

Ny ransoneringsregel kan förbättra värdepappershandeln

Realtid.se den 15 mars 2016

Värdepapper som exempelvis räntepapper handlas ofta i auktioner och på börser. Varje marknadsplats har sina egna regler som styr hur deras värdepapper ska tilldelas efter budgivning. Ny forskning visar att bland annat ransoneringsregeln kan ha en väsentlig inverkan på priserna i denna handel. De som organiserar auktioner bör därför lägga mera krut på teknikaliteter i regelverken så att marknadsbeteendet kan styras i önskad riktning. Här kan statliga myndigheter och verk spara hundratals miljoner kronor åt skattebetalarna.

Statspapper är ett exempel på värdepapper som säljs i auktioner. Riksgälden anordnar regelbundet auktioner som ett led i Sveriges upplåning. Varje år omsätts hundratals miljarder kronor i dessa auktioner. På samma sätt säljer exempelvis European Energy Exchange (EEX) utsläppsrätter och Post- och telestyrelsen (PTS) auktionerar ut spektrumlicenser för mobiltelefoni och annan trådlös kommunikation. Motsvarande auktioner används även vid upphandling i Nord Pools spotmarknad för el, i Svenska Kraftnäts upphandling av effektreserven och i Sveriges Riksbank upphandling av räntepapper.

I värdepappersauktioner anger köpare hur mycket de är villiga att handla till olika priser, en så kallad budtrappa. Budtrapporna summeras sedan ihop för hela marknaden, vilket ger den totala efterfrågan på värdepapper för varje pris. Auktionsförrättaren sätter slutpriset till det högsta priset där marknaden är villig att köpa minst den utauktionerade volymen av värdepapper. All efterfrågan som en budgivare har över slutpriset accepteras fullt ut. Den återstående efterfrågan, det vill säga den volym som budgivarna är villiga att köpa till slutpriset men inte till högre priser, behöver vanligtvis ransoneras. Normalt är ransoneringen proportionell. Det innebär att varje budgivare får köpa samma andel (procent) av sin återstående efterfrågan.

Auktionsförfarandet kan illustreras med följande exempel på budtrappor. Antag att Investerar A vill köpa 2000 värdepapper om styckpriset är högst 100 kr och 1000 värdepapper om priset är mellan 100 och 105 kr, medan Investerar B vill köpa 5000 värdepapper om priset är högst 100 kr och 2000 värdepapper om priset är mellan 100 och 105 kr. Antag vidare att auktionsförrättaren vill sälja 4000 värdepapper. Denne noterar att 100 kr är det högsta styckpriset där den totala efterfrågan från investerarna överstiger 4000 enheter, så slutpriset blir 100 kr.

Först säljs den volym som budgivarna är villiga att betala 105 kr för, det vill säga ett överpris. Detta innebär att Investerar A får köpa 1000 värdepapper och Investerar B får köpa 2000 värdepapper. Därefter återstår ytterligare 1000 enheter att sälja, vilket svarar mot 25 % av den återstående efterfrågan om totalt 4000 enheter (1000 enheter för Investerar A och 3000 enheter för Investerar B). Vid proportionell ransonerung, får Investerar A därför köpa ytterligare 250 enheter och Investerar B ytterligare 750 enheter. Totalt säljs därmed 1250 värdepapper till Investerar A och 2750 värdepapper till Investerar B.

Om auktionen tillämpar marginalprissättning som på Nord Pool och i EEX:s auktioner av utsläppsrätter, så genomförs alla transaktioner till slutpriset, det vill säga 100 kr/enhet i exemplet ovan. Ibland, som hos Riksgälden, tillämpas dock diskriminerande prissättning där bara en del av den totala volymen säljs till slutpriset.

Budgivare kan påverka slutpriset och transaktionspriserna med sin budtrappa. En investerare vill inte betala mer än nödvändigt och väljer vanligtvis därför att uppge en låg betalningsvilja, vilket minskar statens intäkter. Detta problem förvärras vid sämre konkurrens; varje enskild budgivare har större möjlighet att påverka slutpriset när färre budgivare deltar i auktionen.

I min forskning har jag visat att utformningen av ransoneringsregeln påverkar budgivningen. Auktionsförrättaren kan utnyttja detta till att förbättra konkurrensen i budgivningen, så att budtrapporna väljs mindre strategiskt och slutpriset höjs. I min uppsats "Pro-competitive rationing in multi-unit auctions" (under utgivning i den vetenskapliga tidskriften *Economic Journal*) visar jag att detta kan skapas med icke-proportionell ransonering. En sådan ransonering prioriterar köpare med stor återstående efterfrågan när slutpriset är högt, medan köpare med liten återstående efterfrågan prioriteras när slutpriset är lågt.

En icke-proportionell ransoneringsregel har en särskilt positiv och påtaglig effekt för de auktioner där bud samlas på ett fåtal prisnivåer, vilket ofta är fallet på finansiella marknader. När bud samlas på två prisnivåer, som i exemplet ovan, har den nya ransoneringsregeln nästan samma effekt på budgivningen som en fördubbling av antalet budgivare. Den nya ransoneringsregeln förväntas ha likartade positiva resultat för börshandel på exempelvis Nasdaq OMX, men detta har ännu inte utretts i samma utsträckning.

Mot bakgrund av vad forskningen kommit fram till bör marknadsoperatörer och organisatörer av auktioner och börser ta betydligt större hänsyn till teknikaliteterna när de utformar sina handelsregler. Riksgälden, Sveriges Riksbank, Svenska Kraftnät, PTS och EEX och andra kan på så sätt spara mycket pengar åt skattebetalarna. Deras auktioner omsätter enorma belopp medan det kostar förhållandevis lite att förbättra handelssystemen.

Pär Holmberg, docent i nationalekonomi och teknologie doktor
Institutet för Näringslivsforskning (IFN)