

Datum 2019-01-09

FI Dnr 18-24345

Finansinspektionen  
Box 7821  
SE-103 97 Stockholm  
[Brunnsgatan 3]  
Tel +46 8 408 980 00  
Fax +46 8 24 13 35  
finansinspektionen@fi.se  
www.fi.se

## Diskussionsunderlag om auktionsförfaranden inom ramen för centrala motparters obeståndshantering

### Sammanfattning

Syftet med detta korta diskussionsunderlag är inte att redogöra för specifika lärdomar eller att ge generella rekommendationer om auktionsförfaranden inom ramen för centrala motparters obeståndshantering. Tanken är snarare att från Finansinspektionens (FI) sida bidra med inspel för att främja en diskussion kring eventuella möjligheter till utveckling inom området. Dokumentet ska inte i något hänseende betraktas som en bedömning av specifika händelser eller av juridiska personer. Informationen innebär inte heller något som helst ansvar eller skyldigheter å Finansinspektionens sida.

Centrala motparter använder ibland auktioner som ett sätt att hantera risker i samband med att en clearingmedlem försätts i obestånd. Vad som ska anses utgöra en lyckad auktion är en svår fråga att svara på eftersom det beror på specifika omständigheter i varje enskilt fall. Likväl gör FI följande reflektioner i detta diskussionsunderlag.

- Storleken på portföljen som berörs av obeståndet och dess riskprofil kontra underliggande marknadslikviditet har en substantiell påverkan på auktionen och dess resultat.
- Marknadens likviditet, riskbenägenhet och antal aktiva deltagare kan väsentligen påverkas av obeståndshändelsen. Detta kan i sin tur påverka auktionsdeltagarnas riskbenägenhet och förmåga att värdera portföljen korrekt.
- Operativa utmaningar måste vara klarlagda i detalj redan innan en auktion och inblandade parter bör ha tränat hanteringen av sådana situationer.
- Det finns ett nära samband mellan den riskpremie som krävs av auktionsdeltagarna och den auktionerade portföljens relativa storlek och riskprofil (liksom auktionsdeltagarnas aktuella portföljer och riskbenägenhet).
- Incitamenten för att delta i en auktion är en central aspekt för auktionens framgång och incitamenten kan (och bör kanske) skilja sig åt mellan deltagarna.

- Valet av auktionsdeltagare inkluderar en avvägning mellan att maximera ekonomisk vinst och samtidigt minimera informationsläckage.
- Deltagande i en auktion kan innebära operativa begränsningar för auktionsdeltagarna. Att ha detaljerad insyn i obeståndssituationen kan innebära negativa konsekvenser för vardaglig affärsverksamhet och åtgärder för riskhantering på grund av undertecknande av ett sekretessavtal med den centrala motparten.
- I en obeståndssituation vill den centrala motparten agera så snabbt som möjligt och hedga/avveckla portföljen för att minimera sin exponering för risker relaterade till portföljen. Samtidigt behöver auktionsdeltagarna tid att utvärdera obeståndshändelsen och den berörda portföljen.
- Att tillåta auktionsdeltagare att bjuda på delar av portföljen såväl som hela portföljen är ett sätt för en central motpart att hantera en stor portfölj. Detta kan emellertid skapa en situation där deltagarna rusar till marknaden direkt efter avslutad auktion. Den deltagare som kommer sist ut på marknaden får då inte samma chans att avyttra sin del av portföljen. Detta kan skapa en instabilitet på marknaden med stora prissvängningar.

Baserat på reflektionerna som görs i detta diskussionsunderlag skulle en beskrivning av en lyckad auktion kunna vara:

*En process där ett flertal potentiella köpare med starka incitament att delta i auktionen på ett snabbt och effektivt sätt kan och kommer att erbjuda rimliga priser (med adekvata riskpremier) för medlemmens portfölj baserat på välgrundade beslut och inom sina definierade riskmandat.*

### **Storleken spelar roll – och oftast inte på ett linjärt sätt**

Auktionen och dess resultat avgörs i hög grad av portföljens storlek och riskprofil. En portfölj som är stor i förhållande till underliggande marknadslikviditet och/eller auktionsdeltagarnas egna portföljer och riskbenägenhet kan innebära avsevärt sämre förmåga och beredskap till bud på portföljen bland deltagarna. Detta kan i sin tur påverka de riskpremier som krävs för att lägga bud på portföljen och kan även sakta ner hela auktionsförfarandet.

Ju större portfölj, desto svårare blir risken att hantera för den centrala motparten. Om auktionen leder till förluster som måste spridas bland clearingmedlemmarna är det sannolikt att en stor del av dessa förluster härrör från komplikationer relaterade till portföljstorleken.

## **Förvänta prisvolatilitet och minskad marknadslikviditet**

Oavsett hur marknaden såg ut före obeståndshändelsen är det sannolikt att förutsättningarna kommer variera under auktionens gång. Marknadens likviditet, riskbenägenhet och antal aktiva deltagare kan ha påverkats kraftigt, och priserna kan vara på en helt annan nivå än dagen före. Om en medlem försätts i obestånd av skäl som inte har med marknadshändelser att göra och har en relativt liten portfölj kan dock marknadens förutsättningar förbli normala.

Prisvolatilitet och marknadslikviditet är förutsättningar som påverkar auktionsdeltagarnas riskbenägenhet och förmåga att värdera portföljen korrekt, liksom den centrala motpartens förmåga till hedging av marknadsrisken vid priser som ansågs tillförlitliga före obeståndshändelsen. Detta gäller även när medlemmen som försätts i obestånd inte hör till en av de tre största medlemmarna och när obeståndshändelsen sker vid relativt gynnsamma förutsättningar på marknaden.

## **Nyttan av erfarenhet och rutin – förberedelser i fredstid minimerar osäkerheten i krigstid**

Ett auktionsförfarande består av ett flertal tidskänsliga och komplexa element och kräver att deltagarna har kapacitet och operativ beredskap för att snabbt bestämma vad de anser vara ett rimligt värde på portföljen. Dessa operativa utmaningar måste vara klarlagda i detalj redan i förväg och respons på sådana situationer bör tränas av alla inblandade parter. Ett sätt att öka sannolikheten för en lyckad auktion är genom, till exempel, detaljerade och regelbundna ”brandövningar” (”fire drills”), som ser till att potentiella deltagare i auktionen liksom den centrala motparten vet vad de kan förvänta sig av auktionsförfarandet.

## **Var beredd på att betala en riskpremie – ibland en mycket hög sådan**

Substantiella riskpremier kan vara ett krav för att auktionens deltagare ska lägga bud på portföljen. Dessa premier kan även komma att kosta den centrala motparten avsevärda finansiella resurser. Det finns ett nära samband mellan den riskpremie som krävs och den auktionerade portföljens relativa storlek och riskprofil (liksom auktionsdeltagarnas aktuella portföljer och riskbenägenhet). Ett huvudmål med auktionen bör vara att minimera denna riskpremie.

Flera åtgärder kan övervägas för att potentiellt sänka riskpremien, till exempel att bjuda in deltagare med olika incitament, inkludera potentiella riskpremier i riskmodellerna samt ge auktionens deltagare tid att göra en korrekt bedömning av situationen/portföljen.

## **Incitament är nyckeln – och dessa kan variera bland deltagarna**

Incitamenten för att delta i en auktion är en nyckelfaktor för en lyckad auktion. Incitamenten kan (och bör kanske) skilja sig åt mellan deltagarna. Det bör

dessutom övervägas om incitamenten också kan variera inom en specifik deltagares organisation.

Ett av huvudincitamenten för deltagarna i en auktion är sannolikt att skydda sina egna tillgångar i det s.k. vattenfallet, vilka annars kan komma att användas för att hantera en medlems fallissemang. Vattenfallet anger i vilken ordning vissa förfinansierade resurser ska användas och är konstruerat med syftet att skapa incitament för deltagarna (och den centrala motparten själv) att undvika ömsesidig förlustfördelning genom den s.k. obeståndsfonden.

Ett annat viktigt incitament för att delta i en auktion är sannolikt att säkra den centrala motpartens överlevnad. Ett sådant stöd gäller inte enbart den centrala motpartens ekonomiska ställning, eftersom auktionens resultat också kan påverka det generella förtroendet för både den centrala motparten och den underliggande marknad som betjänas av den.

På en marknad med många fundamentala aktörer är förtroendet för den centrala motparten och den marknad som betjänas av den viktig för marknadsaktörernas kärnverksamhet (till exempel förmågan till hedging av priser på framtida produktion). En annan motivation för att delta i en auktion kan vara möjligheten att göra vinst på den auktionerade portföljen, kanske genom att kräva en substantiell riskpremie.

### **Välja deltagare i auktionen – maximera potentiell ekonomisk vinst och samtidigt minimera informationsläckage**

En av huvudfaktorerna vid auktioner för centrala motparter är att ha tillräckligt många deltagare för att höja den potentiella efterfrågan på en specifik portfölj. Antalet deltagare måste dock balanseras mot kravet på att skydda känslig marknadsinformation (t.ex. om obeståndshändelsen generellt och berörda positioner). Om informationen om obeståndet sprids bland för många marknadsaktörer kan det motverka den centrala motpartens riskhanteringsåtgärder. Den centrala motparten kan även behöva ta hänsyn till andra aspekter, till exempel transparens på marknaden och likvärdig behandling av medlemmarna.

På marknader där de lämpliga deltagarna som har rätt kapacitet består av en relativt homogen grupp, till exempel med avseende på riskmandat och affärsmodell, kan det vara svårt för den centrala motparten att auktionera positionen, särskilt på stressade eller illikvida marknader. Vid utformning av ett auktionsförfarande i en obeståndssituation kan det vara till nytta för den centrala motparten att beakta det lämpliga urvalet av deltagare och försöka inkludera olika typer av deltagare, som skiljer sig åt med avseende på affärsmodell, riskbenägenhet och riskmandat. Detta kan även möjliggöra för en faktisk *auktion*, där parterna bjuder mot varandra, vilket i sin tur kan leda till lägre likvideringskostnader för den centrala motparten och dess medlemmar.

## **Auktionsdeltagande innebär begränsningar som kan påverka daglig affärsverksamhet**

Deltagande i en auktion kan innebära operativa begränsningar för deltagarna. För det första, innan någon information kan överföras om obeståndshändelsen och den portfölj som påverkats kan den centrala motparten kräva att auktionsdeltagarna skriver under ett sekretessavtal (non-disclosure agreement; NDA). När ett sådant skrivits under får deltagarna utförlig information om obeståndshändelsen, vilket dock begränsar deras spelutrymme på marknaden eftersom de i praktiken då befinner sig i en insiderposition. Felaktig hantering av mottagen information kan leda till marknadsmissbruk/insiderhandel (vilket naturligtvis också gäller för den centrala motparten och dess personal).

För auktionens deltagare kan alltså detaljerad insyn i obeståndssituationen innebära negativa konsekvenser för vardaglig affärsverksamhet och åtgärder för riskhantering. Mottagaren kan till exempel behöva isolera personer med insiderinformation om portföljen och obeståndshändelsen från den övriga personalen. Detta kan leda till att vissa personer i företaget (till exempel seniora traders, riskhanteringsexperter, seniora chefer osv.) inte kan delta i den dagliga verksamheten. En annan komplicerande faktor är att insiderpositionens omfattning och tidsramar är oklara vid den tidpunkt då ett sekretessavtal undertecknas.

## **Tid är centralt – och en balansakt**

Auktioner till följd av obeståndshändelser är mycket tidskänsliga förfaranden. Å ena sidan vill den centrala motparten agera så snabbt som möjligt och hedga/avveckla portföljen för att minimera sin exponering för risker kopplade till portföljen (till exempel marknadsrisk eller likviditetsrisk). Vinster och förluster i portföljen fluktuerar i takt med marknadspriserna under hela auktionsförfarandet. Å andra sidan är auktionens deltagare med största sannolikhet helt ovetande om situationen innan de skriver under sekretessavtalet, och behöver därför tid på sig för att göra en adekvat bedömning av situationen i allmänhet och portföljen i synnerhet innan de lägger några bud. Portföljens storlek kan göra att deltagarna saknar riskbenägenhet och/eller riskmandat för att lägga några bud alls. Även om de teoretiskt skulle kunna erhålla ett tillräckligt riskmandat för att kunna hantera portföljen (till exempel genom godkännande från styrelse/VD) kan detta vara en tidskrävande process eller leda till en hög riskpremie.

## **Risken att bli kvar med delar av portföljen**

I situationer där endast ett fåtal (eller inga) deltagare kan förmodas ha kapacitet att köpa hela portföljen kan den centrala motparten låta deltagarna bjuda på delar av portföljen. Ett sådant förfarande kan även underlätta bestämmandet av portföljens rimliga värde i och med det bredare deltagande i auktionen som detta möjliggör.

En aspekt att beakta med ett sådant förfaringsätt är effekten att därigenom skapa en situation där deltagarna rusar till marknaden direkt efter avslutad auktion. Vinnande deltagare kommer ha erhållit positioner och de därmed förknippade riskerna till ett pris de anser acceptabelt, men kan vilja sälja av förvärven på marknaden så snart som möjligt. Den deltagare som kommer sist ut på marknaden får då kanske inte samma chans att avyttra sin del av portföljen. Detta kan skapa en instabilitet på marknaden med stora prissvängningar. Auktionsdeltagarnas kapacitet och villighet att hålla kvar portföljen kan därför vara något att beakta i den centrala motpartens utvärdering av mottagna bud. Situationen kan bli mindre problematisk om det bara finns en vinnare, särskilt om vinnaren har kapacitet och vilja att behålla portföljen under en tid och avyttra positionerna på ett sätt som inte leder till negativa marknadseffekter.