



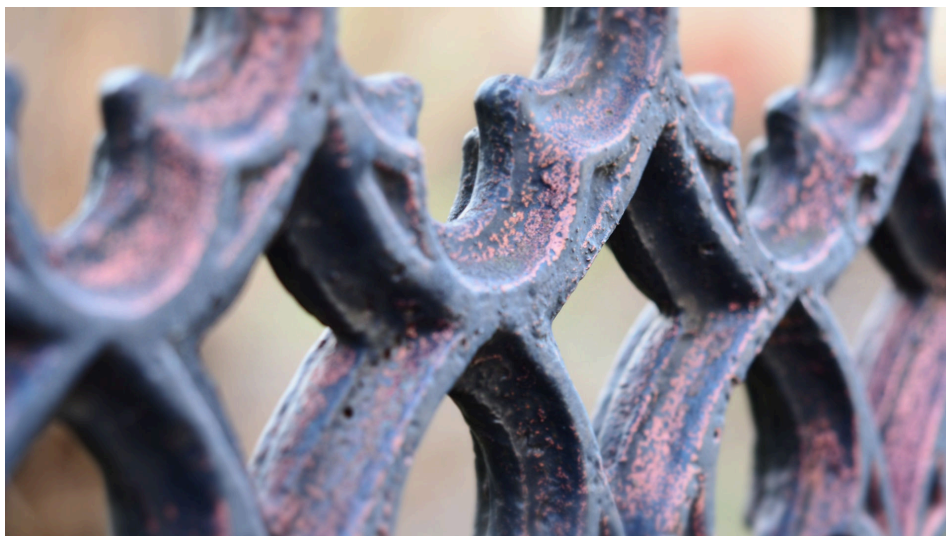
Keskusvastapuolet voivat sekä vähentää että aiheuttaa riskejä

19.5.2016 – Analyysi – Rahoitusvakaus



Kasper Korpinen
Vanhempi ekonomisti

Keskusvastapuoli (central counterparty, CCP) asettuu arvopaperikaupan määrittämisessä ostajaksi myyjälle ja myyjäksi ostajalle. Tällöin keskusvastapuoli ottaa kauppaan liittyvät vastapuoliriskit itselleen. Vastapuoliriski syntyy keskusvastapuolten välille niiden yhteentoimivuusjärjestelyistä. Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta on keskeistä, että keskusvastapuolten riskienhallinta on kokonaisuudessaan kunnossa.



Keskusvastapuolipalvelujen tarjonta Suomeen lisääntyy

Vuoden 2008 finanssikriisi muistutti, että kahdenväliset arvopaperikaupat ja johdannaisopimukset voivat muodostaa monimutkaisia ketjuja ja riskikeskittymiä. Vastapuoliriskit voivat ketjuuntua monenkeskisillä markkinoilla siten, että osapuolilla ja viranomaisilla ei ole riittävää kokonaiskuvaa suorista ja epäsuorista riskeistä. Vastapuoliriskejä on sittemmin haluttu tehdä läpinäkyvämmiksi ja hallitummiksi

lisäämällä raportointia ja keskusvastapuolimäärityksen käyttöä.^[1]

Keskusvastapuolimäärityksessä arvopaperi- tai johdannaiskauppaan liittyvät alkuperäiset sitoumukset korvataan uusilla sopimuksilla, joissa keskusvastapuoli asettuu vastapuoleksi kummallekin alkuperäiselle sopimusosapuolelle. Keskusvastapuolen asettuessa tapahtumien vastapuoleksi osapuolten väliset vastapuoliriskit muuttuvat osapuolen ja keskusvastapuolen välisiksi. Tämä tekee keskusvastapuolista kriittisiä toimijoita, koska ne voivat olla vastapuolena valtavalle määrälle osapuolia ja sopimuksia. Toisaalta keskusvastapuolimääritys mahdollistaa tapahtumien nettouttamisen^[2], mikä pienentää osapuolten kauppohen toteuttamiseksi tarvitsemien arvopapereiden ja rahan määrää.

Suomalaisessa osakekaupankäynnissä keskusvastapuolipalveluiden tarjonta on laajenemassa. EuroCCP on palvellut Suomen markkinoita jo vuodesta 2009. LCH.Clearnet puolestaan laajensi keskusvastapuolipalvelujensa tarjonnan Nasdaqin pohjoismaisissa pörseissä tehtäviin osakekauppoihin marraskuussa 2015. Lisäksi SIX x-clear on aloittamassa toiminnan^[3] kolmantena keskusvastapuolena. Kehitys on osa yleistä eurooppalaista alan suuntausta, ja edellä mainitut keskusvastapuolet tarjoavat palvelujaan laajasti jo monelle muulle kaupankäyntipaikalle.

Yhteentoimivuusjärjestelyt vähentävät hajautumisen haittoja

Osa keskusvastapuolista tarjoaa yhteentoimivuusjärjestelyjä (interoperability). Yhteentoimivuusjärjestelyn kautta on mahdollista määrittää kahden, eri keskusvastapuolen palveluja käyttävän vastapuolen kaupat. Tällaista järjestelyä hyödyntävässä määrityksessä kauppasopimuksesta luodaan kolme sopimusta. Myyjän ostajaksi asetetaan myyjän keskusvastapuoli ja ostajan vastapuoleksi asetetaan ostajan keskusvastapuoli. Kolmas sopimus luodaan keskusvastapuolien välille siten, että myyjän keskusvastapuoli on myyjänä ja ostajan keskusvastapuoli ostajana.

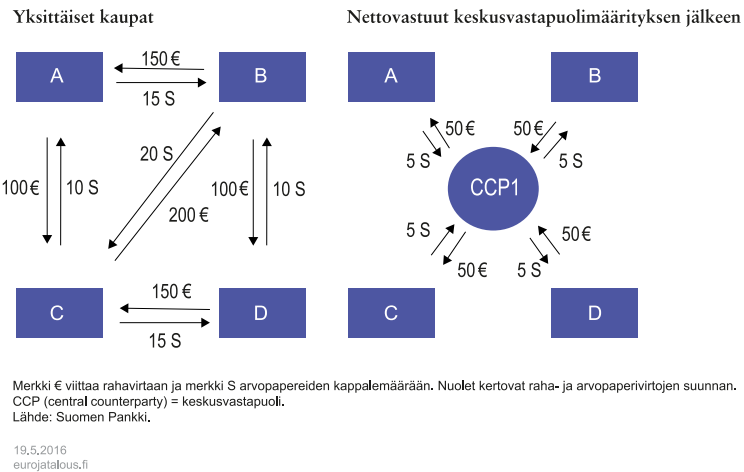
Yhden keskusvastapuolen toimintaa ja yhteistoiminnallisten keskusvastapuolten toimintaa on havainnollistettu kuvioissa 1 ja 2.

1. EMIR http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm.

2. Samanlaisten velvoitteiden yhdistäminen siten, että jäljelle jää yksi nettovelvoite.

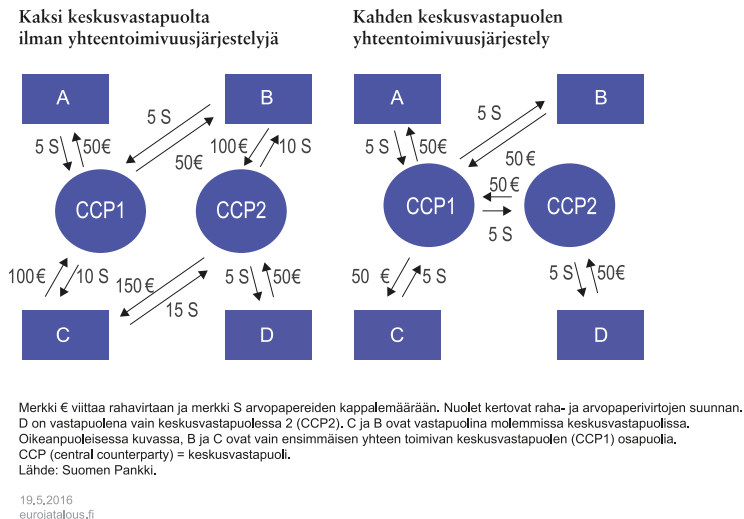
3. Ks. <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=702013&lang=en>.

Yksittäiset kaupat ja kaupat yhden keskusvastapuolen määrittäminä



Kuvio 1

Kauppojen määrittäminen kahdessa keskusvastapuolella ilman yhteentoimivuusjärjestelyä ja sen kanssa



Kuvio 2

Esimerkit (kuvio 2) havainnollistavat, millainen nettoutustulos saavutetaan samoja maksuja (kuvio 1) käytettäessä ilman yhteentoimivuusjärjestelyä ja yhteentoimivuusjärjestelyn kanssa, kun ainoastaan osapuoli D on toisen keskusvastapuolen (CCP2) asiakas. Ensimmäisessä vaihtoehdossa (kuvio 2), ilman yhteentoimivuusjärjestelyä, osapuolet B ja C toimivat molempien keskusvastapuolten osapuolina. Tässä esimerkissä kahdessa eri keskusvastapuolella toimivien osapuolten positiot kasvavat. Yhteentoimivuusjärjestelyä kuvaavassa esimerkissä, jossa osapuolet ovat kukin osapuolena vain yhdessä keskusvastapuolella, osapuolten nettopositiot ovat samat kuin yhden keskusvastapuolen mallissa (kuvio 1). Vain keskusvastapuolten välinen positio poikkeaa yhden keskusvastapuolen mallista.

Markkinoiden kilpailullisuuden kannalta on suotavaa, että arvopaperikauppojen osapuolia on palvelemaan useampia keskusvastapuolia. Määritettävien tapahtumien hajautuminen useaan eri keskusvastapuoleen, ilman erityisiä lisäjärjestelyjä, voi

kuitenkin huonontaa nettoutustulosta ja vähentää keskusvastapuolimäärityksestä saatavia etuja. Keskusvastapuolten yhteentoimivuusjärjestely vähentää näitä haittoja. Yhteentoimivuusjärjestelyt ovat herättäneet myös huolta ja keskustelua, sillä ne monimutkaistavat järjestelyjä ja riskienhallintaa sekä tuovat systeemisesti merkittävät keskusvastapuolet toistensa vastapuoliksi. On tärkeää, että riskit eivät pääse leviämään yhteentoimivuusjärjestelyjen kautta keskusvastapuolten välillä.

Keskusvastapuolitoiminta on luvanvaraista ja viranomaisvalvonnan piirissä. Keskusvastapuoliin sovelletaan tiukkoja vakavaraisuusvaatimuksia, ja keskusvastapuolten on kerättävä osapuoliltaan vakuuksia (margin requirements) sekä ylläpidettävä maksukyvyttömyysrahastoa (default fund) ja omia rahoitusvaroja. Vakuuksien, maksukyvyttömyysrahaston ja omien rahoitusvarojen on katettava niiden kahden osapuolen yhtäaikainen maksukyvyttömyys, joilla on suurimmat vastuut äärimmäisissä mutta mahdollisissa markkinaolosuhteissa.^[4] Tartuntariskien minimoimiseksi yhteistoiminnalliset keskusvastapuolet toimittavat toisilleen vakuuksia mutta eivät osallistu toistensa maksukyvyttömyysrahastoihin.

Kaiken kaikkiaan keskusvastapuolilla on keskeinen rooli osana rahoitusmarkkinoiden kriittistä infrastruktuuria. Yhtäältä keskusvastapuolet edistävät riskienhallintaa, mutta toisaalta ne voivat myös toimia riskin lähteenä. Tämän vuoksi keskusvastapuolten riskienhallinnan ja yhteentoimivuusjärjestelyjen on oltava kunnossa, jotta ne eivät horjuta rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Avainsanat

keskusvastapuolten yhteistoiminta, vastapuoliriski, keskusvastapuoli, nettouttaminen

4. EMIR http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm.