EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 9.6.2022
COM(2022) 254 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

Euroopan markkinarakenneasetus[1], jäljempänä ’EMIR-asetus’, sisältää eläkejärjestelmiä hallinnoivia yhteisöjä koskevan väliaikaisen vapautuksen keskusvastapuolimääritysvelvollisuudesta tietyntyyppisten OTC-johdannaisten osalta.[2] Vapautusta on jatkettu useita kertoja vuodesta 2012 alkaen.[3] Tällä hetkellä se kestää 18. kesäkuuta 2022 saakka. Komissio voi antaa delegoidun säädöksen, jolla vapautuksen voimassaoloa jatketaan viimeisen kerran kesäkuuhun 2023 saakka.

Jos eläkejärjestelmien edellytetään määrittävän OTC-johdannaissopimuksia keskusvastapuolessa, ne saattavat muuntaa merkittävän määrän varoistaan käteisvaroiksi tai muiksi erittäin likvideiksi varoiksi, kuten pankkitalletuksiksi, rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksiksi, takaisinostosopimuksiksi tai luottolimiiteiksi voidakseen tarjota keskusvastapuolille ”marginaalin”[4]. Määritysvelvollisuus ja siihen liittyvä vakuuksien antamista koskeva vaatimus[5] liittyvät erityisesti tarpeeseen varmistaa, että vaihtuvia vakuuksia[6], jotka on katettava säännöllisesti ja lyhyellä varoitusajalla, varten on riittävästi käteisvaroja. Näin ollen on olemassa riski, että jos eläkejärjestelmien edellytetään määrittävän OTC-johdannaissopimukset keskitetysti, tuloksena olisi se, että ne joutuvat irrottamaan

[1] Asetus (EU) N:o 648/2012 OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä.

[2] EMIR-asetuksen 2 artiklan 10 kohdan mukaisesti 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 EMIR-asetuksen 89 artiklan 1 kohdan nojalla sellaisia OTC-johdannaissopimuksia, jotka objektiivisesti mitattavalla tavalla vähentävät eläkejärjestelmien vakavaraisuuteen suoraan liittyviä sijoitusriskejä.

[3] Vapautuksen voimassaoloa on viimeksi jatkettu toukokuussa 2021 komission delegoidulla asetuksella (EU) 2021/962, jolla pidennettiin asetuksen (EU) N:o 648/2012 89 artiklan 1 kohdan ensimmäisessä alakohdassa tarkoitettua siirtymäkautta.

[4] Marginaali on vakuus, joka sijoittajan on talletettava. EMIR-asetuksessa erotetaan toisistaan alkuvakuus ja vaihtuva vakuus. Alkuvakuus on tarkoitettu kattamaan nykyiset ja mahdolliset tulevat arvonvaihtelut.

[5] Eläkejärjestelmiä ylläpitävät yhteisöt, joiden ensisijaisena tarkoituksena on tarjota eläkkeelle siirtymisen yhteydessä etuuksia yleensä elinikäisinä maksuina, mutta myös tilapäisinä maksuina tai kertasuorituksina, minimoivat tavallisesti käteisvarojensa osuuden maksimoidakseen tehokkuuden ja tuoton vakuutuksenottajilleen. Ks. OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä annetun asetuksen (EU) N:o 648/2012 johdanto-osan 26 kappale.

[6] Vaihtuva vakuus on vakuus, jonka osapuoli kerää säännöllisesti voimassa olevan sopimuksen markkina-arvon muutosten huomioon ottamiseksi. Koska vaihtuvien vakuuksien vakuuspyynnöt on tavallisesti maksettava lyhyellä varoitusajalla (esimerkiksi yön yli tai jopa päivänsisäisesti), kassatilanteella on keskeinen asema, sillä käteisvarat ovat yleisimmin käytetty väline näihin vakuuspyyntöihin vastaamiseksi.

merkittävän osan omaisuuseristään käteisvarallisuudeksi, jolla luodaan pääomapuskureita keskusvastapuolten mahdollisten vakuusvaatimusten täyttämiseksi, mikä vähentää varoja, jotka on kohdennettu sellaisiin sijoituksiin, jotka tuottavat tuloja tulevien eläkkeiden kattamiseksi. Asetuksen perimmäisenä tavoitteena on kuitenkin toteuttaa eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritys mahdollisimman pian.

EMIR-asetuksen 85 artiklan 2 kohdassa edellytetään, että komissio laatii vuosittain kertomuksen, jossa arvioidaan, onko toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja kehitetty siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja arvioidaan mahdollisten toimenpiteiden tarvetta tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi. Tämä on komission kolmas kertomus, jossa esitellään tähän mennessä saavutettua edistystä.

2. VASTAANOTETUT TIEDOT

EMIR REFIT -asetuksen[7] tultua voimaan 17. kesäkuuta 2019 on tehty työtä useilla foorumeilla ja seurattu eläkejärjestelmien keskusvastapuolimäärityksen edistymistä. Palautetta on saatu Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselta, jäljempänä ’ESMA’, Euroopan pankkiviranomaiselta, jäljempänä ’EPV’, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaiselta, jäljempänä ’EIOPA’, ja Euroopan järjestelmäriskikomitealta, jäljempänä ’EJRK’, sekä markkinatoimijoilta eläkejärjestelmien asiantuntijaryhmän[8] kautta. ESMA on toimittanut yhteistyössä EPV:n, EIOPAn, ja EJRK:n kanssa komissiolle vuosittain kertomuksen, jossa arvioidaan tätä asiaa, kuten EMIR-asetuksessa edellytetään. Komissio vastaanotti ensimmäisen kertomuksen[9] huhtikuussa 2020. Toinen kertomus[10] toimitettiin komissiolle joulukuussa 2020.[11] Viimeisin ESMAn kertomus[12] lähetettiin komissiolle tammikuussa 2022.

Saadun palautteen perusteella komissio on julkaissut kaksi kertomusta[13][14], joissa on tähän mennessä arvioitu likviditeettiolosuhteita ja tarkasteltu erilaisia eläkerahastojen

[7] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/834 asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta määritysvelvollisuuden, määritysvelvollisuuden keskeyttämisen, raportointivaatimusten, sellaisten OTC-johdannaissopimusten riskienpienentämistekniikoiden, joille ei ole tehty keskusvastapuolimääritystä, kauppatietorekisterien rekisteröinnin ja valvonnan sekä kauppatietorekistereitä koskevien vaatimusten osalta (EMIR REFIT -asetus).

[8] Kuten EMIR-asetuksen 85 artiklan 2 kohdassa edellytetään, Euroopan komissio on asettanut keskusvastapuolten, määritysosapuolten ja eläkejärjestelmien ja muiden asianomaisten osapuolten edustajista koostuvan asiantuntijaryhmän valvomaan niiden toimia ja arvioimaan edistymistä toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen kehittämisessä.

[9] Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, 2. huhtikuuta 2020, ESMA70-151-2823.

[10] Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2), Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, 17. joulukuuta 2020, ESMA70-151-3248.

[11] Sama kuin edellä. Lisätietoja on julkista kuulemista koskevassa 4 luvussa. Toisen kertomuksen havainnoille saatiin tukea laajassa julkisessa kuulemisessa. Siinä kerättiin näkemyksiä sidosryhmiltä, päivitettyjä tietoja eurooppalaisten eläkejärjestelmien salkuista ja määrällisistä vaikutuksista, joita niiden OTC-johdannaissalkkujen siirtäminen keskusvastapuolimääritykseen aiheuttaa.

[12] The clearing obligation for pension scheme arrangements, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, 25. tammikuuta 2022, ESMA70-451-110.

[13] COM(2020) 574 final.

[14] COM(2021) 224 final.

määritysjärjestelyjä. Näissä kertomuksissa on esitetty perustelut vapautuksen myöhemmälle jatkamiselle[15].

ESMA totesi tammikuussa 2022 antamassaan kertomuksessa, että laajassa toisessa kertomuksessa esitetyt kuvaus, analyysi ja havainnot olivat edelleen päteviä. Se piti epätodennäköisenä, että sidosryhmien ja sääntelyviranomaisten ponnisteluista huolimatta olisi olemassa yksi erityinen ratkaisu eläkejärjestelmien ongelmien ratkaisemiseksi. Olisi pikemminkin pyrittävä löytämään erilaisia ratkaisuja, joilla helpotetaan likviditeetin saatavuutta tai kevennetään määritysten toteuttamiseen liittyviä paineita. Viimeisimmässä kertomuksessa keskityttiin sen vuoksi arvioimaan eläkejärjestelmien operatiivista valmiutta määrittää OTC-korkojohdannaisiaan. ESMA katsoi, että eläkejärjestelmät ovat operatiivisesta näkökulmasta suurelta osin valmiita, ja totesi, että eläkejärjestelmien käytettävissä on useita ratkaisuja, joten ESMAn mielestä eläkejärjestelmiä ei ole syytä kohdella eri tavalla kuin muita markkinatoimijoita. Lisäksi ESMA huomautti, että määritystä koskevan vapautuksen voimassaolon jatkamista olisi tarkasteltava laajemmassa yhteydessä, joka liittyy määritysvalmiuksien kehittämiseen EU:ssa ja EU:n keskusvastapuolten houkuttelevuuden lisäämiseen, mihin tämän vapautuksen päättyminen voi myös vaikuttaa.

ESMAn mukaan useat operatiiviset näkökohdat oikeuttaisivat kuitenkin myöntämään eläkejärjestelmille enemmän aikaa ennen kuin niihin aletaan soveltaa määritysvelvollisuutta. ESMA korosti erityisesti, että eläkejärjestelmät ja asianomaiset markkinatoimijat tarvitsevat aikaa saattaakseen määritys- ja vakuushallintajärjestelynsä päätökseen. Se lisäsi myös, että komission päätöksestä on ilmoitettava riittävän ajoissa, jotta kaikki osapuolet, joita asia koskee, voivat mukauttaa täytäntöönpanosuunnitelmiaan. Edellä esitetyn perusteella ESMA suositteli määritystä koskevan vapautuksen voimassaolon jatkamista edelleen 19. kesäkuuta 2023 saakka.

Komission toukokuussa 2021 antaman edellisen kertomuksen jälkeen eläkejärjestelmien asiantuntijaryhmä on kokoontunut kolme kertaa. Osallistujat vahvistivat, että eläkejärjestelmät ovat suurelta osin valmiita tekemään määrityksiä, niillä on käytössä määritysmenettelyt ja ne määrittävät joitakin kauppoja vapaaehtoisesti. Eläkejärjestelmät korostivat samalla, että käteisvarojen saatavuus on edelleen ongelma. Tämän vuoksi eläkejärjestelmien asiantuntijaryhmä on keskustellut erityisesti määritetystä takaisinostosopimuksesta mahdollisena likviditeettiratkaisuna. Eläkejärjestelmät huomauttivat kuitenkin, että vaikka tämä on askel oikeaan suuntaan, liiallinen riippuvuus määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoista jättäisi ne alttiiksi edelleen jäljellä olevalle likviditeettiriskille äärimmäisissä markkinaolosuhteissa.

3. POLIITTINEN TAUSTA

Yhdistynyt kuningaskunta on keskeinen keskus johdannaisten keskusvastapuolimäärityksessä, ja se on edelleen tärkeä määrityspaikka EU:n markkinatoimijoille, jotka ovat vuosien mittaan muodostaneet merkittävän määrän positioita Yhdistyneen kuningaskunnan keskusvastapuolissa. Monilla EU:n eläkejärjestelmillä on tällä hetkellä määritysmenettelyjä sekä EU:ssa että Yhdistyneessä kuningaskunnassa, mutta analyysi osoittaa, että ne yleensä määrittävät suuremmissa määrin Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Jotta EU:n rahoitusvakauteen ei kohdistuisi riskejä, komissio antoi syyskuussa 2020 väliaikaisen Yhdistyneen kuningaskunnan keskusvastapuolia koskevan sääntely- ja valvontakehyksen

[15] EMIR-asetuksessa säädettiin alkuperäisestä vapautuksesta 16. elokuuta 2018 saakka, ja EMIR REFIT -asetuksella voimassaoloa jatkettiin vielä kesäkuuhun 2021 asti siten, että voimassaoloa voidaan vielä jatkaa vuodella tai kahdella.

kattavan vastaavuuspäätöksen, joka oli alun perin voimassa kesäkuuhun 2022[16] saakka ja jonka voimassaoloa jatkettiin myöhemmin 30. kesäkuuta 2025[17] saakka. Tällä välin EU:n markkinatoimijoita kehotettiin vähentämään Yhdistyneen kuningaskunnan keskusvastapuoliin liittyviä vastuitaan, sillä tällaisten riskien laajuus saattaa vaikeuttaa EU:n viranomaisten rahoitusvakauden hallintaa stressitilanteissa.

Komissio perusti tammikuussa 2021 Euroopan valvontaviranomaisten, EJRK:n, EKP:n ja yhteisen valvontamekanismin käsittävän työryhmän arvioimaan mahdollisuuksia ja haasteita, joita liittyy johdannaisten määritysten siirtämiseen Yhdistyneestä kuningaskunnasta EU:n keskusvastapuoliin. Työryhmä otti myös yhteyttä useisiin sidosryhmiin kerätäkseen näkemyksiä ja kannanottoja. Työryhmässä käydyissä keskusteluissa vahvistettiin Yhdistyneen kuningaskunnan keskusvastapuoliin liittyvistä vastuista EU:lle aiheutuvat riskit. Tällaisia riskejä korostettiin myös ESMAn EMIR 2.2 -asetuksen[18] puitteissa tekemässä kolmansissa maissa olevien järjestelmän kannalta merkittävien keskusvastapuolten arvioinnissa, joka valmistui viime vuoden joulukuussa.[19]

Tehokkaiden ja kilpailukykyisten määrityspalvelujen tukemiseksi komissio aikoo siksi esittää vuoden 2022 jälkipuoliskolla toimenpiteitä, joilla EU:n keskusvastapuolista tehdään markkinatoimijoiden kannalta houkuttelevampia siten, että EU:sta tehdään houkuttelevampi ja kustannustehokkaampi määrityskeskus ja vahvistetaan keskusvastapuolia koskevaa EU:n valvontakehystä, jotta asiaan liittyviä riskejä voidaan hallita paremmin.

Tässä yhteydessä eläkejärjestelmiä koskevan vapautuksen lopettaminen voisi auttaa kehittämään EU:n likviditeettivarantoa, mikä saattaisi houkutella lisää määrityksiä EU:hun.

4. KOMISSION ENSIMMÄISTEN KERTOMUSTEN JÄLKEEN TAPAHTUNUT KEHITYS

Määritysvelvollisuudesta annetun väliaikaisen vapautuksen tarkoituksena oli antaa eläkejärjestelmille ja muille asianomaisille markkinatoimijoille riittävästi aikaa eriyttää likviditeetin lähteitä vaihtuvien vakuuksien tarpeiden kattamiseksi ja kehittää operatiivista kapasiteettia käsitellä suurten johdannaissalkkujen määritystä.

4.1 Likviditeetti

Väliaikaisella eläkejärjestelmien määritystä koskevalla vapautuksella pyritään lieventämään vaikutuksia, joita määritysvelvollisuudella olisi niiden käteisvaroihin. Yleisin syy siihen, että eläkejärjestelmät käyttävät OTC-johdannaisia, on pitkäaikaisten korkealaatuisten joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskujen riittämätön määrä, mikä rajoittaa niiden kykyä

[16] Komission täytäntöönpanopäätös (EU) 2020/1308 Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneessä kuningaskunnassa oleviin keskusvastapuoliin sovellettavan sääntelykehyksen vastaavuuden vahvistamisesta määräajaksi Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 mukaisesti.

[17] Komission täytäntöönpanopäätös (EU) 2022/174 Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneessä kuningaskunnassa oleviin keskusvastapuoliin sovellettavan sääntelykehyksen vastaavuuden vahvistamisesta määräajaksi Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012 mukaisesti.

[18] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2099, annettu 23 päivänä lokakuuta 2019, asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta keskusvastapuolten toimilupamenettelyjen ja niihin osallistuvien viranomaisten sekä kolmansien maiden keskusvastapuolten tunnustamista koskevien vaatimusten osalta (EUVL L 322, 12.12.2019).

[19] EMIR-asetuksen 25 artiklan 2 c kohdan mukainen ESMAn arviointikertomus on saatavilla osoitteessa https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. ESMA katsoi, että LCH Ltd:n euromääräisille ja Puolan zlotyn määräisille korkojohdannaisille tarjoama Swapclear-palvelu ja ICE Clear Europe Ltd:n luottoriskinvaihtosopimusten ja lyhyiden korkojohdannaissopimusten segmentit ovat euromääräisten tuotteiden osalta järjestelmän kannalta merkittäviä EU:lle tai yhdelle tai useammalle jäsenvaltiolle.

hallita korkoriskejä asianmukaisesti.[20] Tämä herättää huolta käteisvarojen saatavuudesta markkinoiden stressikausina[21], jolloin vakuuspyynnöt lisääntyvät ja eläkejärjestelmät kilpailevat muiden markkinayhteisöjen kanssa likviditeetistä.

Eläkejärjestelmien likviditeettiolosuhteet ovat kehittyneet suotuisasti sen jälkeen, kun EMIR-asetuksessa asetettiin velvoite määrittää keskitetysti tietyt OTC-johdannaislajit, ja ne ovat kestäneet hyvin jopa viimeaikaisia volatiliteettijaksoja. Lukuun ottamatta maalis-huhtikuuta 2020, jolloin päivittäiset vaihtuvien vakuuksien vakuuspyynnöt olivat huomattavasti suurempia kuin tavanomaisesti havaitut keskimääräiset virrat[22], eläkejärjestelmillä ei ole ollut vakuuspyyntöihin liittyviä likviditeettiongelmia. Maaliskuussa 2020 vaihtuvien vakuuksien maksut olivat suuria verrattuna eläkerahastojen hallussa oleviin erittäin likvideihin varoihin, mikä aiheutti joillekin eläkerahastoille likviditeettiongelmia.[23] Eläkerahastot pystyivät kuitenkin yleensä täyttämään ne.[24]

Markkinoiden stressikausien aikana takaisinostomarkkinoista voi tulla merkittävä likviditeetin lähde ostopuolen osapuolille, mukaan lukien eläkejärjestelmät. Markkinatoimijat ovat viime vuosina pyrkineet aktiivisesti ottamaan eläkejärjestelmät ja muut yhteisöt mukaan takaisinostosopimusten määritysekosysteemiin. Saksan keskusvastapuoli Eurex on ottanut käyttöön ”suoran pääsyn” mallin, jolla helpotetaan määritysten saatavuutta. Tähän sisältyvät sekä takaisinostosopimukset että koronvaihtosopimukset. Toinen EU:n määritysyhteisö[25] on hiljattain avannut sponsoroidun takaisinostosopimusten määritysmallin[26], joka tarjoaa lisäkapasiteettia vakuuksien muuntamiseen. Näiden mallien odotetaan kehittyvän edelleen vuosina 2022 ja 2023, mikä lisää määritysten järjestäjien ja ostopuolen osallistujien käyttöä.

Tästä huolimatta eläkejärjestelmät ilmoittavat olevansa edelleen huolissaan likviditeettitilanteestaan. Vaikka likviditeetti on toistaiseksi pysynyt vahvana, se saattaa kiristyä erityisesti yleisvakuuksien markkinoilla[27], kun rahapolitiikka normalisoituu[28] keskipitkällä aikavälillä. Eläkejärjestelmien mukaan tämä saattaa johtaa siihen, että niiden on

[20] Report to the European Commission on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2), Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, 17. joulukuuta 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Vaihtuvien vakuuksien merkittävät vaihtelut maaliskuussa 2020 kuvastavat tätä huolenaihetta. Eurooppalaisten vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen oli 11.–23. maaliskuuta 2020 maksettava vastapuolilleen 50 miljardia euroa lisää vaihtuvia vakuuksia. Tästä yli 90 prosenttia oli peräisin alankomaalaisista vakuutuslaitoksista ja eläkerahastoista, joiden salkkujen koko poikkeuksellisen suuri ja kesto poikkeuksellisen pitkä. Lähde: ”Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds”, Euroopan keskuspankki, Financial Stability Review, marraskuu 2020.

[22] Review of margining practices – Consultative report, Kansainvälinen järjestelypankki, lokakuu 2021.

[23] ”Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds”, Euroopan keskuspankki, marraskuu 2020.

[24] Esimerkiksi alankomaalaisten vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen maaliskuussa 2020 asettama yleinen vaihtuva vakuus oli noin 77 prosenttia niiden erittäin likvideistä omaisuuseristä, vaikka tämä todennäköisesti peittää jonkin verran heterogeenisyyttä. Lähde: ”Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds”, Euroopan keskuspankki, Financial Stability Review, marraskuu 2020.

[25] LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member, LCH:n lehdistötiedote, 10. joulukuuta 2021.

[26] Näiden mallien ansiosta ostopuolen yritykset voivat käyttää määrityspalveluja pankin (”määritysedustaja” tai ”järjestäjä”) tuella, mikä tavallisesti helpottaisi vakuusmaksuja ja tarjoaisi maksukyvyttömyysrahastoon suoritettavia maksuja transaktioita varten.

[27] Yleisvakuudet ovat joukko liikkeeseen laskettuja arvopapereita, joilla käydään kauppaa takaisinostomarkkinoilla samalla tai hyvin samankaltaisella repokorolla. Nämä arvopaperit voidaan näin ollen korvata toisillaan ilman, että takaisinostosopimusta muutetaan suuresti. Likviditeetti yleisvakuuksien takaisinostosopimusten markkinoilla on eläkejärjestelmien kannalta keskeistä.

[28] “Monetary policy in an uncertain world”, Euroopan keskuspankin puheenjohtajan Christine Lagarden Frankfurt am Mainissa 17. maaliskuuta 2022 pitämä puhe.

myytävä omistusosuuksia, kuten osakkeita, yritysten joukkovelkakirjalainoja ja valtion joukkovelkakirjalainoja. Tällaisessa ympäristössä ne myyvät taantuvilla markkinoilla, ja tällainen omaisuuserien myynti voisi entisestään pahentaa omaisuuserien hintojen laskupaineita.

Käytettävissä voisi kuitenkin olla vaihtoehtoisia kassavirtojen lähteitä. Esimerkiksi TARGET2-järjestelmän[29] ja T2S-alustan[30] aukioloaikojen pidentäminen myöhemmin tänä vuonna saattaa auttaa varmistamaan, että euromääräisistä takaisinostovälineistä johtuvat rahoitustapahtumat voidaan toimittaa vakuuspyyntöjen saapumisen yhteydessä. Vaikka nämä uudet pääsyn mallit vaikuttavat soveltuvan paremmin suurten eläkejärjestelmien tarpeisiin, niiden avulla pankit voivat vapauttaa tasekapasiteettiaan siten, että mahdollisesti myös pienemmät eläkejärjestelmät hyötyvät. Eläkejärjestelmät vaativat kuitenkin, että otetaan käyttöön keskuspankkien yhteys määritettävien takaisinostosopimusten alustaan, jotta keskuspankit voivat puuttua takaisinostomarkkinoihin ja tarjota käteisvaroja eläkerahastoille (ja muille markkinatoimijoille) käyttämällä määritettyjä takaisinostosopimuksia.

On kuitenkin huomattava, että ESMA ei ole kolmessa vuosikertomuksessaan eikä eläkejärjestelmien asiantuntijaryhmässä ilmoittanut, että likviditeettitilanne olisi missään vaiheessa, edes keväällä 2020, heikentynyt niin paljon, että se olisi pysyvästi uhannut eläkejärjestelmien kykyä vastata vakuuspyyntöihin. Vastaavasti valtion joukkovelkakirjalainojen ja takaisinostotransaktioiden määrityspalvelut pysyivät häiriönsietokykyisinä ja vakaina, toisin kuin kahdenvälisten takaisinostosopimusten markkinoiden likviditeetti. Edes ennen keskuspankin väliintuloa yksikään rahamarkkinarahasto[31] ei keskeyttänyt lunastuksia ja takaisinostosopimusten markkinat jatkoivat toimintaansa, joten eläkejärjestelmät pystyivät edelleen saamaan likviditeettiä. Stressikausien aikana eläkejärjestelmät voivat kuitenkin hyötyä välillisesti keskuspankkien toimista, joilla pyritään tukemaan haavoittuvia markkinasegmenttejä, kuten maalis-huhtikuussa 2020, jolloin EKP tarjosi pankeille luottojärjestelyjä, joiden avulla ne voivat ostaa omaisuuseriä rahamarkkinarahastoista tai laajentaa vakuuksia vakuudettomiin pankkien joukkovelkakirjalainoihin.[32]

4.2 Määrittämistä koskeva operatiivinen valmius

Eläkejärjestelmät ovat suurelta osin valmiita tekemään määrityksiä, mikä tarkoittaa sitä, että niillä on käytössä määritysmenettelyt ja ne määrittävät joitakin kauppoja vapaaehtoisesti. Nämä havainnot vahvistetaan ESMAn viimeisimmässä kertomuksessa, jossa todettiin, että eläkejärjestelmät ovat hyvin valmiita tekemään määrityksiä.[33]

ESMAn analyysi osoittaa, että noin kolmannes niistä eläkejärjestelmistä, jotka määrittävät kauppoja, alkoi tehdä määrityksiä viimeisen vuoden aikana. Eläkejärjestelmien välillä on

[29] TARGET2 on eurojärjestelmän omistama ja ylläpitämä reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä. Se toimittaa maksuja, jotka liittyvät eurojärjestelmän rahapoliittisiin operaatioihin sekä pankkien välisiin ja kaupallisiin transaktioihin.

[30] TARGET2-Securities (T2S) on yhteinen alusta, jolla arvopapereita ja käteisvaroja voidaan siirtää sijoittajien välillä kaikkialla Euroopassa yhdenmukaistettujen sääntöjen ja käytäntöjen mukaisesti. Tällä hetkellä 20 Euroopan maata käyttää T2S-alustaa.

[31] Rahamarkkinarahastot sijoittavat likvideihin lyhytaikaisiin instrumentteihin (joiden maturiteetti on yleensä enintään vuoden). Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille alhaisen riskin ja mahdollisuuden nostaa likviditeettiä (purkaa sijoituksia) tarvittaessa.

[32] ”EU money market fund regulation – legislative review”, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, 26. maaliskuuta 2021, ESMA34-49-309.

[33] Nämä havainnot esiteltiin ja niistä keskusteltiin 14. joulukuuta 2021 pidetyssä komission asiantuntijaryhmän kokouksessa, ja puheenvuoron pitäneet vahvistivat havainneensa samat suuntaukset.

kuitenkin joitakin eroja (jotkin määrittävät suurimman osan kaupoistaan ja jotkin hyvin pienen osan tai eivät lainkaan), ja määritystoiminta näyttää olevan keskittynyttä (noin 70 % määritettyjen arvopaperien nimellisarvosta on peräisin vain viideltä eläkejärjestelmältä). Määritettyjen arvopaperien prosenttiosuuden analysointi osoittaa, että noin 25 prosenttia eläkejärjestelmien kauppojen nimellisarvosta (40 % kauppojen lukumäärästä) määritetään. Vaikka kolme suurinta eläkejärjestelmää määrittävät tavallisesti keskimäärin 25 prosenttia mutta enintään 25–30 prosenttia kaupoistaan, keskikokoiset ja pienet eläkejärjestelmät määrittävät kaupoistaan 0–100 prosenttia.

Eurexin ja LCH Ltd:n välinen määritystoiminnan tasapaino eläkejärjestelmien määrittämien swapien osalta ja määritettynä kokonaisvolyymina on kuitenkin samassa suhteessa kuin muillakin markkinoilla, eli LCH Ltd:llä on edelleen määräävä markkinaosuus. Määritysmenettelyjen osalta tilanne on kuitenkin erilainen. Kun tarkastellaan eläkejärjestelmiä, jotka ylittävät alkuvakuuden kahdeksan miljardin euron kynnysarvon, analyysi osoittaa, että lähes sama prosenttiosuus eläkejärjestelmistä on määrittänyt vähintään yhden kaupan Eurexissa (76 %) ja vähintään yhden kaupan LCH Ltd:ssä (80 %). Tämä tarkoittaisi sitä, että suurimmalla osalla suuremmista eläkejärjestelmistä, joihin määritysvelvollisuus todennäköisimmin vaikuttaa, on käytössä järjestelyt määritysten tekemiseksi kummassa tahansa keskusvastapuolessa. ESMAn laskelmien mukaan 31 EU:n eläkejärjestelmää kuuluisi EMIR-asetuksen mukaisen määritysvelvollisuuden soveltamisalaan, sillä ne ylittäisivät määrityskynnysarvot.[34] Suurin osa eläkejärjestelmistä (80 %) on määrittänyt ainakin yhden kaupan, mutta ei välttämättä koko johdannaissalkkuaan, ja niillä on näin ollen käytössä joitakin määritysmenettelyjä. Myöhemmin vuonna 2022 esitettävän määritystä koskevan komission strategian kehittämisellä pyritään lisäämään määritystoiminnan houkuttelevuutta EU:ssa.

Lopuksi on tärkeää korostaa, että eläkejärjestelmät ovat lisääntyneestä operatiivisesta valmiudestaan huolimatta ilmaisseet huolensa siitä, onko markkinoilla riittävästi kapasiteettia määrittää kaikki johdannaiset, joihin sovelletaan määritysvelvollisuutta. Ne ovat ilmoittaneet, että määritysasteen nostaminen nykytasolta saattaa aiheuttaa määrityskapasiteetin rajallisuuteen liittyviä haasteita, jotka johtuvat määritysosapuolten vähäisestä määrästä tai niiden mahdollisista määritysrajoista.

5. PÄÄTELMÄT

Nykyisen keskusvastapuolimääritystä koskevan vapautuksen voimassaolo päättyy 18. kesäkuuta 2022. EMIR REFIT -asetuksessa annetaan komissiolle mahdollisuus jatkaa tätä väliaikaista vapautusta viimeisen kerran 18. kesäkuuta 2023 saakka, jos se katsoo, että markkinatoimijat tarvitsevat lisäaikaa kehittääkseen ja hyväksyäkseen asianmukaisia teknisiä ratkaisuja ja että johdannaissopimusten keskusvastapuolimäärityksen kielteiset vaikutukset eläkkeensaajien eläketuloihin pysyvät muuttumattomina.

Komission analyysi osoittaa, että eläkejärjestelmien likviditeettiolosuhteet kohenevat edelleen ja että erilaisia malleja on tullut saataville keskusvastapuolimääritykseen tai vakuuksien muuntamiseen. Vaikka on osoittautunut vaikeaksi löytää yhtä ainoaa ratkaisua siihen, miten eläkejärjestelmät voivat tarjota keskusvastapuolille vakuuksia stressikausien

[34] EMIR REFIT -asetuksessa on määritelty pienet finanssialalla toimivat vastapuolet yhteisöiksi, joiden toiminnan määrä OTC-johdannaismarkkinoilla on liian pieni, jotta siitä aiheutuisi merkittävä järjestelmäriski. Nämä vastapuolet on vapautettu määritysvelvollisuudesta, mutta niihin sovelletaan vakuuksien vaihtoa koskevaa vaatimusta järjestelmäriskin pienentämiseksi. Ks. EMIR REFIT -asetuksen johdanto-osan 7 kappale ja 4 artiklan a alakohta.

markkinaolosuhteissa, on olemassa erilaisia välineitä, joiden avulla eläkerahastojen pitäisi pystyä tekemään määritys tehokkaasti erilaisissa markkinaolosuhteissa, mukaan lukien stressikausien markkinaolosuhteet.

Jotta käytettävissä olevia ratkaisuja voitaisiin hyödyntää täysimittaisesti, ETA:n eläkerahastojen on vahvistettava operatiivista kapasiteettiaan tehdä määrityksiä ja hallita likviditeettiä ja vakuuksia. ESMAn toimittama analyysi osoitti, että eläkejärjestelmien määritysten määrä kasvaa edelleen, mutta valmiustaso vaihtelee koko alalla. Sen vuoksi eläkejärjestelmät ja niiden keskusvastapuolten määritysosapuolet tarvitsisivat lisäaikaa saattaakseen päätökseen järjestelyt, jotka ovat tarpeen kaikkien soveltamisalaan kuuluvien sopimusten määrittämiseksi. Aikaa tarvitaan myös eläkejärjestelmien likviditeettivalmiuden parantamiseen, sillä kaikilla ei vaikuta olevan riittävää likviditeetin hallintaa. Erityisesti niiden jäsenvaltioiden, joissa eläkejärjestelmien markkinat ovat laajemmat, kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat ilmoittaneet, että tilanteen parantamiseksi on tehty valvontaa koskevia aloitteita.[35] Lisäksi määritystä koskeva komission strategia houkuttelee lisää toimintaa EU:hun sijoittautuneisiin määritysyhteisöihin, mikä parantaa eläkejärjestelmien mahdollisuuksia käyttää kilpailukykyisiä ja tehokkaita määrityspalveluja.

Yhteenvetona voidaan todeta, että vuodesta 2019 lähtien eläkejärjestelmien keskusvastapuolimäärityksessä on edistytty merkittävästi, ja jotkin eläkejärjestelmät ovat siirtyneet osittain keskusvastapuolimääritykseen vapaaehtoisesti. Tästä huolimatta tarvitaan lisää operatiivisia toimia. EU:n keskusvastapuolten olisi erityisesti käytettävä varattu aika kehittääkseen helpompaa pääsyä ja vakuuksien muuntamista koskevia mallejaan lisätäkseen niiden houkuttelevuutta eläkejärjestelmien ja erityisesti pienempien eläkejärjestelmien, jotka vaikuttavat tällä hetkellä haluttomammilta määritysten tekemiseen, kannalta. Samalla eläkerahastojen olisi varmistettava, että niillä on riittävä organisatorinen asiantuntemus ja riittävät organisatoriset valmiudet hoitaa johdannaissalkkujensa määritystä. Näistä syistä komissio jatkaa eläkejärjestelmien määritystä koskevan vapautuksen voimassaoloa viimeisellä vuodella. EMIR-asetuksessa edellytetään, että eläkejärjestelmät toteuttavat määritystä 19. kesäkuuta 2023 alkaen.

[35] The clearing obligation for pension scheme arrangements, Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, 25. tammikuuta 2022, ESMA70-451-110, 26 kohta.