

FI

FI

FI



EUROOPAN KOMISSIO

Bryssel 15.9.2010
SEK(2010) 1059

KOMISSION YKSIKÖIDEN VALMISTELUASIAKIRJA

TIIVISTELMÄ VAIKUTUSTEN ARVIOINNISTA

Oheisasiakirja

Ehdotukseen

**EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON ASETUKSEKSI
OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä**

{KOM(2010) 484 lopulinen}
{SEK(2010) 1058}

Johdannaiset ovat merkittävä osa modernia finanssitoimintaa. Ne ovat pohjimmiltaan rahoitus sopimuksia, joilla helpotetaan kaupankäyntiä ja riskien jakaantumista. Niitä kutsutaan johdannaisiksi sen vuoksi, että niiden arvo perustuu kohde-etuuteen, kuten rahoitusvälineen (esim. julkisesti noteeratun yrityksen osakkeen) tai hyödykkeen (esim. öljyn) hintaan. Koska johdannaisilla jaetaan riskejä uudelleen, niitä voidaan käyttää joko tietyltä riskiltä suojautumiseen tai käänteisesti riskinottoon (sijoitus- tai keinottelutarkoituksessa). Niitä voidaan myös käyttää eri markkinoiden väliseen arbitraasiin.

Johdannaiset voivat vaihdella välineistä, joilla on täysin vakioidut parametrit, kuten nimellisarvo tai erääntymisaika (esim. futuurit), välineisiin, jotka on kaikin puolin räätälöity tietyn käyttäjän erityistarpeisiin (esim. vaihto- eli swap-sopimukset). Johdannaisen tyyppi määrää tavallisesti sen, kuinka sillä käydään kauppaa: täysin vakioituilla johdannaisilla käydään yleensä kauppaa organisoiduissa kauppapaikoissa eli johdannaispörssiissä, kun taas räätälöidyillä (eli kustomoiduilla) johdannaisilla käydään kauppaa kahdenvälisesti eli pörssien ulkopuolella tai, kuten yleisesti asia ilmaistaan, over-the-counter-markkinoilla (OTC-markkinoilla).

Finanssikriisi on tuonut johdannaisten OTC-markkinat sääntelyviranomaisten huomion keskipisteeksi. Bear Sternsin joutuminen romahduksen partaalle maaliskuussa 2008, Lehman Brothersin kaatuminen 15. syyskuuta 2008 ja AIG:n pelastaminen seuraavana päivänä toivat esiin OTC-markkinoiden toiminnassa esiintyvät puutteet. Tässä yhteydessä sääntelyviranomaiset kiinnittivät erityistä huomiota luottoriskinvaihtosopimusten (CDS) rooliin kriisiin aikana.

Komissio on työskennellyt lokakuusta 2008 alkaen aktiivisesti korjatakseen kriisin esille tuomat puutteet. Se keskittyi lyhyen aikavälin toimenä CDS-markkinoihin ja sai markkinoiden keskeisiltä välittäjiltä sitoumuksen siitä, että ne alkaisivat selvittää eurooppalaiset CDS-kaupat keskusvastapuolten välityksellä. Keskipitkän aikavälin toimenä komissio keskittyi tarkastelemaan perusteellisesti johdannaismarkkinoita, minkä tuloksena se antoi johdannaismarkkinoita koskevat tiedonannot heinäkuussa ja lokakuussa 2009.

Ensimmäisessä tiedonannossa tarkasteltiin johdannaisten roolia finanssikriisissä sekä johdannaismarkkinoihin liittyviä etuja ja riskejä ja arvioitiin, kuinka havaittuja riskejä voitaisiin vähentää. Toisessa tiedonannossa esitettiin tulevat toimet, joita komissio aikoi ehdottaa johdannaismarkkinoiden avoimuuden lisäämiseksi, kaupankäynnin vastapuoliluottoriskin ja operatiivisen riskin pienentämiseksi ja markkinoiden eheyden ja valvonnan lisäämiseksi.

Tämä vaikutustenvaihtoraportti liittyy komission ehdotuksiin, joilla pyritään lisäämään avoimuutta, vähentämään vastapuoliluottoriskiä ja operatiivista riskiä hyödyntämällä selvitysmarkkinoiden rakenteita.

Avoimuus

OTC-johdannaismarkkinoille on ominaista se, että ne eivät ole kovinkaan avoimet. Tämä johtuu siitä, että OTC-johdannaiset ovat yksityisesti neuvoteltuja sopimuksia, minkä vuoksi niitä koskevat tiedot ovat yleensä pelkästään sopimuspuolten saatavilla.

Finanssikriisi on tuonut esiin sen, että tiedot yksittäisten yritysten OTC-johdannaispositioista ja -vastuista ovat puutteellisia. Tietojen puuttuminen estää sääntelyviranomaisia havaitsemasta ajoissa yksityisissä laitoksissa ja ylipäätään koko järjestelmässä kasaantuvat

riskit. Se myös estää sääntelyviranomaisia arvioimasta tarkasti markkinatoimijan maksujen laiminlyönnistä aiheutuvia seurauksia ja puuttumasta asianmukaisella tavalla tällaiseen maksujen laiminlyöntiin (Lehman Brothersin tapaus osoitti tämän selvästi). Toisaalta tietojen puuttuminen lisää markkinatoimijoiden epäluuloisuutta ja epävarmuutta kriisin aikana.

Vastapuoliluottoriski

Johdannaissopimukset sitovat vastapuolet yhteen OTC-johdannaissopimuksen keston ajaksi. Vaateita kehittyä vastapuolten välille koko sopimuksen keston ajan sitä mukaa kuin sopimuksen mukaiset oikeudet ja velvollisuudet muuttuvat kohde-etuuden kehityksen mukaan. Tämä synnyttää vastapuoliluottoriskin eli riskin siitä, että vastapuoli ei saata noudata sopimuksesta johtuvia velvoitteita sopimuksen erääntyessä. Näitä riskejä hallinnoidaan sopimuksen keston aikana selvityksen avulla. Se voi tapahtua keskitetysti keskusvastapuolilyhteisössä tai kahdenvälisesti. Vaikka molempia selvitystapoja käytetään OTC-johdannaismarkkinoilla, kahdenvälinen selvitys on niistä yleisempi.

Kriisissä on tullut esiin se, että OTC-johdannaisiin liittyvä vastapuoliluottoriski on ollut huomattavasti suurempi kuin markkinatoimijat ja sääntelyviranomaiset olivat aiemmin uskoneet. Toisin sanoen vastapuoliluottoriskin pienentämiseksi käytettyjen vakuuksien määrä on ollut liian alhainen. Pääsyy tähän on se, että vakuudet ovat kahdenvälisesti selvitettyillä markkinoilla riittämättömiä joko sen vuoksi, että tiettyjä markkinatoimijoita ei vaadita antamaan vakuutta OTC-johdannaiskauppojensa takeeksi, tai sellaisten ongelmien vuoksi, joita liittyy vakuuden antavien markkinatoimijoiden riskienhallintaprosesseihin.

Operatiivinen riski

OTC-johdannaiskauppaan liittyy useita kaupankäyntivaiheita, jotka alkavat siitä, kun kaksi osapuolta sopii kaupasta, ja päättyvät kaupan vahvistamiseen. Lisäksi OTC-johdannaissopimuksen voimassaolon aikana on hallinnoitava useita tapahtumia (esim. vakuushallinta ja käteissuoritukset), jotka johtuvat sopimukseen liittyvistä oikeuksista ja velvollisuuksista.

Koska OTC-johdannaismarkkinoilla on mahdollista määritellä johdannaissopimusten taloudelliset ja oikeudelliset ehdot huomattavan vapaasti, markkinoilla esiintyy lukuisia pitkälle räätälöityjä ja monimutkaisia sopimuksia. Tällaiset sopimukset vaativat yhä huomattavan määrän manuaalisia toimia monissa käsittelyn vaiheissa. Tämä lisää operatiivista riskiä ja saattaa johtaa oikeudelliseen riskiin, heikentää avoimuutta ja johtaa jopa vastapuoliluottoriskin kasvamiseen.

Tavoitteet

Tämän vaikutustenarvioinnin tavoitteena on tarkastella mahdollisuutta löytää unionin tasolla ratkaisut edellä esitettyihin ongelmiin. Yleisenä tavoitteena on vähentää järjestelmäriskiä, mikä parantaa OTC-johdannaismarkkinoiden turvallisuutta ja tehokkuutta. Kuten edellä on todettu, tämän yleisen tavoitteen saavuttaminen edellyttää kolmen erityistavoitteen toteutumista; nämä OTC-johdannaisiin liittyvät tavoitteet ovat i) avoimuuden lisääminen, ii) vastapuoliluottoriskin pienentäminen ja iii) operatiivisen riskin pienentäminen. Koska nämä tavoitteet ovat yhä melko laajoja, on määriteltävä lisää toiminnallisia tavoitteita:

1. OTC-johdannaissopimuksesta on saatava täydelliset ja kattavat tiedot.
2. Keskusvastapuoliselvityksen käyttöä on lisättävä.

3. Kahdenvälisen selvityksen käytäntöjä on parannettava.
4. OTC-johdannaissopimusten standardointia on lisättävä.

Parhaat toimintavaihtoehdot ja -välineet

Vaikutustenarvioinnissa analysoidaan kunkin edellä mainittuihin toiminnallisiin tavoitteisiin liittyvän toimintavaihtoehdon vaikutuksia ja verrataan niitä perusskenaarioon sopivimman toimintatavan löytämiseksi. Analyysin perusteella todetaan, että suurin nettohyöty saavutettaisiin seuraavilla toimenpiteillä:

1. Markkinatoimijoita vaadittaisiin ilmoittamaan kaikki tarvittavat OTC-johdannaissalkkujaan koskevat tarvittavat tiedot kauppatietorekisteriin tai, jos se ei ole mahdollista, suoraan valvontaviranomaisille. Kokonaispositioita koskevat tiedot olisi julkaistava.
2. Vaadittaisiin, että ennakolta vahvistettujen kelpoisuusehtojen mukaisille OTC-johdannaissalkuille tehdään keskusvastapuoliselvitys.
3. OTC-johdannaiskauppojen kahdenväliselle selvitykselle asetettaisiin erityiset tavoitteet.
4. Oikeudellisten asioiden ja prosessien standardoinnille asetettaisiin erityiset tavoitteet.

Ottaen huomioon parhaat vaihtoehdot ja tarve varmistaa, että lainsäädäntökehystä sovelletaan kaikkialla EU:ssa täysin samassa laajuudessa ilman ylimääräisiä vaatimuksia ja menetelmiä ja ilman, että kansallisille lainsäätäjille annetaan valtuuksia, asetusta pidetään sopivimpana poliittisena välineenä haluttujen tavoitteiden saavuttamiseksi.

Selvitysmarkkinoiden infrastruktuuri

Päätös vaatia keskusvastapuolten ja kauppatietorekisterien käyttöä lisää entisestään keskusvastapuolten merkitystä ja antaa kauppatietorekistereille koko järjestelmän kannalta merkityksellisen aseman (sikäli kuin niillä ei sitä vielä ole ollut). Tämä luo veloitteen varmistaa, että infrastruktuuri on vakaa ja turvallinen, jotta voidaan välttyä tilanteilta, joissa infrastruktuurin käyttö tosiasiallisesti lisää järjestelmäriskiä sen sijaan, että se vähentäisi sitä. Vaikutustenarvioinnissa todetaan, että keskusvastapuolien ja kauppatietorekisterien toiminnassa on vielä ongelmia, joihin on puututtava tämän tavoitteen saavuttamiseksi.

Keskusvastapuolet

Keskusvastapuoli määritellään yhteisöksi, joka toimii sellaisten sopimusten vastapuolten välissä, jolla käydään kauppaa yhdellä tai useammalla finanssimarkkinalla. Tällöin keskusvastapuoli toimii ostajana jokaiselle myyjälle ja myyjänä jokaiselle ostajalle. Koska keskusvastapuolella on keskeinen asema markkinoilla, sillä ei yleensä ole kannettavanaan markkinariskiä (joka kohdistuu kuitenkin kaupan alkuperäisiin osapuoliin). Koska keskusvastapuoli on kuitenkin jokaisen position vastapuoli, siihen kohdistuu luottoriski siitä, että jokin vastapuolista laiminlyö maksunsa. Keskusvastapuolen vastapuoliin kohdistuu samalla tavoin luottoriski siitä, että keskusvastapuoli saattaa laiminlyödä maksunsa. Keskusvastapuoli pienentää vastapuoliluottoriskiään useilla mekanismeilla, joita ovat muun muassa pääsyrajoitukset, riskienhallintavälineet (kuten vakuuksien käyttö), ja tappioiden

jakaminen. Nämä mekanismit muodostavat yhdessä keskusvastapuolen riskin pienentämisvälineistön.

Mekanismien riskiä vähentävän vaikutuksen vuoksi keskusvastapuolet ovat keskeinen tekijä niillä markkinoilla, joilla ne toimivat. Tästä syystä niiden maksukyvyttömyydestä aiheutuu koko järjestelmän kannalta mahdollisesti merkityksellinen tapahtuma. Koska keskusvastapuolilla on järjestelmän kannalta merkityksellinen asema, niihin sovelletaan tiukkaa sääntelyä. Keskusvastapuolia säännellään EU:ssa kansallisella tasolla. Koska keskusvastapuolia sääntelevät säännöt vaihtelevat jäsenvaltioittain, keskusvastapuolipalvelujen tarjoaminen maiden rajojen yli on yhdenmukaisen toimintakentän puuttuessa kalliimpaa ja mahdollisesti myös turvattomampaa kuin olisi suotavaa, mikä muodostaa esteen EU:n finanssimarkkinoiden yhdentymiselle.

Tämän vuoksi komissio harkitsi vuonna 2006 mahdollisuutta antaa keskusvastapuolia koskevaa EU:n lainsäädäntöä, mutta päätti pidättäytyä hankkeesta. Se päättyi sen sijaan toimien yhdistelmään, joka muodostui toimialan itsesääntelystä (se kehotti toimialaa sopimaa käytäntesääntöistä) ja jäsenvaltioiden yhteistyöstä (se kehotti EKPJ:tä ja CESR:ää saattamaan keskusvastapuolia koskevat suositukset valmiiksi). Tavoitteena oli varmistaa keskusvastapuolipalvelujen entistä turvallisempi ja tehokkaampi tarjonta EU:ssa.

Sittemmin kävi ilmi, että komission valitsema lähestymistapa ei ollut riittävä poistamaan keskusvastapuoliin liittyviä ongelmia osittain itse lähestymistavan puutteiden vuoksi ja osittain siksi, että uusia ongelmia oli ilmennyt. Lähestymistavan puutteena todettiin olevan lähinnä se, että suosituksilla ei saavuteta samoja tuloksia sääntelyn yhdenmukaistamisessa kuin EU:n tason lainsäädännöllä saavutettaisiin. Ilmenneitä ongelmia ovat muun muassa keskusvastapuolten välisten yhteyksien perustamiseen liittyvät esteet, niiden välisen riskeillä kilpailemisen vaara ja vakuuksien siirrettävyys keskusvastapuoliympäristössä.

Vaikutustenarvioinnissa tarkastellaan edellä lueteltujen ongelmien valossa mahdollisia keinoja parantaa EU:n selvitysinfrastruktuurin turvallisuutta ja tehokkuutta sekä sijoittajansuojaa. Siinä luetellaan neljä erityistä tavoitetta: i) keskusvastapuolten turvallisuuden lisääminen, ii) yhdenmukaisen toimintakentän luominen keskusvastapuolipalvelujen tarjoamiselle, iii) keskusvastapuolten välisten yhteyksien helpottaminen ja iv) keskusvastapuolia välillisesti käyttäviä markkinatoimijoita koskevat lisäturvatoimet. Edellä luetellut erityistavoitteet edellyttävät seuraavien toiminnallisten tavoitteiden saavuttamista:

1. Poistetaan esteet keskusvastapuolipalvelujen tarjoamiselta maan rajojen yli.
2. Poistetaan esteet keskusvastapuolten välisten yhteyksien luomiselta.
3. Estetään keskusvastapuolia kilpailemasta riskeillä.
4. Helpotetaan asiakaspositioiden ja niihin liittyvien marginaalien siirrettävyyttä.

Vaikutustenarvioinnissa analysoidaan kunkin edellä mainittuihin toiminnallisiin tavoitteisiin liittyvän toimintavaihtoehdon vaikutuksia ja verrataan niitä perusskenaarioon sopivimman toimintatavan löytämiseksi. Analyysin perusteella vaikutustenarvioinnissa esitetään päätelmänä, että suurin nettohyöty saavutettaisiin seuraavilla toimenpiteillä:

1. Otetaan käyttöön keskusvastapuolipalveluihin tarkoitettu passi, joka perustuu keskusvastapuolten kansallisiin toimilupiin ja valvontaan, ja vahvistetaan valvontaviranomaisten kollegion asemaa tässä yhteydessä.
2. Otetaan käyttöön yhteiset vaatimukset ja menettelyt, joilla keskusvastapuolille vahvistetaan oikeus tulla yhteentoimiviksi, edellyttäen että riskit huomioidaan ja toimivaltaiset viranomaisen hyväksyvät tällaisen yhteyden.
3. Otetaan käyttöön keskusvastapuolia koskevat yhteiset tiukat vaatimukset.
4. Vaaditaan keskusvastapuolia tarjoamaan epäsuorille osallistujille mahdollisuus tallettaa marginaalinsa erotettuihin tileihin (koonti- tai nimellistileihin), jolloin ne voivat myös valita, haluavatko ne hyödyntää tarjousta.

Myös tässä tapauksessa asetusta pidetään soveliaimpana poliittisena välineenä haluttujen tavoitteiden saavuttamiseksi.

Kauppatietorekisterit

Kauppatietorekisteri on keskitetty rekisteri, jossa ylläpidetään avoimia OTC-johdannaiskauppoja koskevia tietueita (sopimuksia). Tämän pääasiallisen toiminnon lisäksi kauppatietorekisteri voi tarjota myös muita palveluja kuten sopimustapahtumien hallinnointia ja kauppojen käsittelypalveluja. Kauppatietorekisterit ovat hyvin hiljattain tapahtunut lisäys markkinainfrastruktuureihin (ensimmäinen perustettiin vuoden 2006 lopulla), ja niitä ei viime aikoihin asti ollut säännelty lainkaan. Oikeusjärjestyksen kannalta kauppatietorekisteristä saatava ensisijainen hyöty on se, että sen tietojensäilytystoiminto lisää avoimuutta ja sen ylläpitämät tiedot ovat luotettavia.

Kriisin aikana suurin ongelma oli se, kuinka nopeasti sääntelyviranomaisilla oli pääsy luottojohdannaisia koskevaan kauppatietorekisteriin tallennettuihin tietoihin (tuolloin oli olemassa vain yksi kauppatietorekisteri). Koska kauppatietorekisterit saavat ilmoitusvelvollisuutensa vuoksi koko järjestelmän kannalta merkityksellisen aseman, on entistä tärkeämpää, että sääntelyviranomaisilla on pääsy tietoihin. Ilmoitusvelvollisuuden vuoksi on ratkaistava myös useita muita kauppatietorekisteritoimintaan liittyviä näkökohtia.

Vaikutustenarvioinnissa tarkastellaan keinoja, joilla voidaan taata tarjota turvalliset, vakaat ja tehokkaat kauppatietorekisterit, joilla tuetaan ilmoitusvelvollisuutta ja varmistetaan, että toimivaltaisilla viranomaisilla on tehtäviensä hoitamiseen tarvitsemansa tiedot. Vaikutustenarvioinnissa esitetään tämän yleistavoitteen saavuttamiseksi kolme yksityiskohtaisempaa toimintatavoitetta, jotka ovat: i) kauppatietorekisteriin tallennettujen tietojen turvallisuuden ja luotettavuuden varmistaminen; ii) yhdenmukaisen toimintakentän luominen kauppatietorekisteripalvelujen tarjoamiselle ja iii) sen varmistaminen, että toimivaltaisilla viranomaisilla on esteetön pääsy kauppatietorekistereihin tallennettuihin tietoihin. Vaikutustenarvioinnissa määritellään lisäksi yksi toiminnallinen tavoite eli tavoite ottaa käyttöön yhteiset säännöt kauppatietorekisterien toimintojen hallinnoimiseksi.

Vaikutustenarvioinnissa analysoidaan kunkin edellä mainittuihin toiminnallisiin tavoitteisiin liittyvän toimintavaihtoehdon vaikutuksia ja verrataan niitä perusskenaarioon sopivimman toimintatavan löytämiseksi. Siinä esitetään analyysin perustuvana päätelmänä, että suurin nettohyöty saavutettaisiin antamalla lainsäädäntöä, jolla säänneltäisiin kauppatietorekisterien

toimintoja siten, että niiden rekisteröinnistä ja valvonnasta vastaisi EU:n tasolla Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (EAMV).

Myös tässä tapauksessa asetusta pidetään soveliaimpana poliittisena välineenä haluttujen tavoitteiden saavuttamiseksi.