myös muissa, vähemmän likvideissä mutta silti korkealuokkaisissa

arvopapereissa, vaikka näiden instrumenttien markkinat kutistuvat huomattavasti todennäköisemmin stressikausina.

Jos eläkejärjestelmät pitävät kassavarantoa mahdollisten markkinaliikkeiden varalta, tämä vähentää sellaisten sijoitusten kokonaistuottoja, joita eläkejärjestelmät ovat tehneet eläkeläistensä eduksi, mikä voi viime kädessä vähentää eläkejärjestelmien edunsaajilleen maksaman eläketulon kokonaismääriä.

Peruskartoituksen mukaan eläkejärjestelmien siirtyminen kahdenvälisistä vakuuksista keskusvastapuolten vaatimiin, käteisvaroilla täytettäviin marginaalivakuus–vaatimuksiin voi johtaa siihen, että eläketulot pienenevät kumulatiivisesti enimmillään 3,1 prosenttia Alankomaissa ja 2,3 prosenttia Yhdistyneessä kuningaskunnassa 40 vuoden aikana. Siirtymisen odotettavissa oleva kokonaisvaikutus eläketuloihin olisi EU:ssa enintään 3,66 prosenttia 20–40 vuoden aikana. Tällä on suora syy-yhteys siihen, että eläkejärjestelmien sijoitustuottojen odotetaan pienenevän, jos niitä vaaditaan pitämään kassavarantoa käteisvaroihin kuulumattomien arvopapereiden sijasta.

Tätä merkittävää vaikutusta, joka todennäköisesti kohdistuu eläkeläisiin koko EU:ssa, voidaan pitää kohtuuttomana verrattuna etuihin, jotka saataisiin vaatimalla eläkejärjestelmiltä tässä vaiheessa keskusvastapuolimääritystä. Tässä päätelmässä otetaan huomioon, että transaktioille on joka tapauksessa asetettava vakuudet kahdenvälisesti markkinarakenneasetuksen 11 artiklan 3 kohdan mukaisten tulevien kahdenvälisten vakuusvaatimusten perusteella. Tämä vähentää sekä pankkien että eläkejärjestelmien kannalta sellaisiin transaktioihin liittyvää vastapuoliluottoriskiä, joissa ne ovat vastapuolina.

On mahdollista, että eläkejärjestelmät, joihin kohdistuva vaikutus on muita suurempi, päättävät olla suojaamatta velkojaan, jotta niiden edunsaajien eläketulot pysyivät nykyisellä tasolla. Jos markkinoiden volatiliteetilta ei suojauduta, tuloksena on sijoitustappioiden riski, joka myös johtaa eläketulojen pienenemiseen.

Toisaalta on otettava huomioon, että sitä mukaa kuin valtaosa standardoiduista OTC-johdannaissopimuksista siirtyy keskusvastapuolimääritykseen, sopimukset, joita ei määritetä, voivat tulla vähemmän likvideiksi. Tulevaisuudessa tämä kaventaisi määritettyjen ja määrittämättömien sopimusten välisiä kustannuseroja.

4.4 EHDOTUS DELEGOIDUKSI SÄÄDÖKSEKSI

Komissio toteaa, että tähän mennessä ei ole panostettu riittävästi tarkoituksenmukaisten ratkaisujen kehittämiseen ja että johdannaissopimusten keskusvastapuolimääritysten kielteiset vaikutukset tulevien eläkeläisten eläke-etuuksiin säilyvät ennallaan.

Sen vuoksi komissio aikoo ehdottaa delegoitua säädöstä, jolla Euroopan markkinarakenneasetuksen 89 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua kolmen vuoden ajanjaksoa pidennetään kahdella vuodella. Komissio seuraa edelleen, miten tekniset ratkaisut, jotka antavat eläkejärjestelmille mahdollisuuden täyttää keskusvastapuolten marginaalivakuusvaatimukset muilla kuin käteisvaroilla, kehittyvät arvioidakseen, onko kyseistä ajanjaksoa pidennettävä vielä yhdellä vuodella.

---

[i] Eläkejärjestelmät määritellään Euroopan markkinarakenneasetuksen 2 artiklan 10 kohdassa.

[ii] Markkinarakenneasetuksen 89 artiklan 1 ja 2 kohdan mukaan vapautusta sovelletaan ainoastaan niihin OTC-johdannaissopimuksiin, jotka objektiivisesti mitattavalla tavalla vähentävät eläkejärjestelmien vakavaraisuuteen suoraan liittyviä sijoitusriskejä, ja niitä sovelletaan silloin, kun eläkejärjestelmien on vaikea täyttää marginaalivakuusvaatimuksia.

[iii] Peruskartoitus tulee myöhemmin saataville Euroopan komission verkkosivuilla seuraavassa osoitteessa: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

[iv] On syytä huomata, että kehitteillä oleva palvelu ei rajoitu pelkästään eläkejärjestelmiin, vaan sitä voidaan tarjota myös muille markkinatoimijoille, joilla on vastaavia tarpeita.

[v] Monet EU:n keskusvastapuolista ovat saaneet toimiluvan kolmansissa maissa ja toimivat kyseissä maissa.