Uusi aika arvopaperien selvitys- ja säilytysmarkkinoilla

21.5.2015 – Analyysi – Rahoitusvakaus

Jenni Koskinen
Vanhempi ekonomisti

Suomen arvopapereiden selvitys- ja säilytyspalveluiden markkinat uudistuvat merkittävästi. Uudistuksen aikataulu on tiukka. Hankkeiden hallittu läpivienti ajoissa on välttämätöntä arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin systeemisen merkityksen ja Suomen markkinoiden kilpailukyvyn tähden. Uudistuksen taustalla ovat EU:n arvopaperikeskusasetus sekä arvopaperiselvityksen keskitetty järjestelmäalusta, jota on valmisteltu EKP:n vetämänä. Nämä mittaluokaltaan huomattavat hankkeet ovat välttämättömiä nykyistä tehokkaamman ja riskittömämmän markkinainfrastruktuurin luomiseksi.

Uusi järjestelmä käyttöön

Suomen kansallinen arvopaperikeskus Euroclear Finland käyttäjineen varautuu parhaillaan muiden EU-alueen arvopaperikeskusten ja niiden sidosryhmien tavoin erittäin laajoihin EU-tason uudistuksiin. Kaksi keskeistä aloitetta – arvopaperikeskusasetus ja yhteiseurooppalainen selvitysalusta Target2-Securities (T2S) – toteutuvat lähivuosina tasatahtia. Arvopaperikeskusasetuksen toimeenpanon aikataulu on vielä lopullisesti täsmentymättä.

Euroclear Finland -yhtiön järjestelmä Infinity korvaa kaikki Suomen arvopaperikeskusjärjestelmät uuden aikakauden toimintamalleilla ja T2S-selvitysalustaan soveltuviksi. Hanke myös yhdistää nykyisen kahden erillisen järjestelmän toiminnallisuudet, mikä mm. tehostaa likviditeetin käyttöä.[1]

Tarvittavat muutokset toteutetaan kolmessa vaiheessa. Ensimmäinen vaihe[2]otettiin onnistuneesti käyttöön helmikuussa 2015. Suomen markkinoiden aikataulupaineet hankkeessa ovat kireät, mutta laadusta ei ole varaa tinkiä.

Järjestelmäarvion tulos positiivinen

Suomen Pankki on arvioinut Infinity-järjestelmän[3] Euroopan keskuspankkijärjestelmässä (EKPJ) yhteisesti sovittujen periaatteiden pohjalta.[4] Arvion perusteella järjestelmä täyttää sille asetetut vaatimukset riittävällä tasolla. Järjestelmä on hyväksytty käytettäväksi EKPJ:n rahapolitiikan vakuusoperaatioissa, ja se on myös toiminut luotettavasti osana EKP:n arvopaperien osto-ohjelman toteutuksessa käytettävää infrastruktuuria. Suomen Pankki kiinnitti arviossaan huomiota seuraaviin seikkoihin:

- Arvopaperikeskuksen on yhdessä järjestelmän osapuolten kanssa varauduttava osapuolen maksukyvyttömyystilanteisiin.
- Euroclear Finland -yhtiön on varmistettava hallintomallin toimivuus ja konsultoitava osapuolia riittävästi järjestelmähankkeessa.
- Euroclear Finland -yhtiössä on otettu käyttöön laajaa riskienhallintaa tukeva elpymissuunnitelma[5] , jonka ylläpito ja mukauttaminen muuttuvan toimintaympäristön vaatimuksiin on keskeistä.

Suomen Pankki seuraa tiiviisti järjestelmähankkeen pysymistä aikataulussa sekä osapuolten valmiutta liittyä vaiheittain käyttämään T2S-alustaa.

Selvitys- ja säilytysmarkkinoiden rakennemuutos alkaa

T2S-alustan käyttöönotto muuttaa tuntuvasti Euroopan selvitys- ja säilytysmarkkinoiden rakennetta sekä arvopaperikeskusten ja pankkien välistä kilpailua. Samalla otetaan ensiaskeleet pääomamarkkinaunioniin, jonka tavoitteena on poistaa esteet valtioiden rajat ylittäviltä investoinneilta EU:ssa.[6] T2S-alusta tukee nykyistä syvempien ja

1. Aiheesta enemmän, ks. http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/euro_ja_talous/rahoitusjarjestelman_vakaus/Documents/08Vakausraportti.pdf, s. 31–32.
2. Järjestelmähankkeen ensimmäisessä vaiheessa toteutettiin velkapaperien selvitystä ja säilytystä koskevat muutokset.
3. Ks. http://www.suomenpankki.fi/en/rahoitusjarjestelman_vakaus/infrastruktuuri_valvonta/Documents/Suomen%20Pankin%20yleisvalvonta-arvio%20Euroclear%20finland%20-yhti%c3%b6st%c3%a4%2c%202014.pdf.
4. Ks. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130927_1.en.html.
5. Suunnitelmalla varmistetaan yhtiön kriittisten palvelujen jatkuminen sen elinkelpoisuutta ja taloudellista asemaa uhkaavassa tilanteessa. Ks. http://www.bis.org/cpmi/publ/d121.pdf.
6. Ks. http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm.

likvidimpien vakuuspoolien muodostumista. Rahoitusmarkkinainfrastruktuurin parantaminen puolestaan liittyy korostuneesti Suomen kansallisen kilpailukyvyn strategiaan. Kilpailun kiristyminen voi lisätä arvopaperikeskusten konsolidoitumista.

Toimiala on laajasti sitoutunut yhteisen T2S-alustan käyttöönottoon ja näkee transaktioiden nettoutukseen ja konsolidoituun likvideetinhallintaan perustuvan yhdenmukaistuksen tuovan skaalahyötyjä ajan kuluessa. Suomi liittyy T2S-alustan käyttäjäksi viimeisten joukossa helmikuussa 2017. Myös muissa Pohjoismaissa ollaan laajasti yhdenmukaistamassa markkinakäytäntöjä T2S-mallin kanssa yhteensopiviksi. Keskittäminen vähentää vastapuolia ja pienentää riskejä. Liikkeeseenlaskijoiden yhtiötapahtumiin, kuten osinkoihin ja erilaisiin pääomajärjestelyihin sekä yhtiön ja osingonsaajan verotukseen, liittyy kuitenkin merkittävästi eriäviä käytäntöjä eri maissa. Arvopaperitransaktioiden toteuttamiseen sitoutuu edelleen liian monia välikäsiä, ja tästä aiheutuu ylimääräisiä kustannuksia.

Arvopaperikeskusasetus avaa markkinat

Myös syyskuussa 2014 voimaan tulleen arvopaperikeskusasetuksen tavoitteet ovat kokonaisuutena kannatettavia. Asetus on tärkeä osa EU:n rahoitusmarkkinoiden sääntelyreformia. EU-tason lainsäädännön yhdenmukaistuksessa täytyy kuitenkin varoa ylisääntelyä. Kaikkia markkinakäytäntöjä ei ole tarpeen yhdenmukaistaa jäsenvaltioiden kesken tai asettaa liian yksityiskohtaisia vaatimuksia, mikä voisi rajoittaa markkinoiden kehittymistä.

Suomen pääomamarkkinoiden kehityksen kannalta on keskeistä, että EU-alueella toimivien arvopaperikeskusten kilpailu on avointa ja ettei arvopapereiden kaupankäynti, selvitys ja säilytys ole Suomessa kalliimpaa kuin muilla markkinoilla. Liikkeeseenlaskijan vapaus valita haluamansa arvopaperikeskus tulee mahdollistaa asetuksen edellyttämällä tavalla. Vapaa pääsy järjestelmiin koskee myös muita toimijoita ja arvopaperikeskuksia.

Euroopan tasolla asetuksen myötä ollaan ottamassa käyttöön pakollinen sakkomaksu- ja korvausostojärjestelmä (buy-in) selvityskurin parantamiseksi. Samalla käynnistyvät transaktioiden vaiheiden laaja seuranta ja viranomaisraportointi. Asetus koskee ensisijaisesti selvityskeskuksia, mutta selvityskuria koskevien vaatimusten vaikutukset ulottuvat laajempaan joukkoon arvopaperikaupan ketjun toimijoita ja siis kaupankäyntitasoon saakka. Arvopaperikeskukset velvoitetaan julkistamaan nimettömät ja vuositasoa koskevat tiedot markkinaosapuolten epäonnistuneista transaktioiden toimituksista.

Asetuksen teknisten vaatimusten luonnosversioista on annettu monentyyppisiä lausuntoja[7], sillä sääntely vaikuttaa eri tavoin eri markkinatoimijoihin. Osa toimijoista pelkää, että selvityskurin parantamiseksi kaavaillut vaatimukset vaarantavat markkinoiden tehokkuuden ja likviditeetin. Paikoin erittäin yksityiskohtaisten vaatimusten toimeenpano yhdenmukaistaa ja muuttaa markkinoiden toimintatapoja, mutta voi samalla mm. lisätä markkinatakaajien ja sijoittajien riskejä ja kustannuksia.

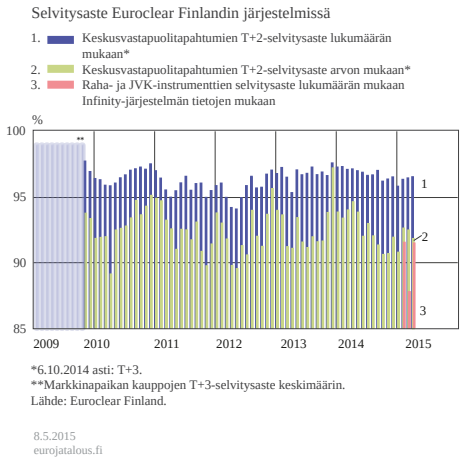
7. Ks. https://www.esma.europa.eu/page/Post-tradingSettlement-SFD-CSDR-T2S.

Myöhästelijät kuriin Helsingissä

Arvopaperimarkkinoilla lipsutaan osake- ja velkamarkkinaselvityksen sovituista määräajoista Helsingissä merkittävästi. Pääosin kyseessä on myöhästyminen sovituista toimitusajoista, ei selvityksen epäonnistuminen lopullisesti. Tällöin osakekauppa on lopullinen keskimäärin 3–4 päivän kuluttua sopimuksen syntymisestä, vaikka nykyinen vaatimus on 2 päivän kuluttua. Arvopaperitransaktioiden kustannukset kasvavat, kun myyjät eivät toimita omaisuutta ostajalle sovitun ajan kuluessa, ja myös selvitysaste jää myöhästelyn seurauksena alhaiseksi. Syyt myöhästelyyn ovat selvillä vain osin.

Osakemarkkinoilla on osin kyse kommunikaatio-ongelmasta ulkomaisen asiakkaan ja tätä palvelevan paikallisen toimijan välillä, mutta pääosin kuitenkin siitä, että etävälittäjällä ei ole riittävästi kannustimia välttää epäonnistumisia. Osakemarkkinoilla syntyneiden vaateiden toimittamisesta vastaavat Suomessa usein ulkomaisia asiakkaita palvelevat kotimaiset agentit, ja asiakkaan kannustimet toimittaa vaateet reunamarkkinoilla määräaikojen mukaisesti ovat puutteelliset. Ongelman aiheuttavat tahot ulkomailla eivät eri syistä hyödynnä arvopaperilainamarkkinoita ja hanki puuttuvaa omaisuutta lainaksi. Myöskään keskusvastapuolen tai arvopaperikeskuksen sakkomaksut eivät korjaa tilannetta.

Uuden Infinity-järjestelmän käyttöönoton myötä sama myöhästelyongelma paljastui myös velkamarkkinatoimituksissa.[8] Kyse ei ole uusista määräajoista, keskusvastapuolitoimituksista tai paikallisten markkinoiden sääntely-ympäristön tuntemisesta, koska myöhästyjät ovat paikallisia toimijoita. Asiaan tulisi saada aikaan korjaus pikaisesti.



Kuvio 1

Avainsanat

selvityskuri, skaalatuotot, T2S, arvopaperikeskusasetus, tekninen kehitys, arvopaperien selvitys

8. On huomattava, että velkamarkkinatoimituksissa yksittäisillä myöhästymisillä on tapahtumamäärien vähäisyyden vuoksi suurempi vaikutus selvitysasteeseen kuin osakemarkkinatoimituksissa.