



BoF Online

12 • 2009

**Keskusvastapuoliselvitys
alkaa Helsingin pörssissä:
Mikä muuttuu?**

Marko Myller

*Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia
eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.*



Suomen Pankki

Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto

14.10.2009

Sisällys

1	Tiivistelmä	3
2	Mikä on keskusvastapuoli ja miten se toimii?	4
2.1	Onko keskusvastapuolten välillä eroja?	5
2.2	Eurooppalaiset keskusvastapuolet	6
3	Markkinarakenteen muuttuu	8
4	Miksi keskusvastapuoli on systeemisesti merkittävä toimija?	12
5	Vaikutukset markkinapaikka Helsinkiin	13
6	Johtopäätökset	15
	Liite 1. Pohjoismaisille markkinoille pyrkivät keskusvastapuolet	17
	Lähteet	19
	Internet-lähteet	20

Kuvioluettelo

Kuvio 1.	Eurooppalaisia keskusvastapuoolia niiden kotimaan mukaan	7
Kuvio 2.	Arvopaperikaupan prosessi	11
Kuvio 3.	Keskusvastapuolet ja niiden osapuolten verkosto	14

Kiitokset

Haluan kiittää artikkelin kommentoinnista Karlo Kaukoa, Kari Korhosta ja Kimmo Virolaista Suomen Pankista sekä Arja Voipiota Finanssivallvonnasta.

BoF Online

Päätoimittaja

Mika Pösö

ISSN

1796-9123 (online)

Postiosoite
PL 160
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmanin aukio
Puhelin 010 8311
Faksi (09) 174 872

Sähköposti
etunimi.sukunimi@bof.fi
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH
Y-tunnus 0202248-1
Kotipaikka Helsinki

1 Tiivistelmä

Tässä selvityksessä käsitellään pohjoismaisilla osakemarkkinoilla lokakuussa 2009 käynnistyvää keskusvastapuoliselvitystä. Selvityksen pyrkimyksenä on kertoa yleistajuisesti, mikä keskusvastapuoli on, mitä se tekee ja miten se vaikuttaa markkinoiden toimintaan.

Uudistuksen seurauksena Helsingin Pörssin suurten ja keskisuurten yhtiöiden osakkeilla tehtyjen kauppojen selvitysprosessi mukautuu kansainvälisiin menettelytapoihin. Hankkeella pyritään luomaan uudenlaista kilpailua markkinoille. Pohjoismaat aikovat ottaa ensimmäisenä maailmassa käyttöön kolmen keskusvastapuolen yhteistoimintaan perustuvan toimintatavan. Käytännössä myös pörssien ja monenkeskisten kauppapaikkojen välinen tasaveroinen kilpailu tulee mahdolliseksi, koska yksi keskusvastapuoli voi palvella useita kauppapaikkoja.

Keskusvastapuolen päätehtävä on suojata välittäjiä niiden vastapuolista syntyviltä luottoriskeiltä. Näiden palveluntarjoajien oman riskienhallinnan onnistumisella on myös merkitystä rahoitusjärjestelmän systeemiriskin kannalta. Selvityksessä kuvataan, miten keskusvastapuolten riskienhallintapolitiikka ja toimintatavat voivat vaikuttaa markkinarakenteeseen, ja mihin asioihin välittäjien ja niiden asiakkaiden on syytä kiinnittää huomiota vertaillessaan eri palveluntarjoajia markkinoilla.

Koska markkinoille pyrkivät keskusvastapuolet ovat ulkomaisia toimijoita, niiden toiminnan aloittamiseen liittyy useita juridisia kysymyksiä, niitä koskevan valvonnan organisoiminen ja huoli suomalaisen rahoitusmarkkinaosaamisen säilymisestä.

2 Mikä on keskusvastapuoli ja miten se toimii?

Keskusvastapuoli (central counterparty, CCP) on yhteisö, joka toimii arvopaperikaupan arvoketjussa kaupankäyntipaikan ja arvopaperikeskuksen välissä. Keskusvastapuoli vastaanottaa kauppatiedot joko suoraan kauppapaikalta tai kaupan osapuolilta. Sitten se nettouttaa eri osapuolien velvoitteet instrumentikohtaisesti ja asettuu kaupan vastapuoleksi hyväksymiensä tuotteiden osalta joko reaaliajassa tai esim. päivän päätteeksi.¹ Nettoutuksen toteuttamistapa vaihtelee eri keskusvastapuolien välillä.

Asettuessaan myyjäksi ostajalle ja ostajaksi myyjälle keskusvastapuoli kantaa riskin vastapuolien kyvystä toteuttaa velvoitteensa, kuten toimittaa rahaa tai arvopapereita. Riski poistuu, kun nettotapahtumien toimitus suorien selvitysosapuolten ja keskusvastapuolen välillä on tehty paikallisessa arvopaperikeskuksessa. Keskusvastapuolella on usein oikeus lainata arvopapereita osapuolen lukuun nopeuttaakseen toimitusta ja varmistaakseen sen toteutumisen. Sillä on usein myös oikeus sulkea osapuolen positio ja ostaa puuttuvat arvopaperit myyjän lukuun. Aikaviive, jonka jälkeen näihin toimiin voi ryhtyä, on pääsääntöisesti määritelty keskusvastapuolen säännöissä.

Keskeisimpiä keskusvastapuolen tarjoamia palveluita ovat kauppavelvoitteiden uudelleen määrittely² ts. takaus siitä, että kauppa toteutuu, tapahtumien nettouttaminen³, ja arvopaperilainaus. Keskusvastapuoli asettuu siis jatkuvasti kauppojen vastapuoleksi helpottaen osapuoltensa vastapuoliriskin hallintaa. Nettoutus puolestaan tehostaa likviditeetinkäyttöä ja voi vähentää tapahtumien määrää. Muiksi palveluiksi voidaan lukea anonymiteetti kaupan jälkeisessä prosessissa (post-trading) ja back-office -prosessien standardointi tältä osin.

Keskusvastapuoli kantaa osapuoliin liittyvän luottoriskin toisin kuin arvopaperikeskus. Tätä varten sen täytyy suojautua itse luottoriskiltä ja siihen liittyviltä markkinariskeiltä. Keskusvastapuolen suojautumismekanismeja ovat:

- Osapuolikriteerit (pääomavaatimukset, osapuolivalvonta)
- Vakuusvaateet (lisävakuudet, myös päivän sisällä)
- Selvitysrahasto, oma pääoma, omistajan/pankin takaus, vakuutukset jne.

¹ Keskusvastapuolen kauppatakauksen voimaantulon viive vaihtelee toimijasta riippuen.

² Keskusvastapuoli asettuu kaupan osapuolten väliin myyjäksi alkuperäiselle ostajalle ja ostajaksi alkuperäiselle myyjälle (novaatio).

³ Nettopositioiden laskenta, joko kahdenvälisesti tai monenkeskisesti.

Perinteisesti jokaisessa maassa on ollut oma keskusvastapuoli. Rahoitusmarkkinapolitiikalla on pyritty edistämään kilpailua ja sen seurauksena keskusvastapuolet tarjoavat palveluita myös maasta toiseen. Pohjoismaisille markkinoille on syntymässä tilanne, jossa kolme kansainvälisesti toimivaa keskusvastapuolta kilpailee palveluiden tuottamisessa. Kaikkien kolmen toimijan kotipaikka on Pohjoismaiden ulkopuolella. Lokakuussa toimintansa aloittaa ensimmäinen näistä kolmesta.

2.1 Onko keskusvastapuolten välillä eroja?

Päältä päin katsoen keskusvastapuolten toiminta ja palvelu vaikuttavat identtisiltä. Tarkemmin tarkasteltuna erot ovat osin jopa merkittäviä ja ne toimivat keskusvastapuolten kilpailukeinoina. Eroavuuksia on mm. seuraavissa asioissa:

- Keskusvastapuolen yhtiömuoto ja toimilupakysymykset
- Jäsenyysehdot
- Vakuusmateriaali
- Selvitysrahasto
- Nettoutusmenetelmä
- Tilirakenne, mukaan lukien osapuolten omien varojen ja asiakasvarojen erottelu (segregaatio)
- Keskuspankkirahan käyttö
- Jäsenyys arvopaperikeskuksessa

Keskusvastapuolen jäsenyskriteerit perustuvat tyypillisesti pääomavaatimukseen. Yhden keskusvastapuolen mallissa on ongelmana ollut se, että jäsenyskriteerit on tyypillisesti asetettu korkeiksi. Toisin sanoen vain suuret toimijat ovat päässeet keskusvastapuolen osapuoliksi. Pienemmät toimijat ovat joutuneet ostamaan palvelut toiselta välittäjältä ja näin ollen kantamaan riskin kyseisestä toimijasta. Kolme vaihtoehtoista keskusvastapuolta tarjoaa valinnanmahdollisuuksia sekä isoille että pienille välittäjille ja pienetkin välittäjät voivat tehdä aidon valinnan liittymistavastaan, eli ovatko suorana jäsenenä vai ostavatko palvelun toiselta välittäjältä. Luonnollisesti isompien toimijoiden palveluiden hinnoittelulla on vaikutusta päätökseen.

Keskusvastapuolen hyväksymällä vakuusmateriaalilla voi olla epäsuoria kustannusvaikutuksia osapuolelle. Jokin keskusvastapuoli hyväksyy nostot ja talletukset päivittäin kun taas toinen kuukausittain tai neljännesvuosittain. Ehkäpä tärkeämpää on kuitenkin se, mitä materiaalia vakuudeksi hyväksytään tai palauttaako keskusvastapuoli vakuuksille saadun tuoton osapuolelle. Rahatalletus kelpaa yleensä jokaiselle keskusvastapuolelle, tosin useimmiten sen tulee olla euro-, dollari- tai puntamääräinen. Val-

tion joukkolainat ovat yleisintä vakuusmateriaalia. Osa toimijoista hyväksyy vakuudeksi myös osakkeet.

Selvitysrahastolla tarkoitetaan rahastoa, johon kaikki osapuolet tallettavat varoja ja josta mahdollisessa osapuolen konkurssitilanteessa katetaan tappiot. Perinteisesti yhtä markkinaa palvelevan keskusvastapuolen tapauksessa rahasto on ollut markkinakohtainen, mutta useilla markkinoilla toimivilla keskusvastapuolilla käytäntö vaihtelee. Osa pitäytyy markkinapaikkakohtaisessa rahastossa, mikä estää ongelmien tarttumisen markkinalta toiselle (tartuntariski). Osa yhdistää myös toisistaan riippumattomat markkinat yhteen rahastoon. Periaatteessa rahastot voisivat olla myös instrumenttikohtaisia.

Keskusvastapuolten nettoutuskäytännöissä ja tilien erottelussa on myös eroja. Osa toimijoista nettouttaa saman arvopaperin tapahtumat riippumatta kauppapaikasta, kun taas toiset nettouttavat kauppapaikkakohtaisesti. Eroja on myös siinä sallivatko keskusvastapuolet asiakkaan ja välittäjän kauppajen ja varojen nettouttamisen keskenään.

Osa toimijoista käyttää keskuspankkirahaa vakuushallinnassa ja selvitystoiminnassa. Keskuspankkirahan käyttäminen tarkoittaa käytännössä rahaliikenteen kulkemista osapuolten keskuspankissa olevien tilien kautta. Keskuspankkirahan käyttö eliminoi liikepankkien käytöstä syntyvän riskin, koska saaminen keskuspankista on vähemmän riskipitoinen kuin saaminen liikepankista. Usein eurooppalaisten toimijoiden ei kuitenkaan ole kustannustehokasta turvautua keskuspankkirahaliikenteeseen esimerkiksi dollaritalletuksissa.

Keskusvastapuoli voi olla paikallisessa arvopaperikeskuksessa joko suorana osapuolena tai toimia jonkin toisen selvitysosapuolen kautta. Jälkimmäisessä roolissa selvitysosapuoli voi toimia joko omis- sa nimissään tai keskusvastapuolen tilin teknisenä operaattorina.

2.2 Eurooppalaiset keskusvastapuolet

Keskusvastapuoliselvitystä on vuosikymmeniä käytetty etupäässä johdannaispörssien kauppajen selvityksessä niihin liittyvien suurten riskien vuoksi. Nykyisin keskusvastapuolten palvelut kattavat johdannaisten lisäksi osakkeet, joukkolainat sekä erilaiset hyödykejohdannaiset. Useiden kahdenvälisillä OTC-markkinoilla kaupankohteena olevien johdannaisten, kuten luottojohdannaisten (Credit Default Swap, CDS), selvityksessä ollaan siirtymässä keskusvastapuoliselvitykseen. Muualla maailmassa keskusvastapuolet erikoistuvat johonkin tuotteeseen, kun taas Euroopassa ne käsittelevät monia tuoteryhmiä. Vaikka instrumenttityyppien kattavuus on laaja, se ei tarkoita sitä, että kaikki ko. kategorioiden instrumentit kelpaavat keskusvastapuoliselvitykseen. Käytännössä esimerkiksi vähän vaihdetut ja

hinnaltaan volatiilit osakkeet jäävät keskusvastapuoliselvityksen ulkopuolelle riskienhallinnan vaikeuden takia.⁴

Eurooppalaiset keskusvastapuolet ovat perinteisesti toimineet vertikaalisesti integroituneina markkinapaikan yhteydessä. Tilanne on muuttumassa toimialajärjestöjen ja Euroopan komission luoman toimintatapasäännösten (Code of Conduct) myötä. Keskusvastapuolet ovat kytkeytymässä ristiin eri markkinoille pörssien ja arvopaperikeskusten tapaan (kuvio 1).

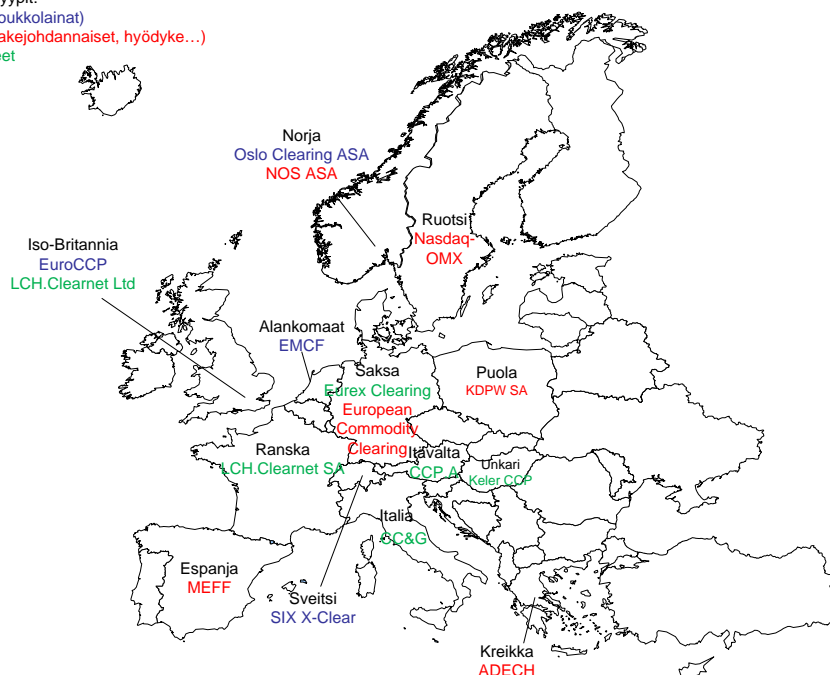
Kuvio 1. Eurooppalaisia keskusvastapuoolia niiden kotimaan mukaan

Keskusvastapuolien tuotetyypit:

Käteistuotteet (osakkeet, joukkolainat)

Johdannaiset (energia, osakejohdannaiset, hyödyke...)

Käteis- ja johdannaistuotteet



Lähde: Suomen Pankki.

Merkittävimmit eurooppalaiset osakeselvitystä tarjoavat keskusvastapuolet ovat LCH.Clearnet Group ja Eurex. LCH.Clearnet Group tarjoaa palveluita sekä Lontoon että Euronext-alueen⁵ markkinoille, ja sen omistajia ovat asiakkaat ja Euroclear-ryhmä. Eurex puolestaan kuuluu saksalaiseen Deutsche Börse -ryhmään ja palvelee pääasiassa Saksan ja Sveitsin markkinoita. Suomen markkina on pitkälti osakemarkkina eikä täällä ole aiemmin ollut osakekaupan keskusvastapuoliselvitystä.⁶ Suomalaisiin ar-

⁴ Keskusvastapuolen riskienhallinnan vaatimukset tuovat, hintariskin takia, niiden kauppaan niin suuret lisäkustannukset, että ne toimitetaan kahdenvälisesti.

⁵ Ranska, Hollanti, Belgia, Portugali.

⁶ Johdannaisille keskusvastapuolena toimi SOM.

vopapereihin liittyvillä johdannaisilla voi käydä kauppaa mm. Saksassa (Eurex) ja Ruotsissa, jossa Nasdaq-OMX:n Tukholman pörssi tarjoaa keskusvastapuoliselvitystä.

Monenkeskisten kauppapaikkojen myötä syntyi keskusvastapuolimarkkinoille useita uusia toimijoita. Ne aloittivat toimintansa tarjoamalla palveluita monenkeskisille kauppapaikoille ja laajenivat nopeasti säännellyille markkinoille. Uudet toimijat ovat pääsääntöisesti kevyen kustannusrakenteen organisaatioita. Ne pyrkivät yhdistämään samaan ”suppiloon” useita eri markkinoita.

Suomen ja Pohjoismaiden markkinoille tulokkaita on kolme. Ensimmäisenä toimintansa nk. vapaaehtoisessa muodossa aloitti hollantilainen European Multilateral Clearing Facility N.V. (EMCF) maaliskuussa 2009. EMCF on perustettu maaliskuussa 2007 Hollantilaisen Fortis-konsernin toimesta. Pohjoismaista pörssiä operoiva Nasdaq-OMX on sittemmin ostanut siitä 22 prosentin osuuden.⁷ EMCF:n aikaisemmat asiakkaat ovat monenkeskisiä kauppapaikkoja, joista merkittävin on Chi-X.

Lontoosta käsin toimiva Yhdysvaltalaisen arvopaperiselvitystalo DTCC:n tytäryhtiö EuroCCP on käynnistämässä toimintansa Suomessa vuoden 2010 alkupuolella. Myös sen toiminta on saanut alkunsa monenkeskisiltä kauppapaikoilta, joista merkittävin on Turquoise.

Sveitsiläinen SIX X-clear on laajentamassa toimintaansa pohjoismaisille markkinoille ja aloittamassa toimintansa kolmantena keskusvastapuolena yhtä aikaa EuroCCP:n kanssa. SIX X-Clear kuuluu samaan ryhmään Sveitsin pörssin kanssa. Sen laajentuminen Sveitsin ulkopuolelle käynnistyi vuonna 2006 Lontoon pörssissä tehdyille kaupoille. Lakiesitys Suomen arvopaperimarkkinalain uudistamiseksi vaatii ETA-alueen ulkopuolista keskusvastapuolta perustamaan Suomeen sivuliikkeen.

3 Markkinarakenne muuttuu

Vuoden 2007 marraskuussa voimaan astunut direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista⁸ on muuttanut arvopaperikaupankäynnin rakenteita. Eurooppaan perustettiin lukuisia uusia niin kutsuttuja monenkeskisiä kaupankäyntipaikkoja (multilateral trading facility, MTF). Uusista kauppapaikoista lähestulkoon kaikki ovat ottaneet kaupankäynnin kohteeksi perinteisten pörssien vaihdetuimmat osakkeet ja pyrkineet yhdistämään yhteen useita eri markkinoita. Kilpailu onkin kiristynyt houkuttelevimpien tuotteiden osalta. Kilpailun kiristyessä pohjoismaisia pörsejä (Helsinki, Tukholma ja Kööpenhamina)

⁷ <http://www.euromcf.nl/?ID=25>.

⁸ Rahoitusvälineiden markkinoista annettu direktiivi (MiFID) 2004/39/EY. Katso lähemmin http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

operoiva Nasdaq-OMX ilmoitti ottavansa käyttöön keskusvastapuolen⁹, jota eritoten pörssin ulkomaiset asiakkaat olivat toivoneet.

Perinteisesti markkinapaikka on toiminut siilon tavoin. Tämä tarkoittaa, että yhdestä pörssistä kaupat ovat menneet selvitettäväksi yhteen keskusvastapuoleen ja edelleen säilytettäväksi samassa maassa sijaitsevaan arvopaperikeskukseen. Usein nämä ketjun osat ovat olleet vielä saman omistajan omistuksessa. Suurinta osaa arvopapereista on voinut ostaa ja myydä vain yhdellä kauppapaikalla. Keskusvastapuolten ansiosta arvopaperi voi olla kaupankäynnin kohteena usealla markkinapaikalla. MiFIDin myötä todellinen kilpailu kaupankäynnissä on auennut ja toimintatapasäännösten (Code of Conduct) myötä keskusvastapuolien kilpailu orastaa.

Nasdaq-OMX:n pörsseissä tehtyjen kauppajen pakollinen keskusvastapuoliselvitys käynnistyi 9.10.2009. Tällöin alkoi siirtyä siihen, että kaikki markkinoiden kanssa yhteisesti sovitulla osakelajeilla tehdyt kaupat selvitetään keskusvastapuolta käyttäen. Ensimmäisenä keskusvastapuolena aloitti hollantilainen EMCF. Pohjoismaiset välittäjäyhdistykset edellyttivät pörssiltä kahta tai useampaa keskusvastapuolta, ja niinpä vuoden 2010 alkupuolella välittäjien valinnanmahdollisuudet ovat laajentumassa kahdella uudella palveluntarjoajalla. EuroCCP ja SIX X-clear ovat aloittamassa toimintansa pohjoismaisilla markkinoilla tammikuussa 2010. Välittäjillä näyttää nyt olevan valinnanvaraa sen suhteen, minkä keskusvastapuolen asiakkaana aloittavat. Yhden palveluntarjoajan mallissa olisi riskinä ollut monopoliasemassa olevan keskusvastapuolen liian suuri hinnoitteluvoima. Toisaalta useamman keskusvastapuolen mallissa keskusvastapuolten välisen riskienhallinnan onnistuminen on markkinan vakauden ehdoton edellytys. Kolmen keskusvastapuolen yhteistoiminta on toteutuessaan historiallista maailmanlaajuisestikin. Yhtä markkinaa palvelisi kolme eri keskusvastapuolta lähes alusta alkaen. Aika tosin näyttää tarjoavanko pohjoismaiset volyymit riittävästi elintilaa kaikille toimijoille.

Helsingin pörssissä tehdyt kaupat on tähän saakka toimitettu tapahtumakohtaisesti arvopaperikeskuksessa. Kauppatapahtumat ovat siirtyneet pörssistä suoraan arvopaperikeskukseen, jossa kauppajen toimitus on tehty bruttomääräisesti asiakkaan arvo-osuustililtä toisen asiakkaan tilille. Uudessa mallissa vaihdetuimmilla osakkeilla tehdyt kaupat siirtyvät pörssistä keskusvastapuolelle. Se nettouttaa¹⁰ kaupan osapuolien velvoitteet arvopaperilajikohtaisesti (clearing) ja asettuu kaupan vastapuoleksi (no-vaatio). Näin ollen esimerkiksi välittäjän samalla arvopaperilla samana päivänä tekemät 1000 kauppaa muovautuvat yhdeksi kaupaksi keskusvastapuolen ja välittäjän selvitysosapuolen välillä. Tämä yksi kauppatapahtuma siirtyy arvopaperikeskukseen, jossa suoritetaan edellä mainitun nettotapahtuman toimitus keskusvastapuolen ja välittäjän selvitysosapuolen tilien välillä (settlement) toimitus

⁹ Nasdaq-OMX:n lehdistötiedote 16.10.2008.

¹⁰ Käytännössä nettouttaminen tarkoittaa samalla arvopaperilla tehtyjen kauppajen yhteenlaskua. Tällöin eri suuntaiset kaupat kumoavat toisensa.

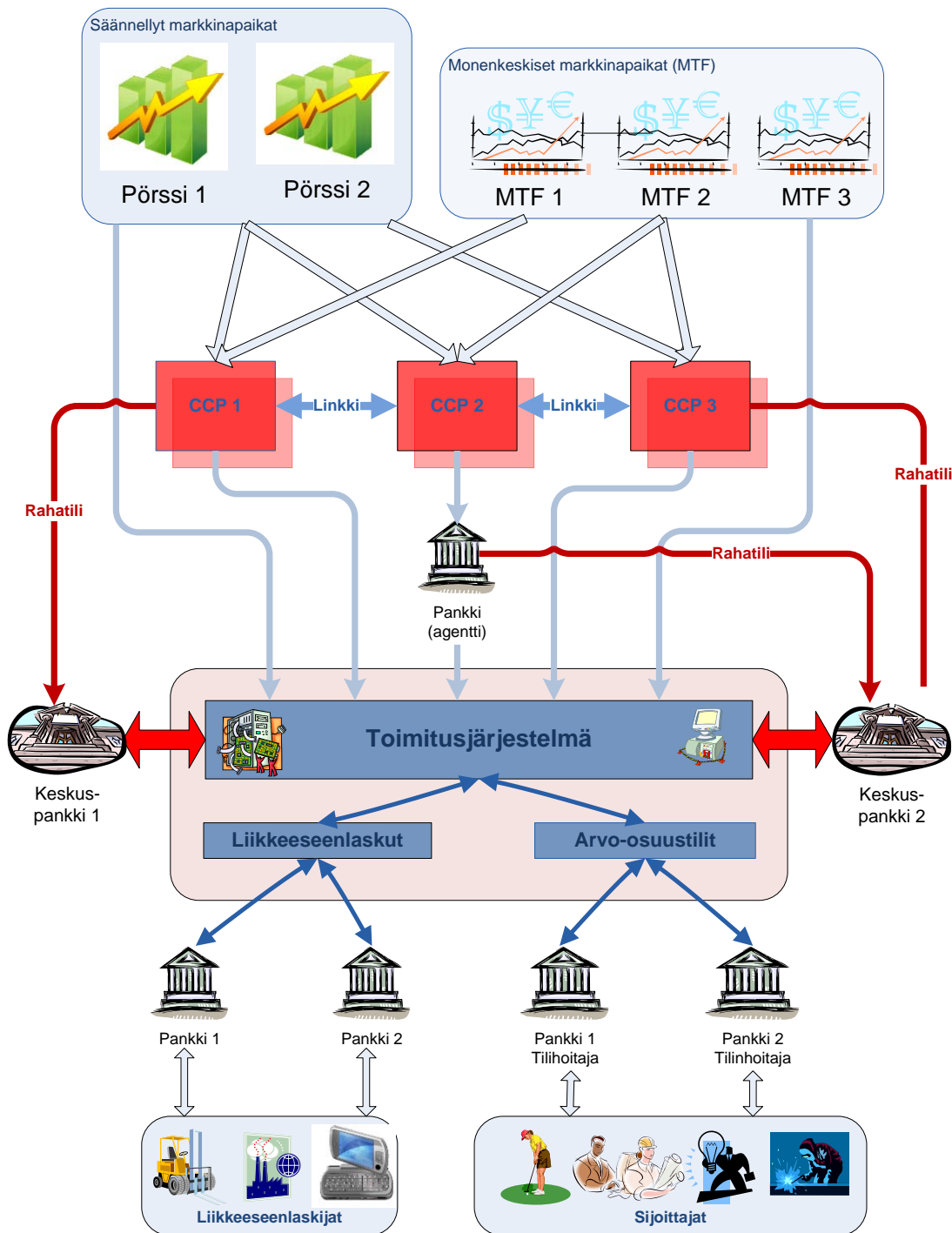
maksua vastaan periaatteella (DVP). Tämän jälkeen välittäjän selvitysosapuoli edelleen siirtää arvopaperit omalta tililtänsä asiakkaidensa tileille, ja veloittaa myyntitoimeksiannot.

Kaupan jälkeinen (nk. post-trade) toimintaympäristö muuttuu keskusvastapuolen käyttöönoton myötä entistä kansainvälisemmäksi verkoksi. Infrastruktuuri ja toimijat ovat hajautuneet useisiin eri maihin. Yksinkertaistaen prosessi toimii jatkossa seuraavasti:

1. Pörssissä tai monenkeskisessä kaupankäyntipaikassa tehty kauppa siirtyy johonkin kolmesta keskusvastapuolesta.
2. Keskusvastapuoli nettouttaa saman päivän kaupat arvopaperi- ja osapuolikohtaisesti.
3. Keskusvastapuoli laskee vakuusvaateet ja osapuolet täyttävät ne.
4. Nettokauppa toimitetaan kolme päivää kaupantekopäivän jälkeen paikallisen arvopaperikeskuksen toimitusjärjestelmässä

Kuviossa 2 havainnollistetaan arvopaperikaupan kaupan jälkeistä, eli ns. post-trade -prosessia. Yrityksen X osakkeella voi käydä kauppaa sekä pörssissä (säännelty markkina) että monenkeskisellä markkinapaikalla (MTF). Oletetaan, että Pörssi 1 ja MTF 1 käyttävät samaa keskusvastapuolta CCP 1:stä. Jos välittäjä on CCP 1:sen suora osapuoli, se nettouttaa päivittäin välittäjän molemmilla kauppapaikoilla tekemät kaupat yhdeksi nettovelvoitteeksi (rahatoimitus tai osaketoimitus). Välittäjän vastuut kahdella kauppapaikalla siis lasketaan yhteen. Toteutuskirjauspäivänä CCP 1 syöttää arvopaperikeskuksen toimitusjärjestelmään välittäjän arvo-osuustilin veloitustoimeksiannon ja sen rahatilin hyvitystoimeksiannon. Rahatilin saldoa välittäjä voi käyttää muilla arvopaperilajeilla tehtyjen kauppajen toteuttamiseen.

Kuvio 2. Arvopaperikaupan prosessi



Käytännössä keskusvastapuolet toimivat monivaluuttaympäristössä. Esimerkiksi EMCF:llä on yhteys yhteen euroalueen keskuspankkiin (Hollanti), Ruotsin keskuspankkiin ja Tanskan keskuspankkiin pohjoismaista pörssiä varten.

4 Miksi keskusvastapuoli on systemisesti merkittävä toimija?

Keskusvastapuoliselvitys yhteisöjen merkitys rahoitusmarkkinoiden toiminnassa on huomattava. Keskusvastapuolet voivat lisätä rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta ja vakautta. Niiden häiriötön toiminta johtaa aiempaa tehokkaampaan vakuuksien käyttöön ja vähäisempiin käyttökustannuksiin. Toisaalta keskusvastapuoli muodostaa riskikeskittymän, vaikka se on erikoistunut riskien hallitsemiseen. Sen epäonnistuminen omassa toiminnassaan muodostaa merkittävän uhan rahoitusmarkkinoiden vakaudelle.

Pelkkä kolaus keskusvastapuolen maineelle (maineriski) voisi aiheuttaa epäluottamusta markkinoiden toimintaan ja murtaa luottamuksen keskusvastapuolen riskinkantokykyyn. Poikkeuksellisissa markkinatilanteissa keskusvastapuoli saattaisi sitoa markkinaosapuolten likviditeettiä tai arvopaperivakuuksia kasvavassa määrin, mikä vaikeuttaisi markkinoiden toimintaa. Likviditeetin sitoutumisella keskusvastapuoleen voisi olla vaikutusta rahapolitiikan operaatioiden vaikuttavuuteen. Nopeasti lisääntyvät likviditeettivaateet voisivat horjuttaa markkinaosapuolien toimintaa. Keskusvastapuolen häiriötilanteet voivat levitä arvopaperikeskuksiin ja koska arvopaperikeskukset toimivat tyypillisesti toimitus maksua vastaan periaatteella, niin häiriöt voivat levitä edelleen maksujärjestelmiin.

Keskusvastapuoli keskittää luottoriskin. Sellaisenaan sillä on mahdollisuus joko vähentää tai lisätä systeemiriskiä markkinoilla. Keskusvastapuolen osapuolen konkurssi voi laukaista ketjun, joka kaataa keskusvastapuolen ja muita sen osapuolia. Keskusvastapuoli voi tarjota palveluita useammalle markkinalle, jolloin vaikutukset heijastuvat joko keskusvastapuolen tai sen osapuolen välityksellä edelleen markkinalta toiselle ja mahdollisesti myös niihin, jotka eivät ole keskusvastapuolen suorina osapuolia.

Huolenaiheita keskusvastapuolen toimintaan liittyen:

- Tartuntariski; useamman tuotetyypin, valuutan ja markkinan yhdistävän keskusvastapuolen riskit keskittyvät merkittävästi ja voivat tarttua markkinalta toiselle.
- Keskusvastapuolen omistajille ja johdolle voi syntyä vääränlaisia kannustimia, koska ne voivat ajatella toiminnan olevan niin tärkeää, että ongelmatilanteissa viranomaiset pelastavat yhteisön (moral hazard; ”too interconnected to fail”, too big to fail).

- Liiallinen riskinotto; osapuolet saattavat ”ulkoistaa” riskit keskusvastapuolelle ja käydä kauppaa huolettomammin. Tätä riskiä voidaan vähentää mm. edellyttämällä sitä, että osapuolilla on velvollisuus kantaa osakeskusvastapuolen tappioista.
- Keskusvastapuolien keskinäinen kilpailu riskienhallinnan standardien ja niiden omien suojautumismekanismien kustannuksella (race to the bottom).

Perinteisesti jokaisella markkinapaikalla on ollut oma keskusvastapuolensa (pl. Pohjoismaat). EU-alueella MiFID:in ja Code of Conductin seurauksena on keskusvastapuolipalveluita ryhdytty tarjoamaan maasta toiseen. Näin ollen arvopaperikaupan arvoketjun osat tulevat tyypillisesti eri valtioiden sääntelyn ja valvonnan alaisiksi.

Keskusvastapuolien sääntelyä ei ole harmonisoitu EU:ssa, joten sääntely ja valvonta ovat hyvin eritasoisia eri maissa. Kansallisella lainsäädännöllä tulisikin pyrkiä varmistamaan, että koko transaktioketju on suojattu eikä siinä pääse muodostumaan kokonaisuuden kannalta merkittäviä riskejä. Myös varsinainen kriisienhallinta on edelleen kansallinen tehtävä.

5 Vaikutukset markkinapaikka Helsinkiin

Keskusvastapuolen käyttöön ottaminen muokkaa markkinarakennetta. Keskusvastapuolipalveluiden käyttöönotto standardisoi käytäntöjä ja helpottaa osapuolten vastapuoliriskin hallinnointia. Rakenne lisää kilpailua sekä kauppapaikkojen että osapuolten välillä.

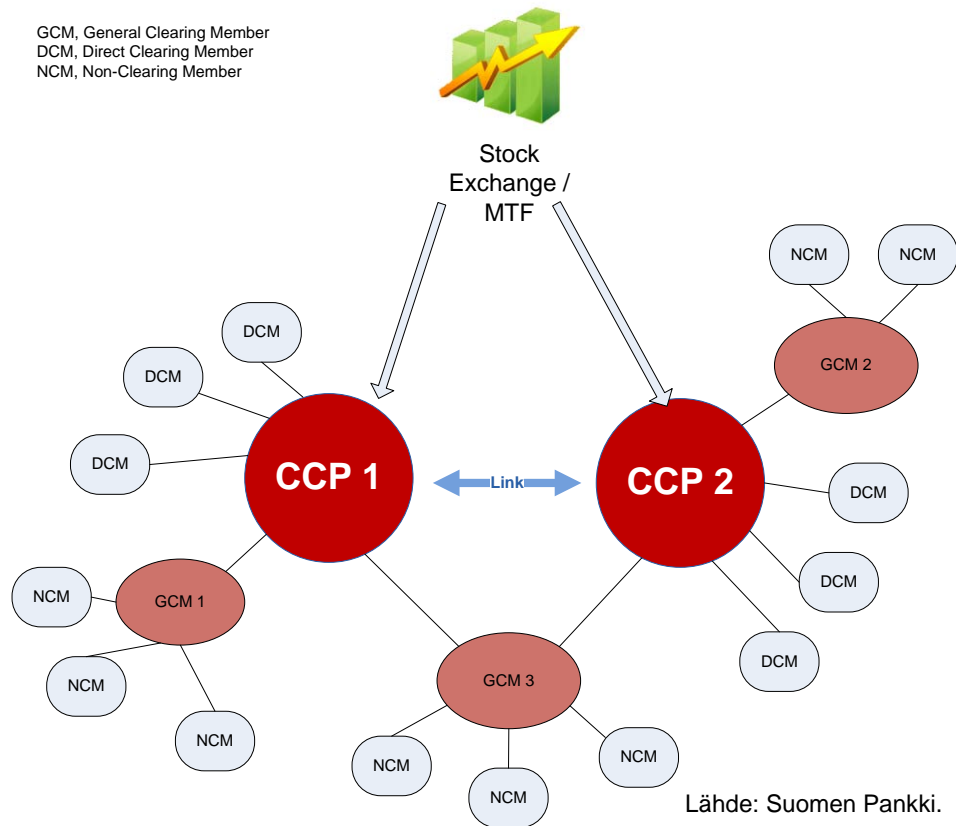
Arvopaperikaupan selvitys, eli kauppojen määritys ja toteutus, on monenkeskisten kauppapaikkojen syntymisen myötä vaihdellut riippuen siitä, missä kauppa on tehty. Tilanne muuttuu, kun pörssi ottaa käyttöön keskusvastapuoliselvityksen. Arvopaperikaupan selvittäminen tapahtuu jatkossa samalla tavalla riippumatta kauppapaikasta. Syntyvä markkinarakenne mahdollistaa aidon kilpailun eri kauppapaikkojen välillä. Luonnollisesti kovin kauppapaikkojen välinen kilpailu syntyy vaihdetuimmista arvopapereista, mutta toivottavasti tämä ei tapahdu vähemmän vaihdettujen kustannuksella.

Suurin muutos tapahtuu post-trade -ympäristössä. Syntyvä markkinarakenne riippuu keskusvastapuolten osapuolivaatimuksista, hinnoittelusta ja muista vastaavista tekijöistä. Myös muille välittäjille palveluita tarjoavien osapuolien (General Clearing Member, GCM) palvelut ja niiden hinnoittelu muovaavat markkinarakennetta. Tämä ei ehkä tapahdu aluksi vaan pidemmällä aikavälillä. Pienten välittäjien ei välttämättä ole taloudellisesti kannattavaa toimia keskusvastapuolen suorana jäsenenä

vaan niiden kannattaa ostaa palvelut toisilta osapuolilta. Olisi suotavaa, että GCM:ien välille muodostuisi aitoa kilpailua niin, ettei jokin yksittäinen toimija saa liian suurta markkinaosuutta tai hinnoitteluvoimaa. Keskusvastapuolen käyttöönotto helpottaa uusien ulkomaisten toimijoiden tuloa Suomen markkinoille. Kynnys aloittaa toiminta Suomen markkinoilla madaltuu, koska keskusvastapuolet yhdenmukaistavat prosessit pitkälle markkinapaikkaan katsomatta.

Taloudellisesti suurimpia hyötyjiä keskusvastapuoliselvitykseen siirtymisestä ovat ulkomaiset etävälittäjät, joiden kauppohenkilöstön kustannukset laskevat. Ne voivat hyödyntää samoja prosesseja kuin muilla markkinapaikoilla eikä niiden tarvitse enää ostaa palveluita paikallisilta pankeilta. Sen sijaan kotimaisten välittäjien tilanne on epävarmempi. Riskinä on, että niiden kustannukset saattavat nousta, koska keskusvastapuoli on niille uusi palveluntarjoaja, joka edellyttää myös investointeja tietojärjestelmiin. Samalla tapahtumien määrä arvopaperikeskuksessa laskee merkittävästi keskusvastapuolen nettoutuksen takia, ja koska alalla on korkeat kiinteät kustannukset, saattavat arvo-osuusjärjestelmän kirjausten hinnat nousta.

Kuvio 3. Keskusvastapuolet ja niiden osapuolten verkosto



Tähän saakka lähes kaikki välittäjät ovat olleet Suomessa suorana selvitysosapuolena arvopaperikeskuksessa. Tulevaisuudessa tilanne saattaa muuttua entistä moniulotteisemmaksi ja riippuvuussuhteitaan monimutkaiseksi. Markkinoilla tulee olemaan useita keskusvastapuolia, jotka voivat toimia rinnakkain (kuvio 3) tai alisteisesti, jolloin keskusvastapuoli toimii toisen keskusvastapuolen osapuolena samoin kuin muut GCM:t.¹¹

Markkinarakenteen muutoksen lopputulemana syntyy monipolvinen monikansallinen verkosto, jossa riskien hallinnan merkitys korostuu. Verkostossa keskusvastapuolet ovat linkittyneet toisiinsa (interoperability). Osa välittäjistä toimii suorina keskusvastapuolen osapuolina (Direct Clearing Member, DCM, tai GCM), kun taas toiset (Non-Clearing Member, NCM) ostavat palvelut muilta toimijoilta. Keskusvastapuolen suuntaan vakuushallintakin hajautuu; kaikki eivät enää hoida sitä itse.

Jatkossa muutoksia voi tulla myös siihen, mitkä välittäjistä ovat arvopaperikeskuksen suorina jäseniä. Välittäjän keskeisenä valintakriteerinä asemaansa määrittäessään on kustannustaso sekä riskinkantokyky tai -halu. Jos välittäjä haluaa suojautua vastapuoliriskeiltä äärimmilleen, se hakeutuu keskusvastapuolen suoraksi osapuoleksi.

Kuten kuvio 2 osoittaa, Suomen osakemarkkinat kytkeytyvät aiempaa suuremmin ulkomaisiin markkinapaikkoihin. Suomalaisten arvopaperien kysyntä saattaa jossain määrin lisääntyä sijoituskohteenä. Oletettavaa on ainakin, että useiden kauppapaikkojen yhteen lasketut kaupankäyntimäärät lisääntyvät.

6 Johtopäätökset

Helsingin pörssin suurten ja keskisuurten yhtiöiden osakkeet sekä muut OMXH25-indeksiin kuuluvat osakkeet siirtyvät keskusvastapuoliselvitykseen. Näiden osakekauppojen selvitystapa tulee yhdenmukaiseksi muissa Euroopan maissa tehtyjen osakekauppojen kanssa. Tämä tuo uusia tehokkuusmahdollisuuksia markkinapaikalle.

Välittäjät ovat jo tehneet päätöksensä liittyvätkö ne suoriksi osapuoliksi ja mihin keskusvastapuoleen. Pidemmällä aikavälillä rakenne tulee kuitenkin elämään. Jatkossa välittäjien on syytä kiinnittää huomiota keskusvastapuolten hinnoitteluun ja jäseneksi liittymisen kustannuksiin. Myös vakuushallinnan kustannukset ja sen järjestämistapaan liittyvät riskit on syytä tiedostaa. Alkuvaiheessa ja mahdollisissa ongelmatilanteissa merkittävään rooliin voivat nousta sopimusten aiheuttamat kustannukset.

¹¹ Muille välittäjille määrityspalvelua tarjoava keskusvastapuolen osapuoli (General Clearing Member);

Omien kauppojen määrityspalveluiden takia keskusvastapuolen osapuolena toimiva välittäjä (Direct Clearing Member). Muilta määrityspalvelut ostava välittäjä (NCM).

Muutokset eivät koske pelkästään välittäjiä. Sijoittajien tulee huomioida se, etteivät he enää kannata pelkästään oman välittäjän luottoriskiä vaan myös välittäjän palveluntarjoajan luottoriskiä. Tästä syystä siihen, miten eri toimijat erottelevat asiakasvarat omistaan, on kiinnitettävä huomiota. Moniuloitteisessa verkostossa yhden toimijan mahdolliset ongelmat (esimerkiksi tekniset) siirtyvät entistä helpommin toimijasta toiseen. Tämä tuo haasteita viranomaisille, etenkin kriisitilanteissa. Selvitystoimintaan liittyvää sääntelyä ei ole harmonisoitu EU:ssa ja jokaisella maalla on erilaisia vaatimuksia keskusvastapuolille. Joissain maissa lainsäädäntö puuttuu kokonaan, mikä ei pidemmällä aikavälillä ole kestävä ratkaisu.

Suomen markkinoita koskevan infrastruktuurin eri osat siirtyvät askel askeleelta joko ulkomaiseen omistukseen tai käytännössä kokonaan ulkomaille. Ketjun eri osat ovat eri maiden sääntelyn piirissä. Eurooppalainen integraatio ja harmonisointikehitys ovat toivottavia, mutta on kuitenkin syytä kiinnittää huomiota siihen, miten Suomessa saadaan ylläpidettyä korkeatasoinen arvopaperimarkkinoiden osaaminen.

Liite 1. Pohjoismaisille markkinoille pyrkivät keskusvastapuolet

	EMCF	X-Clear	EuroCCP
Juridinen nimi	European Multilateral Clearing Facility N.V.	SIX x-clear AG	European Central Counterparty Limited
Sopimukset (laki)	Hollanti	Iso-Britannia	Iso-Britannia
Kotimaa	Hollanti	Sveitsi	Iso-Britannia
Omistajat	Fortis Bank Nederland (Holding) N.V. (1%), Fortis Bank Global Clearing N.V. (77%), OMX AB (22%)	SIX Securities Group AG (100%), jonka taustalla SIX Group AG, jonka omistavat sveitsiläiset pankit	DTCC (US)
Kauppapaikat	Nasdaq-OMX Nordic, Bats, Chi-X, Burgundy, Quote, Nasdaq-OMX Europe	SWX, Nyfix Euromillennium, Lontoon Pörssi, Turquoise, Börse Berlin (Equiduct)	Turquoise, EBTP, Chi-X, NYSE Arca, SmartPool
Voiton tavoittelu	Kyllä	Ei	Ei
Luottolaitos	Ei	Kyllä, strategian rajaama toiminta	Ei
Valvonta	Autoriteit Financiële Markten (NL) ja Alankomaiden keskuspankki vapaaehtoisella valvontasopimuksella. Tulossa valvottavaksi lakimuutoksen jälkeen 2010. Recognized Overseas Clearing House ¹² (UK)	Sveitsin rahoitusmarkkina- valvoja ja keskuspankki. Recognized Overseas Clearing House (UK)	FSA (UK) Recognized Clearing House (UK)
Jäsenyyskriteerit	GCM ¹³ : min. 25 milj. EUR DCM ¹⁴ min. 7,5 milj. EUR	Ei pääomakriteereitä, huomioidaan hinnoittelulla, joka pohjautuu luottoluokitukseen.	GCM: vakava-raisuuspääoma + 70 milj. EUR DCM: vakava-raisuuspääoma + 20 milj. EUR,
Selvitysrahasto	Yksi rahasto, ei kauppapaikkakohtainen	Erillinen rahasto jokaiselle säännellylle kauppapaikalle. Lisäksi rahasto kaikille MTF:ille	Yksi rahasto, ei kauppapaikkakohtainen

¹² Iso-Britannian valvojan ulkomaalaisille keskusvastapuolille myöntämä virallinen asema, johon liittyy valvontasopimus.

¹³ Muille välittäjille määrityspalvelua tarjoava keskusvastapuolen osapuoli (General Clearing Member)

¹⁴ Omien kauppojen määrityspalveluiden takia keskusvastapuolen osapuolina toimiva välittäjä (Direct Clearing Member). Käytetään englanniksi myös termiä Individual Clearing Member.

Vakuudet	Raha ja arvopaperit	Raha ja arvopaperit	Raha ja arvopaperit, rahan osuus vähintään 40%
Eurolikviditeetin hallinta	Hollannin keskuspankki	Toimintamalli suunnitteluasteella	Toimintamalli suunnitteluasteella
Jäsenyys arvopaperikeskuksessa	Kyllä	Suunnitteilla	
Selvitysrahaston maksu tai nosto	Neljännesvuosittain	Kuukausittain	Päivittäin
CCP-linkit	Tulossa X-clear ja EuroCCP	LCH.Clearnet; tulossa EMCF, ja EuroCCP	Tulossa X-clear ja EMCF
Hinnoitteluperusta	Tapahtumakohtainen maksu	Tapahtumakohtainen, asiakkaan luottoluokitus ja volyymit vaikuttavat hintoihin	Tapahtumakohtainen maksu

Lähteet

Arvopaperimarkkinalakiin ulkomaista selvitysyhteisöä koskevat säännökset. Valtiovarainministeriön tiedote 126/2009, 8.10.2009.

EKPJ-CESR (2009) **Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union.**

http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090623_escb-cesr_recommendations.pdf?a4a3ad8ac56cf174be7e4b33ab5d6a66.

Euroopan komissio (2008) **European Code of Conduct for Clearing and Settlement.**

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/code/terms_of_reference_en.pdf.

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, Finanssivalvonnasta annetun lain sekä Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta HE 187/2009 vp.

Nasdaq-OMX (16.10.2008) **Central Counterparty Clearing, Order Routing and New Trading System to be Introduced**, press release

<http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=340829>.

Nasdaq-OMX (26.1.2009) **NASDAQ OMX and Nordic Securities Association Agree On the Implementation of Central Counterparty Clearing**, press release

<http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=361291>.

Nielsen, T – Restelli-Nielsen, P (2007) **Analysis of the pros and cons of introducing a central counterparty in the Danish securities market.** Danmarks Nationalbank Working Papers 2007/49. Code of Conduct.

Ripatti, K (2004) **Central Counterparty Clearing: Constructing a Framework for Evaluation of Risks and Benefits.** Bank of Finland Research Discussion Paper No 30/2004.

Internet-lähteet

European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH).

<http://www.eachorg.eu/each/>.

European Central Counterparty (EuroCCP). <http://www.euroccp.co.uk>.

European Multilateral Clearing Facility (EMCF). <http://www.euromcf.nl>.

SIX X-clear. <http://www.ccp.sisclear.com>.