

11.2.2016

Ilmarinen, 00018 Ilmarinen

Finanssivalvonta

Kirjaamo

FINANSSIVALVONNAN LAUSUNTOPYYNTÖ 12/01.00/2015

LAUSUNTO FINANSSIVALVONNAN MÄÄRÄYKSISTÄ JA OHJEISTA VAKAVARAISUUSRAJAN LASKEMISESTA JA SIOITUSTEN HAJAUTTAMISESTA

Lausuntonaan Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen esittää seuraavan.

1 Yleistä

Riskiperusteisuus on uuden lain keskeinen lähtökohta. Siksi pidämme hyvänä ja kannatettavana asiana sitä, että Finanssivalvonnan määräysluonnoksissa kiinnitetään erityistä huomiota siihen, että eläkelaitokset laskevat vakavaraisuusrajan yhtenäisin säännöin, rahastojen riskit avataan mahdollisimman pitkälle ja johdannaisten epälineaarisuudet huomioidaan.

Riskiperusteisuutta arvioidaan laissa kuitenkin jossain määrin olennaisuuden periaatteen kautta. Finanssivalvonnan määräysten soveltamisen kannalta olisi tärkeää selventää, mitä olennaisuuden periaatteella tarkoitetaan käytännössä. Olisi tärkeää, että Finanssivalvonnan määräyksissä esitetään kriteerit olennaisuuden arvioimiseksi, erityisesti myös riskiluokan 18 kohdalla, ja minkälaista verifiointia Finanssivalvonta tältä osin eläkelaitoksilta edellyttää.

2 Välilliset sijoitukset

Välillisten sijoitusten osalta pidämme tärkeänä, että Finanssivalvonnan määräyksissä määriteltäisiin selkeästi, mitä termillä ”välillinen sijoitus” tarkoitetaan.

Jos välillisinä sijoituksina pidetään vain erityyppisiä sijoitusrahastosijoituksia, voidaan välilliset sijoitukset määritellä esimerkiksi seuraavasti:

Välillisellä sijoituksella tarkoitetaan sijoitusrahastolaissa (48/1999) tarkoitettua kotimaista yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa sijoitusrahastoa tai sijoitusrahastodirektiivin mukaista yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa ulkomaista yhteissijoitusyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014) tarkoitettua koti- tai ul-

11.2.2016

Ilmarinen, 00018 Ilmarinen

komaista vaihtoehtorahastoa sekä muita niihin rinnastettavia ulkomaisia yhteissijoitusyrityksiä.

Jos välillisellä sijoituksella tarkoitetaan muitakin sijoituksia kuin sijoitusrahastosijoituksia, tulisi kertoa joko tyhjentävästi tai esimerkein, mitä muita sijoituksia pidetään välillisinä sijoituksina.

Finanssivalvonnan määräyksissä olisi määriteltävä, miten pääomavaade lasketaan sellaisen rahaston, tai jos välillisellä sijoituksella tarkoitetaan muitakin sijoituksia, tällaisen muun välillisen sijoituksen kohdalla, josta ei saada määräysluonnoksen edellyttämiä tietoja. Määräysten tarkoituksena ei tulisi olla joidenkin uusien sijoitusten kieltäminen tai pakkotaminen myymään jo tehtyjä sijoituksia. Tällaisia sijoituksia varten tulisi määritellä esimerkiksi jokin korotetun pääomavaateen menettely.

3 Kommentit yksittäisiin määräyksiin

5.2 Välillisten sijoitusten keskimääräisen luottoluokituksen laskeminen

MÄÄRÄYS (kohdat 4 - 7)

(4) Mikäli välilliseen sijoitukseen sisältyvien yksittäisten sijoitusten luottoluokitukset ja tiedot yksittäisten sijoitusten herkkyydestä luottomarginaaliriskille ovat luotettavasti saatavissa riskiluokittain, eläkelaitoksen ei tarvitse laskea välillisen sijoituksen keskimääräistä luottoluokitusta.

(5) Mikäli edellä kohdassa (4) mainitut tiedot eivät ole saatavissa, eläkelaitoksen on laskettava välillisen sijoituksen keskimääräinen luottoluokitus siten, että välilliseen sijoitukseen sisältyvien yksittäisten sijoitusten luottoluokitusten ilmoittamista konkurssitodennäköisyyksistä on laskettava painotettu keskiarvo, jonka perusteella on valittava sopivin konkurssitodennäköisyyttä vastaava luottoluokka.

Määräysluonnoksessa määritellyn keskimääräisen luottoluokituksen käytön mahdollisuus ei helpota pääomavaateen laskentaa, jos tämä edellyttää tietoa välilliseen sijoitukseen sisältyvistä yksittäisistä sijoituksista. Lisäksi määräysluonnoksen esittämällä tavalla laskettu keskimääräinen luottoluokitus (painotettu keskiarvo luottoluokkakohtaista konkurssitodennäköisyyksistä) tuottaisi selvästi erilaisia tuloksia kuin pääomavaateiden laskenta suoraan välilliseen sijoitukseen sisältyville yksittäisille sijoituksille.

Jotta keskimääräisen luottoluokituksen käyttö tuottaisi saman vakavaraisuusvaateen kuin yksittäisten sijoitusten tietoihin perustuva laskenta, tulisi keskimääräisen luottoluokituksen laskennassa käyttää painoina asetuksella annettujen luottoluokkakohtaisten luotto-

11.2.2016

Ilmarinen, 00018 Ilmarinen

marginaaliriskin stressien keskinäisiä suhteita (eikä konkurssitodennäköisyyksien keskinäisiä suhteita, mitkä poikkeavat näistä merkittävästi). Uudessa laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (*vakavaraisuuslaki*) luottoluokituksia käytetään nimenomaan luottomarginaaliriskin eikä konkurssiriskin pääomavaateen laskentaan. Luottomarginaaliriski aiheutuu luottoluokkakohtaisen luottoriskin markkinahinnoittelun muutoksista, kun taas konkurssiriskin muutokset aiheutuvat velallisten luottoluokkien muutoksista.

Keskimääräisen luottoluokituksen laskentaan tulisikin hyväksyä myös yleisesti rahastoraportoinnissa käytössä oleva luottoluokkien järjestysnumeroihin perustuva lineaarinen menettely, joka tuottaa samansuuntaisia tuloksia luottomarginaaliriskin pääomavaateelle kuin yksittäisten sijoitusten tietoihin perustuva laskenta. Näin korkorahastoja ei jouduttaisi avaamaan yksittäisten sijoitusten tasolle keskimääräisen luottoluokituksen laskemiseksi, vaan tässä voitaisiin hyödyntää rahaston raportoimaa keskimääräistä luottoluokitusta, mikä juuri on ollut tarkoituksena keskimääräisen luottoluokituksen käytön sallimiselle.

Rahastojen melko yleisesti raportoinnissaan käyttämässä lineaarisessa menettelyssä luottoluokkien painoina käytetään luottoluokkien järjestysnumeroita (<http://www.sleg.com/pdf/workingpapers/Average%20Credit%20Quality%20in%20Bond%20Portfolios.pdf>). Tämä tuottaa samansuuntaisia tuloksia kuin luottomarginaaliriskin pääomavaateiden laskenta suoraan välilliseen sijoitukseen sisältyville yksittäisille sijoituksille. Esimerkiksi A- ja BBB -luokkien järjestysnumeroiden keskiarvon (7-portaisella asteikolla 3,5) suhde AAA- ja AA -luokkien järjestysnumeroiden keskiarvoon (1,5) vastaa kohtuullisesti näille luokille valtioneuvoston asetuksella annettujen luottoluokkakohtaisten luottomarginaaliriskin stressien suhdetta (2,5 % vs. 1,5 %). Vastaavasti high yield-luokkien järjestysnumeroiden keskiarvon (6) suhde A- ja BBB -luokkien järjestysnumeroiden keskiarvoon (3,5) vastaa niin ikään kohtuullisesti näille luokille samaisella valtioneuvoston asetuksella annettujen luottoluokkakohtaisten luottomarginaaliriskin stressien suhdetta (5 % vs. 2,5 %). High yield-luokkien vuositason konkurssitodennäköisyydet ovat kuitenkin tyypillisesti selvästi yli kymmenkertaisia A- ja BBB -luokkien konkurssitodennäköisyyksiin nähden. Myös A- ja BBB -luokkien vuositason konkurssitodennäköisyydet ovat karkeasti luokkaa kymmenkertaisia AAA- ja AA -luokkien konkurssitodennäköisyyksiin nähden.¹

¹ Näin esimerkiksi rahastoraportointiin ja -analyysiin erikoistuneen Morningstarin keskimääräisen luottoluokituksen raportoinnissa vuonna 2010 käyttöönotettava, suhteellisiin konkurssitodennäköisyyksiin perustuva, menettely (https://prnedelivery.morningstar.com/Average_credit_Quality_Methodology_Change_2010.pdf) tuottaisi rahastolle joukkolainakohtaisesta laskennasta selkeästi poikkeavia luottomarginaaliriskin pääomavaateita, toisin kuin rahastojen omassa raportoinnissaan yleisesti käyttämä lineaarinen menettely.

11.2.2016

Ilmarinen, 00018 Ilmarinen

Yleisesti tulisi kiinnittää huomiota siihen, että uudessa vakavaraisuuslaissa välillisten sijoitusten keskimääräisiä luottoluokituksia käytetään nimenomaan luottomarginaaliriskin eikä konkurssiriskin pääomavaateen laskentaan. Tästä syystä keskimääräisen luottoluokituksen laskennassa tulisi sallia määräysluonnoksessa esitetyn (konkurssitodennäköisyyksiin perustuvan ja luottomarginaaliriskiä yliarvioivan) menettelyn lisäksi myös lineaarinen luottoluokkien järjestysnumeroihin perustuva menettely.

6.1 Valuuttariskin laskeminen

MÄÄRÄYS (kohdat 2 - 5)

(2) Eri valuuttapareissa tehtyjen pitkien ja lyhyiden positioiden netottaminen ei ole sallittu.

(3) Mikäli valuuttaparissa on lyhyitä positiioita tai johdannaispositiioita, eläkelaitoksen on laskettava valuuttariskin pääomavaatimus kaksisuuntaisen stressin avulla siten, että vapaasti valittavaan toiseen valuuttaan on kohdistettava sekä valuutan heikkenemistä että valuutan vahvistumista kuvaavat stressit suhteessa position toiseen valuuttaan. Kummankin stressin tulokset on muutettava euroiksi käyttämällä laskentahetken kurssia. Lopuksi valuuttaparikohtaiset stressien tulokset on laskettava yhteen.

Valuuttariskille altistuvat positiot tulee ennen stressaamista laskea valuutoittain yhteen nettomääräisinä euroa vastaan ja tätä tarkoitusta varten tulee sallia eri valuuttapareissa tehtyjen pitkien ja lyhyiden positioiden netottaminen. Esimerkiksi jos EUR/USD-valuuttaparissa on ostettu euroja ja myyty dollareita 10 miljoonan dollarin edestä ja USD/JPY-valuuttaparissa on ostettu dollareita ja myyty jenejä samoin 10 miljoonan dollarin edestä, ei eläkelaitoksella tällöin ole valuuttapositiota dollarissa vaan ainoa valuuttapositio on jenissä, jossa on lyhyt positio. Tässä esimerkissä valuuttastressi tulisi kohdistaa ainoastaan jenin eurokurssiin eikä erikseen dollarin eurokurssiin ja jenin dollarikurssiin, mikä johtaisi virheellisesti kaksinkertaiseen valuuttariskin pääomavaatimukseen.

8.1 Välillisten sijoitusten riskien huomioon ottaminen

MÄÄRÄYS (kohdat 2 - 12)

(6) Edellä kohdassa (5) tarkoitetut riittävän yksityiskohtaiset tiedot tarkoittavat, että välillisestä sijoituksesta saatavissa olevat tiedot sisältävät ainakin sijoituskohteiden tyypit, maantieteellisen sijoittumisen ja muut sijoituskohteiden keskeiset ominaisuudet kuten luottoluokitukset, korot ja maturiteetit. Tietoja voidaan pitää ajantasaisina, mikäli ne ovat saatavissa vähintään kuukausittain. Tietojen luotettavuuden varmistamisen tulee

11.2.2016

Ilmarinen, 00018 Ilmarinen

perustua eläkelaitoksen tekemiin perusteltuihin selvityksiin ja analyysihin saatavissa olevan tiedon luotettavuudesta.

Eläkelaitoksella ei ole käytännössä muuta vaihtoehtoa kuin luottaa rahaston raportointien tietojen oikeellisuuteen, sillä eläkelaitos ei pysty omilla toimillaan käytännössä varmistamaan rahaston raportointien tietojen luotettavuutta, joten eläkelaitosta ei tulisi myöskään tällaiseen velvoittaa. Siksi tämän kohdan (6) viimeinen lause tulisi poistaa.

OHJE (kohta 13)

(13) Mikäli hedge-rahasto kuuluu useampaan rahastoindeksiin, eläkelaitoksen olisi käytettävä ensisijaisesti Hedge Fund Researchin laskemaa hedge-rahastoindeksiä. Mikäli Hedge Fund Researchin laskemaa hedge-rahastoindeksiä ei ole käytettävissä, eläkelaitos voi käyttää myös muuta luotettavasti julkisesti saatavissa olevaa rahastoindeksiä. Mikäli mitään rahastoindeksiä ei ole käytettävissä, hedge-rahaston luokittelu sijoitustyylin mukaan ei ole mahdollista.

Tämä kohdan (13) ohjeen viimeinen lause tulisi poistaa, sillä se on ristiriidassa kohdan (10) määräyksen kanssa, jossa sanotaan, että eläkelaitos voi käyttää hedge-rahastojen sijoitustyylien mukaisessa luokittelussa myös muuta dokumentaatiota (kuin hedge-rahastoindeksitoimittajan sijoitustyyliin luokitusta), mikäli sijoitustyyli on siitä selkeästi todettavissa.

9.1 Johdannaissovimuksen huomioon ottaminen riskiluokan odotetun tuoton ja riskiarvon laskennassa

MÄÄRÄYS (kohdat 2 - 9)

(6) Eläkelaitoksen on laskettava riskiluokan johdannaisen vakavaraisuusvaatimus kaavalla

$$V_{j,johd} = \sum_{i \in I_{johd}} DC_{i,johd}$$

missä $DC_{i,johd}$ on johdannaisen $i \in I_{johd}$ arvon muutos stressissä, ja se lasketaan kaavalla

$$DC_{i,johd} = \sqrt{(1/\min(T,1)) [C_{i,T}(\min(T,1), (1 - \sqrt{(\min(T,1)) Z_j}) S_0) - C_{i,T}(0, S_0)]},$$

missä $C_{i,T}(t, S)$ on johdannaisen arvo hetkellä t , ja S on kohde-etuuden hinta. T on johdannaisen juoksuaika. Riskiluokan stressi tarkoittaa omaisuuden arvon laskua Z_j -prosenttia.

Kaavassa on ongelmia ensimmäisen neliöjuuri-merkin jälkeen olevissa suluissa. Kaavan oikea muoto on seuraava:

$$DC_{i,johd} = \sqrt{(1/\min(T,1)) \{C_{i,T}[\min(T,1), (1 - \sqrt{(\min(T,1)) Z_j}) S_0] - C_{i,T}(0, S_0)\}},$$

11.2.2016

Ilmarinen, 00018 Ilmarinen

(9) Eläkelaitoksen on kohdistettava euribor- ja libor-sidonnaisten koronvaihtosopimusten kohde-etuudet riskiarvon ja odotetun tuoton laskennassa riskiluokkaan 7.

Tähän voisi täsmentää, että näin tulee toimia nimenomaan luottomarginaaliriskin riskiarvon ja odotetun tuoton laskennassa.

9.2 Deltavasta-arvoon perustuvan laskentamenetelmän käyttäminen

MÄÄRÄYS (kohdat 10 - 14)

(13) Mikäli eläkelaitoksen sijoitukset sisältävät vähintään yhden korkojohdannaisopimuksen, eläkelaitoksen on käytettävä riskiluokkien 6 - 10 odotettujen tuottojen laskennassa keskimääräistä eläkelaitoksen korkosijoitusten duraatiota.

Tämä vaatimus ei liity deltavasta-arvoon perustuvaan riskiarvojen laskentamenetelmän käyttämiseen, vaan koskee odotettujen tuottojen laskentaa yleisesti, joten tämä määräys tulisi siirtää kappaleen 9.1 alle.

10.1 Muiden olennaisten sijoituksiin kohdistuvien riskien laskentamenetelmään liittyvät periaatteet

MÄÄRÄYS (kohdat 2 - 10)

(4) Pääomavaatimuksen laskennassa eläkelaitoksen on kohdistettava kuhunkin riskitekijään epäedullisesti vaikuttava stressi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta annetun lain määräämällä turvaavuustasolla.

Laissa ei ole mainintaa turvaavuustasosta, jolla eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskennassa käytettävien vakoiden arvoista annetun valtioneuvoston asetuksen stressiparametrit on määriteltä, joten käytettävän turvaavuustason tulisi käydä ilmi Finanssivalvonnan määräyksistä.

KESKINÄINEN ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ ILMARINEN

