

# Will Swedish High Yield bonds become a more common alternative for investors in Sweden?

JON BÄCKMAN



**KTH Industrial Engineering  
and Management**

Master of Science Thesis  
Stockholm, Sweden 2012

# Kommer svenska högavkastande företagsobligationer att bli ett vanligare placeringsalternativ i Sverige?

JON BÄCKMAN



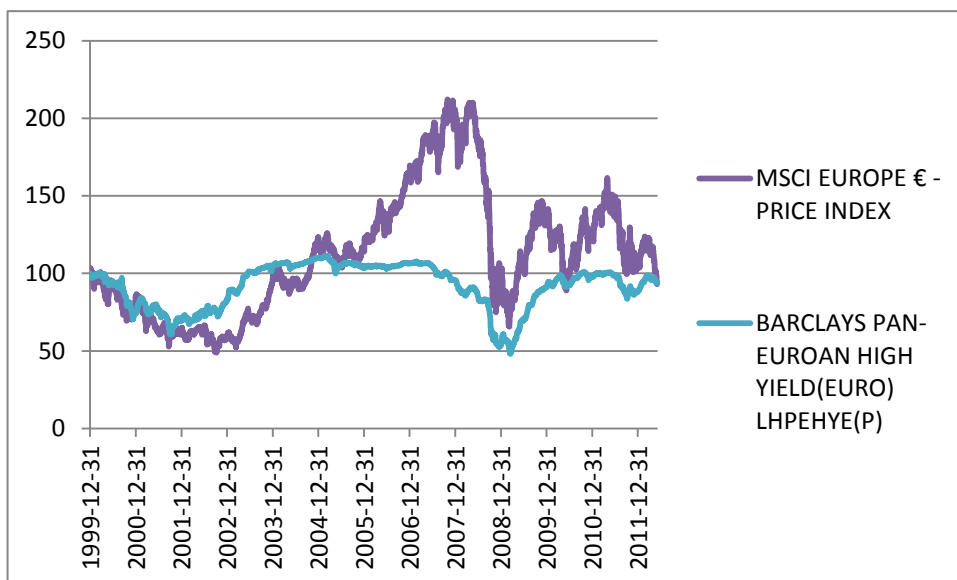
**KTH Industriell teknik  
och management**

Examensarbete  
Stockholm, Sverige 2012

# Kommer svenska högavkastande företagsobligationer att bli ett vanligare placeringsalternativ i Sverige?

av

Jon Bäckman

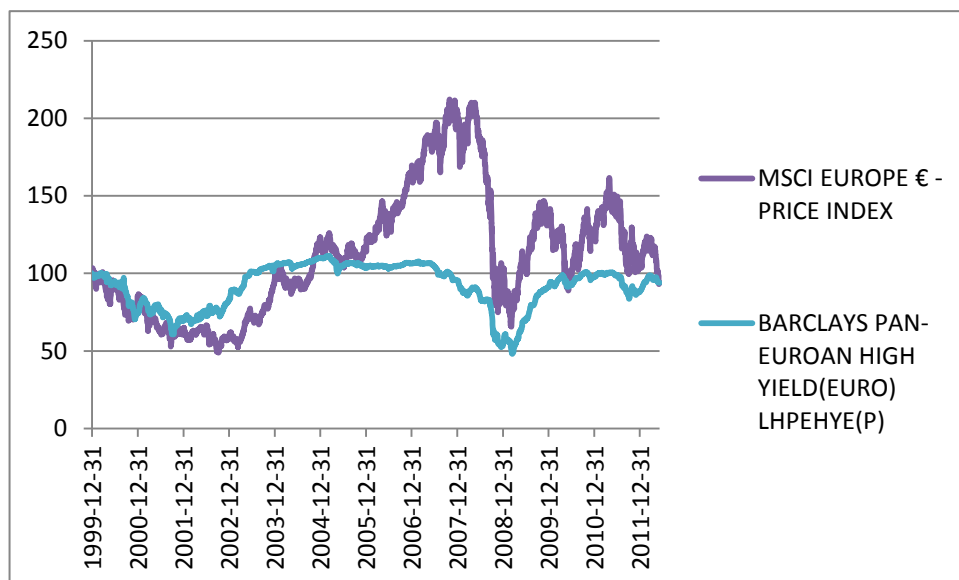


Examensarbete INDEK 2012:80  
KTH Industriell teknik och management  
Industriell ekonomi och organisation  
SE-100 44 STOCKHOLM

# Will Swedish High Yield bonds become a more common alternative for investors in Sweden?

by

Jon Bäckman



Master of Science Thesis INDEK 2012:80  
KTH Industrial Engineering and Management  
Industrial Management  
SE-100 44 STOCKHOLM



KTH Industriell teknik  
och management

## Examensarbete INDEK 2012:80

Kommer svenska högavkastande företagsobligationer att bli ett vanligare placeringsalternativ i Sverige?

Jon Bäckman

Godkänt 2011-mån-dag	Examinator Thomas Sörenson	Handledare Niklas Arvidsson
	Uppdragsgivare GodFond	Kontaktperson Max Heger

### Sammanfattning

Marknadsförutsättningarna för en utveckling av den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer är idag bättre än någonsin. För första gången är bankerna motiverade att hjälpa svenska företag med marknadsfinansiering via exempelvis företagsobligationer. Tidigare har denna verksamhet setts som konkurrerande till bankernas egen lånefinansiering. Regulatoriska förändringar, såsom Basel III, ligger till grund för denna nya viktiga förutsättning.

Det händer saker på bred front och mycket sker samtidigt. Nya aktörer och organisationer har bildats, färdiga marknadsplatser för högavkastande företagsobligationer finns nu att tillgå. Fler regulatoriska förändringar har skett och kommer att ske framöver. Syftet med dessa regulatoriska förändringar är bland annat att förbättra transparensen på marknaden och öka intresset för ränteplaceringar som alternativ till aktieplaceringar för vissa institutionella investerare.

Rapportens resultat motiverar en utveckling av den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer, med fler emittenter och fler emitterade instrument. Den uteblivna avkastningen och det volatila beteendet av den svenska aktiemarknaden de sista 12 åren, motiverar investerare att se sig om efter alternativa placeringar. När marknadsräntorna är rekordlåga blir företagsobligationer ett mycket intressant alternativ.

Kunskapsnivåerna behöver dock höjas både hos framtida potentiella emittenter och hos investerare. Större resurser hos befintliga intermediärer och kanske fler aktörer kommer att krävas för att klara av det ökade behovet av obligationsfinansiering hos de svenska företagen. Fler emitterade instrument och en bättre transparens på marknaden kommer att ge investerare bättre möjligheter att utvärdera förväntad avkastning och de risker som finns förknippade med detta placeringsalternativ.

Huruvida högavkastande företagsobligationer kommer att bli ett framtida sparalternativ för svenska sparare är lite osäkrare. Fler emissioner av högavkastande företagsobligationer tros komma redan den närmaste tiden, medan det kan ta längre tid för den nya potentiella sparformen att etablera sig bland investerare. En ökning av detta placeringsalternativ hos svenska sparare kommer förmodligen att ske succesivt, men i vilken mån denna sparform på sikt etablerar sig återstår att se.

**Nyckelord: Högavkastande företagsobligationer, Basel III, Investment Grade, Kreditrating, Emittent, OTC**





**KTH Industrial Engineering  
and Management**

## Master of Science Thesis INDEK 2012:80

Will Swedish High Yield bonds become a more common alternative for investors in Sweden?

Jon Bäckman

Approved 2011-month-day	Examiner Thomas Sörenson	Supervisor Niklas Arvidsson
	Commissioner GodFond	Contact person Max Heger

### Abstract

Market conditions have never been better for a potential development of the Swedish market for High Yield bonds. This time Swedish banks are motivated to help Swedish companies to lend from the market thru corporate bonds. Earlier in history Swedish banks have preferred to lend companies money themselves and seen the corporate bond market as competitive business. A new EU-regulation, Basel III is the main factor that has motivated Swedish banks.

A lot of important things are happening at the same time. New players and organizations have been developed, new market places for High Yield bonds are ready to be used. More regulatory changes have been made and will be made in the near future. Some of the purposes with these changes are better transparency in the market and also to motivate some institutional investors to invest in bonds instead of stocks.

The results of this thesis imply a development of the Swedish High Yield market for corporate bonds, with more issuing companies and more issued High Yield bonds. The weak performance of the Swedish stock market and its volatile behavior the last 12 years can motivate investors to look for alternative investments. Market rates are record low, which makes corporate bonds an interesting alternative for investment.

The knowledge amongst potential issuers and investors of Swedish corporate bonds needs to be increased. More resources are needed amongst players dealing with corporate bond issuing and maybe even a few new players to handle the growing supply of lending thru bonds. More High Yield bonds and a better transparency will make it easier for Swedish investors to analyze these types of investments.

Whether High Yield bonds will be a more frequent alternative for Swedish investors are not quite as certain. More issued High Yield bonds will probably emerge in the near future, but it might take some time for these types of investments to be established as a more common placement for Swedish investors. An increase will probably occur gradually, but to what extent these types of placements will be established amongst Swedish investors remain unsaid.

**Key-words: High Yield bonds, Basel III, Investment Grade, credit rating, bond issue, OTC**

## Innehållsförteckning

1. Introduktion.....	10
1.1 Forskningsproblem.....	10
1.2 Bakgrund.....	11
1.3 Syfte med studien.....	13
1.4 Avgränsningar.....	13
2. Teoretiskt ramverk .....	14
2.1 Det finansiella systemets uppgifter.....	14
2.2 En effektiv marknad.....	14
2.3 Företags finansieringsalternativ.....	15
2.4 De finansiella instrumenten.....	16
2.5 Risk och avkastning.....	18
2.6 Obligationsmarknadens aktörer.....	18
2.7 Primärmarknaden och sekundärmarknaden.....	20
2.8 Värderingsprinciper.....	21
3. Metod.....	22
3.1 Forskningsparadigm.....	22
3.2 Motivering av paradigmet och metoder.....	22
3.3 Metodval.....	22
3.3.1 Bakgrund.....	22
3.3.2 Kvalitativ data.....	23
3.4 Datainsamling.....	23
3.4.1 Intervjuförfarande.....	23
3.4.2 Val av respondenter.....	23
3.4.3 Sekundär data.....	24
3.5 Studiens tillförlitlighet.....	24
3.5.1 Validitet.....	24
3.5.2 Reliabilitet.....	25
3.5.3 Kritik av metodval och källor.....	25
3.6 Presentation av empiri.....	26
3.7 Avgränsningar och studiens begränsningar.....	26
3.8 Sammanfattning.....	27
4. Kartläggning av den svenska företagsobligationsmarknaden.....	28
4.1 Bakgrund.....	28
4.2 Marknadsaktörer.....	29
4.2.1 Emittenter.....	29
4.2.2 Intermediärer.....	31
4.2.3 Investerare.....	31
4.2.4 Fler viktiga aktörer.....	32
4.3 Emissionsprocess.....	34
4.4 Obligationsmarknaden i Sverige idag.....	35
4.5 Reglering av obligationsmarknaden.....	36
4.6 Sparalternativ för småsparare.....	37
4.6.1 Räntebevis.....	38
4.7 Politisk styrning och förändringsprocesser.....	38
4.7.1 Basel III.....	38
4.7.2 Solvens II.....	39
4.7.3 MiFID.....	39



5. Analys.....	40
5.1 Den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer idag.....	40
5.1.1 Prissättning på en likvid och effektiv marknad.....	41
5.1.2 Prissättning på den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer.....	42
5.2 Obligationsmarknaden i USA.....	43
5.3 Plus och minus för svenska marknaden utveckling.....	43
5.3.1 Aktörernas intressen.....	43
5.3.2 Tradition.....	44
5.3.3 Omvärldsfaktorer och regelverk.....	45
5.3.4 Storlekens betydelse.....	45
5.3.5 Kunskapsnivå.....	46
5.3.6 Avkastningshistorik.....	46
5.3.7 Investerares alternativa placeringar.....	49
5.3.8 Ingångar för sparare.....	49
5.3.9 Räntetorget.....	50
5.4 Sammanfattning.....	51
6. Resultat och diskussion.....	53
6.1 Fungerande marknad?.....	53
6.2 Nya förutsättningar.....	54
6.3 Avkastningshistorik.....	54
6.4 Kommer svenska högavkastande företagsobligationer att bli ett vanligare placeringsalternativ i Sverige?.....	55
7. Förslag till framtida forskning.....	58
8. Bilagor.....	59
8.1 Respondenter.....	59
8.2 Figurförteckning.....	60

Referenser

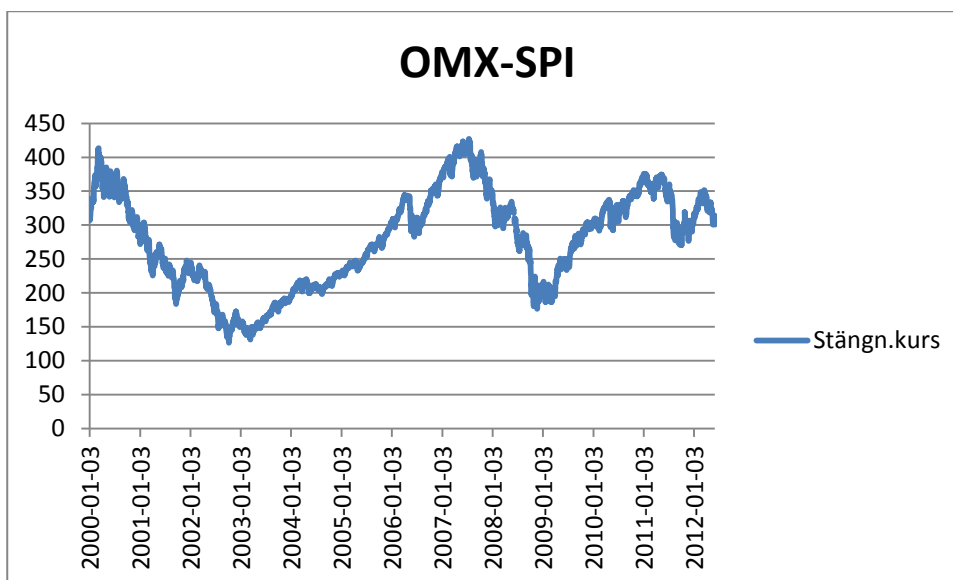
## 1. Introduktion

### 1.1 Forskningsproblem

*”Det finns en anledning att tro att den svenska marknaden för företagsobligationer kommer att växa och bli ett viktigare finansieringsalternativ för de svenska företagen.”*

(Strömberg, 2011)

Efter den senaste finansiella krisen har företag i allt större utsträckning börjat använda sig av obligationer som en alternativ finansieringskälla. Det beror bland annat på att många av de lån som svenska och utländska banker gav till svenska företag innan krisen förfaller under de närmsta åren. Dessutom har banklån överlag blivit dyrare efter krisen, bland annat till följd av nya kapitäläckningskrav för banker (Strömberg, 2011).



Figur 1: OMX-SPI Tidsperioden 2000-02-02 (328,38) till 2012-06-01 (300,69), källa: Nasdaqomxnordic

Bland småsparare har aktieplaceringar varit den dominerande sparformen traditionellt, men en allt mer volatil aktiemarknad där avkastningen har uteblivit sista tio åren har fått många sparare att se sig om efter alternativ. Företagsobligationer utgör en generellt ganska utforskad och liten del av marknaden. De utestående svenska icke-finansiella företagsobligationerna uppgick år 2011 till 197 miljarder SEK och utgjorde endast sju procent av den totala kreditmarknaden i Sverige (Finansmarknadsstatistik, SCB 2011). Den större delen av dessa 197 miljarder är utställda av så kallade Investment Grade<sup>1</sup> bolag och endast en liten bråkdel är emitterade av svenska High Yield<sup>2</sup> bolag. Svenska Investment Grade bolag kommer man som småsparare åt indirekt via vissa svenska räntefonder som placerar i statsobligationer, bostadsobligationer och Investment Grade obligationer. Dessa räntefonder ger generellt sett en ganska låg avkastning till mycket låg risk och är inte primärt ett konkurrerande alternativ till aktiesparande ur ett riskperspektiv, utan snarare att ses som ett alternativ till sparkonto på bank. High Yield obligationer kan vara ett intressant alternativ till

1 Innebär att bolaget har en mycket stabil finansiell ställning och kan ses som mycket kreditvärdigt. Investment Grade innefattar enligt kreditinstitutet Standard and Poors skala kreditbetygen AAA till BBB-.

2 Innebär att bolaget har en mer spekulativ finansiell ställning och bolagens kreditvärdighet i denna kategori är lägre och enligt Standard and Poors skala BB+ till CCC. Kallas också högavkastande företagsobligationer.

aktieplaceringar, då den förväntade avkastningen på dessa papper är högre än hos Investment Grade obligationerna.

Gunnarsdottir och Lindh (2011) uttrycker tydligare vad som kan bli följden av de nya kapitaltäckningskraven för bankerna:

*'De nya Basel III-reglerna för banker förväntas leda till att det blir dyrare för företag att låna hos banker och till att kreditutbudet minskar. Det kan i sin tur leda till att den svenska marknaden för företagsobligationer blir viktigare för svenska företag.'*

Författarna motiverar detta med att bankerna får skärpta krav på ökad kapitaltäckningsgrad och bättre likviditet. Det innebär i praktiken att bankerna måste se över sina egna krediter och kan inte lika frikostigt låna ut pengar till de svenska företagen. Gunnarsdottir och Lindh (2011) berättar att banklån under årens lopp i Sverige varit de svenska företagens viktigaste form av lånebaserad finansiering. De nya regelverken tros slå hårdast mot mindre- och medelstora bolag utan kreditrating eller med High Yield rating.

Den senaste tiden har även en del initiativ till att utveckla den svenska marknaden för företagsobligationer kommit från andra håll än banker, emittenter och investerare. Bland annat har aktietorget skapat en plattform som ska heta räntetorget och hantera automatiserad handel primärt med mindre emissionsbelopp på högavkastande företagsobligationer ([www.realtid.se](http://www.realtid.se) 2012-02-17). Nasdaq OMX har redan en lista där många Investment Grade bolag väljer att lista sina obligationer.

Swedish Trustee är också en ny aktör på marknaden, ett samfund grundat av svenska Ackordcentralen och ett norskt bolag som heter Norweigan Trustee. Den nya aktören hoppas kunna agera agent på marknaden och representera svenska investerare i företagsobligationer vid eventuella kredithändelser<sup>3</sup>, i förhandlingar med det emitterande bolaget. En annan funktion som Swedish Trustee kommer att fokusera på, är att försöka standardisera stora delar av den lånedokumentation som krävs för att ställa ut en ny obligation. Detta tror Swedish Trustee kommer att leda till lägre transaktionskostnader för emittenterna och även en mer transparent marknad.

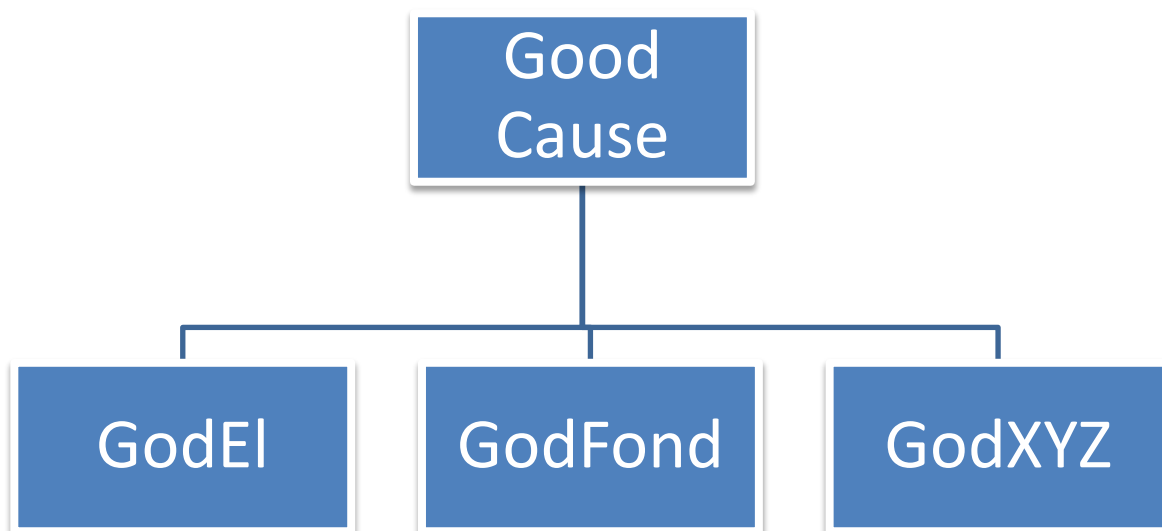
Trots att den svenska kreditmarknaden är större än aktiemarknaden i absoluta tal (SCB, finansmarknadsstatistik 2011), så är det väldigt få sparare i Sverige som känner till och förstår sig på kreditmarknadens risker och möjligheter.

## 1.2 Bakgrund

GodFond är ett fondbolag med två finansiella produkter. En global aktieindexfond, GodFond Sverige & Världen och en hedgefond som heter GodFond Multihedge. GodFond är ägt av en stiftelse som heter GoodCause. Stiftelsen grundades av Stefan Krook, tidigare VD Glocalnet och en grupp svenska företagsledare. Syftet med stiftelsen är att starta upp verksamheter med eget kapital från styrelsens medlemmar och så kallade Good Founding Investors. Good Founding Investors är privatpersoner från styrelsens kontaktnät, ofta kända i affärsvärlden (<http://godfond.se/index.php?pg=investors>). Verksamheterna ska sedan med stöd från styrelsen bli självgående och lönsamma. GodEl och GodFond är de två första företagen som startats av stiftelsen.

---

3 När det bolag som ställt ut obligationslånet inte kan klara av sina betalningsåtaganden av någon anledning.



Figur 2, Organisationsstruktur Good Cause stiftelsen, källa: [www.godfond.se](http://www.godfond.se)

De upparbetade resultaten från Good Cause verksamheter skänks till välgörenhet. Samarbeten finns med SOS Barnbyar, Stockholms Stadsmission, Läkare utan gränser, Rädda Barnen, Hand-in-Hand, Barncancerfonden och IOGT-NTO. Mer än 14 miljoner har fram till och med 2010 års bokslut skänkts till välgörenhet.

Under GodFonds första verksamhetsår 2009 fokuserade bolaget på att sälja sina fonder till rika privatpersoner kända i företagssverige, efter konceptet Good Founding Investors. Dessa privatpersoner tillfrågades om de kunde tänka sig att investera i GodFonds produkter och låta bolaget publicera deras respektive namn på GodFonds hemsida. Detta för att initialt öka det förvaldade kapitalet snabbt och öka förtroendet utåt sett för GodFonds produkter.

Successivt skiftade fokus över på att knyta an några stora säljkanaler i Nordnet, Avanza, SEB etc., för att komma åt den breda marknaden och småspararna. Numera arbetar bolaget primärt med att sälja till institutionella placerare. Det långsiktiga målet är dock att nå ut med produkten och välgörenhetsvisionen till den breda massan och på så sätt kunna konkurrera om att bli ett givet fondplacersalternativ för alla svenska sparare.

GodFond har känt av en ökad efterfrågan hos sina kunder för räntebärande produkter med låg risk och vill nu undersöka den svenska företagsobligationsmarknaden. Både företagsobligationer med hög- respektive låg kreditrating<sup>4</sup> anses som intressanta. Gudrun Gunnarsdottir och Lindh (2011) hävdar i sin rapport för Riksbanken att det inte gjordes några transaktioner med högavkastande obligationer före år 2008. Det betyder att området högavkastande företagsobligationer är en ganska oexploaterad nisch inom finanssektorn.

---

<sup>4</sup> Kreditrating är en beskrivning av det företag som ger ut obligationens kreditvärdighet. Är kreditrisken låg, så innebär det att risken för inställda betalningar på lånet är liten.

### 1.3 Syfte med studien

- Syftet med studien är att kartlägga och få en god förståelse för hur den svenska företagsobligationsmarknaden fungerar, eller inte fungerar i dagsläget.
- Undersöka vilka regulatoriska förändringar marknaden har att vänta sig närmste tiden.
- Avkastningsdata de två sparformerna emellan ska jämföras, för att ge en fingervisning om historisk avkastning.
- Den slutliga analysen ska fastslå under vilka förutsättningar som sparformen svenska högavkastande företagsobligationer kommer att bli ett intressant sparalternativ framöver.
- I övrigt så ämnar uppsatsen försöka öka de generella kunskapsnivåerna på ämnet för läsarna, för att bidra till en gynnsam utveckling av en idag outvecklad marknad.

### 1.4 Avgränsningar

En explorativ studie av den svenska företagsobligationsmarknaden kommer kräva en litteraturgenomgång och en insamling av kvalitativ data från respondenter. Diskussioner och intervjuer kommer att genomföras med ett lämpligt urval av huvudaktörer på den svenska företagsobligationsmarknaden.

Studien kommer att fokusera på högavkastande företagsobligationer, men även titta på den svenska obligationsmarknaden i stort. Detta för att skapa en bättre bild av alla de underliggande marknadsförutsättningarna som påverkar obligationshandel. Marknaden för de högavkastande företagsobligationerna är liten och outvecklad, medan marknaden för svenska statsobligationer och Investment Grade obligationer sedan många år är väl fungerande.

Endast indexdata på tänkbara index med dessa instrument kommer att sökas och publiceras grafiskt för att ge en fingervisning om hur avkastningen varit under de senaste 20 åren. Ingen analys av kvantitativ data kommer att utföras i denna studie.

## 2. Teoretiskt ramverk

### 2.1 Det finansiella systemets uppgifter

Det finansiella systemet har tre huvuduppgifter:

- Att omvandla sparande till finansiering.
- Att hantera risker
- Att göra det möjligt att genomföra betalningar på ett effektivt sätt.

(Strömberg, 2011)

Detta innefattar givetvis inte alla uppgifter ett finansiellt system bör ha i ett samhälle, men utgör enligt Strömberg (2011) tre huvuduppgifter som denna studie ämnar undersöka för den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer. Nedan följer en liten sammanfattning av dessa huvuduppgifter som Strömberg (2011) beskriver i sin rapport från riksbanken.

Att omvandla sparande till finansiering innefattar både privatpersoner och företag. Vanligt förekommande för privatpersoner är att man lånar för studier, boende eller konsumtion i största allmänhet. Företag behöver låna upp pengar för att finansiera en uppfinning, ett projekt eller helt enkelt kostnader från den löpande verksamheten. Om varje enskild privatperson eller företag skulle leta upp och analysera lämpliga projekt så skulle omvandlingen från sparande till investering ta väldigt lång tid. Det som istället ska försörja privatpersoner och företag i Sverige är den så kallade kapitalmarknaden. Kapitalmarknaden består av aktiemarknaden och kreditmarknaden. Den svenska företagsobligationsmarknaden utgör en liten del, ca 7 procent av den totala kreditmarknaden. I sin tur utgör svenska högavkastande företagsobligationer bara ca 2 procent av den totala kreditmarknaden (SCB, 2011).

Att hantera risker är något både företag och privatpersoner har behov av i dagens samhälle. Privatpersoner kan behöva säkra sin försörjning efter pension, gardera sig mot villabrand eller stöld. Detta kan de göra med hjälp av sparande och/eller försäkringar. Viktigt för många privatpersoner är att få hjälp med att förvalta sitt sparande på ett mer effektivt sätt, genom exempelvis diversifierade finansiella produkter. För företagen handlar det även om att skydda sig mot olika slags ekonomiska risker, förändringar av råvarupriser och valutakurser.

Att göra det möjligt att genomföra betalningar på ett effektivt sätt är en tjänst som de finansiella bolagen bistår. Genom att utnyttja den finansiella infrastrukturen som finns kan bankerna bistå privatpersoner. Att ekonomiska transaktioner sker smidigt är viktigt för att ekonomin som helhet ska fungera på ett effektivt sätt. Svenska emittenter av högavkastande företagsobligationer tillhör de per definition icke-finansiella bolagen, men denna uppsats ämnar undersöka hur transaktioner inom det segmentets aktörer sker och hurvida de är effektiva.

### 2.2 En effektiv marknad

”A market in which prices always ”fully reflect” available information is called efficient”  
(Fama, 1970)

Det betyder att om en marknad speglar all tillgänglig information i prissättningen av marknadens instrument, så är den effektiv. Denna hypotes ligger till grund för många studier som är gjorda, framför allt på aktiemarknaden. Författaren klassar sedan marknadseffektiviteten i antingen en svag effektivitet, en semi-stark effektivitet och en stark effektivitet. Denna uppsats kommer inte att

definiera dessa i detalj och inte heller analysera marknadseffektiviteten noggrant. Den ämnar däremot använda marknadseffektivitet mer som ett koncept, där vissa grundförutsättningar bör vara uppfyllda för att marknaden ska anses effektiv och väl fungerande.

När det gäller finansiella marknader i stort finns det alltså några grundförutsättningar som bör vara uppfyllda för att de ska kunna klassas som effektiva. Elfridsson och Eliasson (2007) undersökte den svenska aktiemarknaden och dessa grundförutsättningar är även intressanta att undersöka för andra finansiella marknader:

- Marknaden ska innehålla ett stort antal aktörer vilka agerar oberoende av varandra och strävar efter högsta möjliga avkastning på sina placeringar
- Aktörer som verkar på marknaden ska inte kunna förutse ny information som offentliggörs och som skulle kunna påverka kursen
- Priset på aktierna justeras snabbt av aktörerna på marknaden utifrån den information som offentliggjorts

Vilka av ovanstående grundförutsättningar som uppfylls av marknaden för svenska högvastande företagsobligationer bör utredas för att kunna kartlägga vad som behöver utvecklas för att nå en väl fungerande och effektiv marknad.

Det är också viktigt att utreda hur marknaden regleras idag och vilka förändringar som väntas ske närmste tiden och analysera hur dessa förändringar kommer att påverka marknaden framöver.

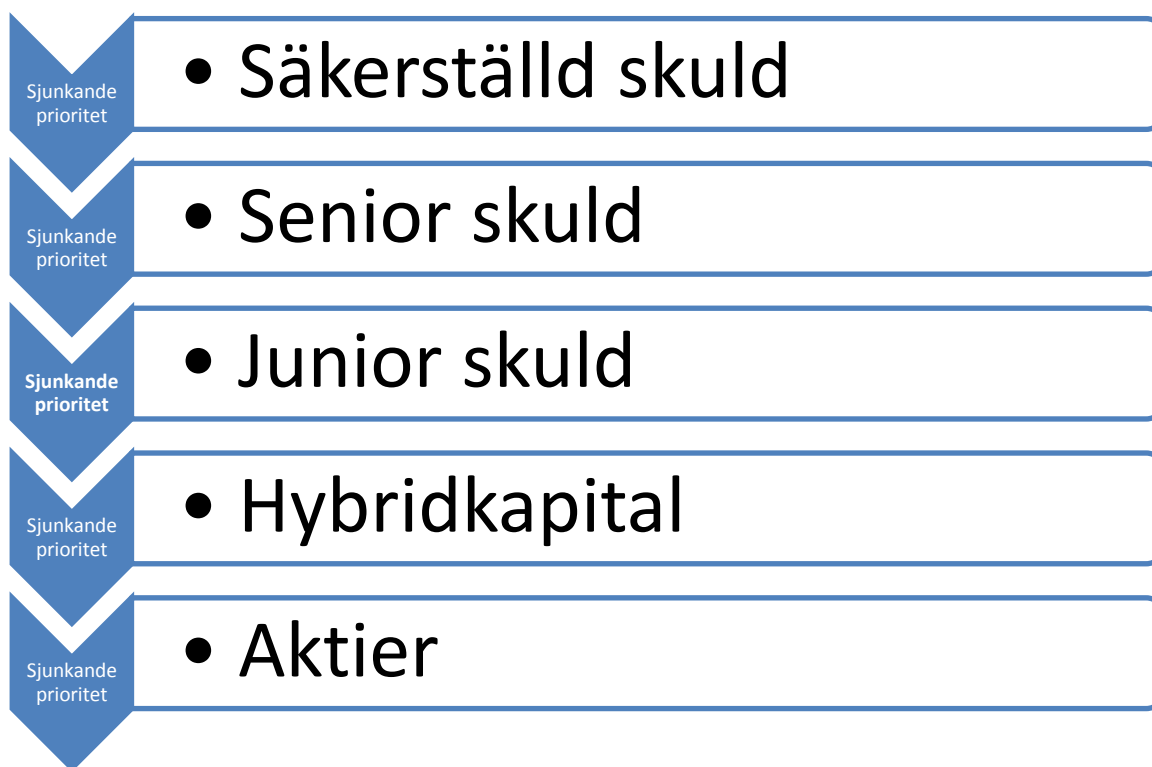
### **2.3 Företags finansieringsalternativ**

Ett företag har grovt sett två alternativ att finansiera sin operationella verksamhet, antingen via eget kapital eller främmande kapital (Barr, 2011). Eget kapital innebär att företaget emitterar aktier som säljs till marknaden, mot en given ägarandel i bolaget. Med skulder menas de lån som ett bolag tar upp för att finansiera sin verksamhet. Gunnarsdottir och Lindh (2011) definierar de svenska icke-finansiella<sup>5</sup> företagens lånebaserade finansieringsalternativ som banklån, företagsobligationer och företagscertifikat. Banklån och företagscertifikat har normalt en löptid om ett år eller kortare, medan företagsobligationer har längre löptider upp till tio år.

Hur ett företag väljer att finansiera sig utgör ett företags kapitalstruktur och innebär mer specifikt vad företaget har för förhållande mellan eget kapital och företagets lånefinansiering (Ahlskog och Forsberg, 2012). Faktorer som avgör detta förhållande är många och av olika karaktär. Enligt Ahlskog och Forsberg (2012) så är akademiker och praktiker ännu inte på det klara med hur företag ska och bör optimera sin finansieringsform. Men viktigt ur en investerares perspektiv är var i kapitalstrukturen en företagsobligation befinner sig, då detta har stor inverkan på prissättningen och eventuella anspråksmöjligheter om emitterande bolag går i konkurs. Nedan beskrivs en typisk kapitalstruktur för ett företag.

---

<sup>5</sup> Den huvudsakliga aktiviteten i dessa bolag är produktion av varor och icke-finansiella tjänster. Källa: SCB



Figur 3: Ett företags kapitalstruktur, bild tagen och översatt och omgjord från: <http://www.fiiig.com.au/> Australiensiskt mäklarhus.

En innehavare av en säkerställd skuld, som kan vara ett banklån eller liknande står alltså först i tur medan aktieägare befinner sig sist att få betalt vid en eventuell kredithändelse. De flesta obligationer som emitteras är seniora skulder, men vissa kan även vara juniora. Hybridkapital är en blandning av eget kapital och skulder. Exempel på detta är konvertibler, som ger en fast ränta under en viss löptid som obligationer, men sedan har en möjlighet att konverteras till aktier.

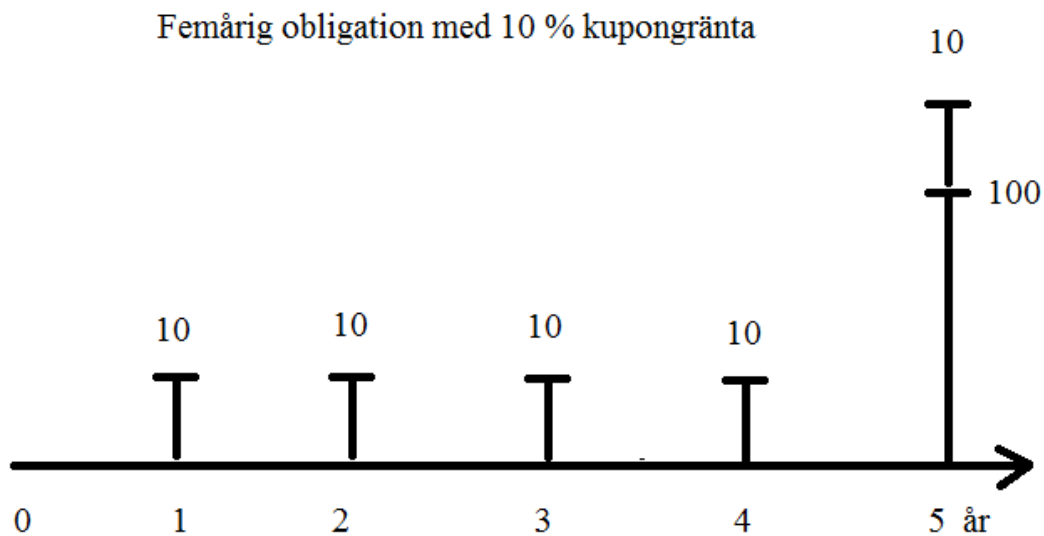
Denna uppsats ämnar inte gå in på djupet på detta område, däremot beskriva fördelar och nackdelar med de olika finansieringsalternativen. Detta för att skapa förståelse för svenska företags historiska val av finansiering och ändå viktigare kunna skapa en uppfattning om framtida finansieringsmöjligheter för svenska företag.

## 2.4 De finansiella instrumenten

En obligation representerar en fordring mot en låntagare (utgivare/emittent). Obligationen är i princip ett skuldebrev som löper under bestämd tid och ger långivaren (investeraren) en på förhand bestämd ränta. Räntan är ersättningen, som en låntagare betalar till långivaren för att låntagaren får låna långivarens kapital (Kågerman, et al, 2008). Eftersom en obligation är ett lån så hamnar det på långivarens/emittentens skuldsida i balansräkningen och en förändring i det specifika aktiebolagets marknadsvärde påverkar inte kupongräntan.

Strukturen på en obligation kan variera en hel del, några vanliga varianter är till exempel, en fast ränteobligation. Räntan är förutbestämd till en viss årlig räntesats, men betalas ofta kvartalsvis eller halvårsvis, via så kallade kupongutbetalningar.





Löptid = 5 år  
 Kupongräntan = 10 % (Kan betalas ut årligen, eller halvårsvis,  
 vanligast är dock kvartalsvis)

Figur 4, Bild på en obligation med fem års löptid och en kupongränta på 10 % som betalas ut årligen.

En nollkupongsobligation saknar kupongutbetalningar, ett visst fastställt belopp betalas tillbaka på förfallodagen. Det finns också obligationer med rörliga kuponger där kupongräntan består av en fixerad del, ett visst antal procent och en rörlig del där exempelvis STIBOR-räntan används (Andersson och Larsson, 2005).

Vid en eventuell konkurs av det bolag som emitterat obligationen så plundras bolaget på dess tillgångar. Skulder betalas alltid ut till långivarna före aktieägarna. Det finns en hierarki på lånesidan med olika senioritet bland de olika långivarna, hierarkin styr i vilken tur och ordning långivarna får sina pengar vid en eventuell kredithändelse. Detta står i respektive obligations lånevillkor och är viktigt att förstå för att kunna uppskatta vilken recovery rate<sup>6</sup> man kan förvänta sig som långivare exempelvis vid en konkurs.

En aktie representerar en ägarandel i ett aktiebolag, ett bolag där ägarna inte har något personligt betalningsansvar för bolagets förpliktelser. Varje aktie representerar samma ägarandel av bolaget (Kågerman, et al, 2008). Aktiekapital tillhör ett bolags egna kapital i balansräkningen och hamnar därför inte på samma sida av balansräkningen som kapital från obligationer. En förändring i marknadsvärdet på ett aktiebolag innebär samma procentuella förändring av priset på den enskilda aktien. Detta är en väsentlig skillnad jämfört med obligationer där de framtida utbetalningarna redan

<sup>6</sup> Recovery rate innebär den del av det initiala lånebeloppet som man erhåller som obligationsägare vid en konkurs

är förutbestämda.

Till skillnad från de löptidsbestämda obligationerna menar David Andersson och Claes Larsson (2005) att alla aktier har en i teorin oändlig löptid. De olika aktieslag som finns är röststarka aktier (A-aktier), vilka kan ge upp till tio gånger fler röster än röstsvaga aktier (B-aktier). Preferensaktier har företräde till utdelning före A- och B-aktier. Övriga aktieägare får vinstutdelning först efter det att preferensaktieägarna fått sin utdelning (Pontus Kågerman, et al, 2008).

Ur ovanstående stycken är det tydligt att aktier och obligationer är väldigt olika finansiella instrument, med sina respektive fördelar och nackdelar. David Andersson och Claes Larsson menar att företagsobligationer har en mycket större heterogenitet i sin utformning än till exempel aktier. Det är många parametrar och villkor som kan skilja olika företagsobligationer åt. Ur en investerares perspektiv handlar det alltid i slutändan om att få så hög avkastning som möjligt till en given risk, eller omvänt med ett visst risktagande maximera sin avkastning. En viktig skillnad för dessa två finansiella instrument är att de befinner sig på olika ställen i ett företags kapitalstruktur. Detta innebär att vid en eventuell konkurs för bolaget som ställt ut obligationen, så har obligationsägarna högre återbetalningsprioritet än aktieägarna. Det betyder att obligationsägarna kommer att få betalt före aktieägarna när det konkursade bolaget ”töms”.

## 2.5 Risk och avkastning

En investerares ständiga avvägning mellan risk och förväntad avkastning är väl debatterad. Den allmänt mest accepterade modellen för att räkna på detta samband är CAPM<sup>7</sup>. Rationella investerare anser enligt denna modell att ett ökat risktagande måste leda till en ökad möjlighet i förväntad avkastning. Ur ett optimeringsperspektiv söker alltså investerare att maximera sin förväntade avkastning givet en viss risknivå eller att minimera sitt risktagande givet en viss förväntad målavkastning. Avkastning som mått brukar ofta redovisas i procent och på årlig basis, antingen utan hänsyn tagen till inflation, det vill säga den nominella årsavkastningen, eller den reala avkastningen, där hänsyn är tagen till inflation.

Det finns många olika riskmått när man räknar på olika typer av investeringar. Det vanligast förekommande, när fonder och aktier utvärderas ur ett riskperspektiv, är volatilitet eller standardavvikelse. Standardavvikelse per definition är ett statistiskt mått på hur mycket de olika datapunkterna i en datamängd avviker från medelvärdet. Om värdena ligger samlade nära medelvärdet blir standardavvikelsen låg och ur ett finansiellt perspektiv anses risken som låg. Ligger värdena spridda långt över och under medelvärdet så blir standardavvikelsen hög och risken ur ett finansiellt perspektiv anses följaktligen som hög.

## 2.6 Obligationsmarknadens aktörer

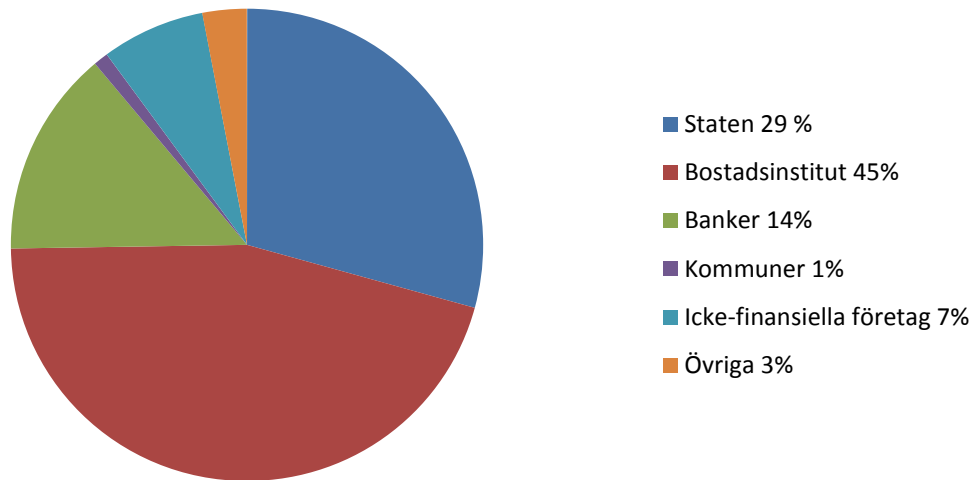
Studien ämnar undersöka huvudaktörer och nyckelpersoner på marknaden. Denna målgrupp innefattar emittenter, intermediärer<sup>8</sup>, investerare och övriga viktiga aktörer på marknaden. Med övriga aktörer menas bolag, personer och organisationer som har inflytande över den svenska kreditmarknaden. Exempelvis statliga verk såsom riksgälden, riksbanken och finansinspektionen, NasdaqOMX, jurister och andra bolag som är verksamma på marknaden men inte innefattas av definitionen emittent, intermediär eller investerare.

---

<sup>7</sup> Capital Asset Pricing Modell, framtagen av Sharpe 1964.

<sup>8</sup> Mellanhand på den finansiella marknaden som kopplar samma en köpare av ett visst instrument med en säljare av samma instrument.

## Emittenter på den svenska obligationsmarknaden

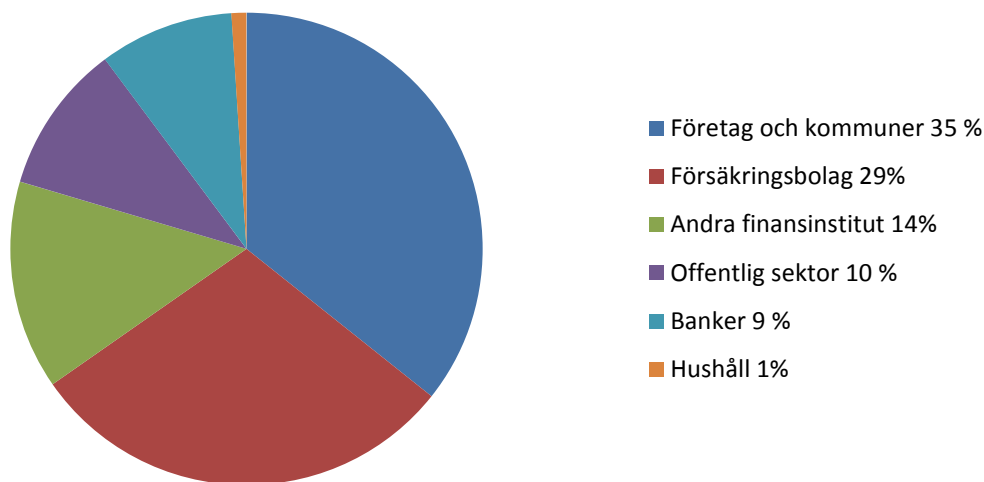


Figur 5: Svenska Emittenter på obligationsmarknaden. Källa SCB finansmarknadsstatistik januari 2012.

De icke-finansiella företagen kan delas in i bolag med Investment Grade kreditrating och bolag som har lägre kreditbetyg eller saknar kreditbetyg brukar benämnas högavkastande eller High Yield obligationer. (Barr, 2011). Det finns fler högavkastande emittenter på den svenska marknaden. Av den totala volymen emitterat kapital dominerar dock Investment grade bolag, då de 10 största emittenterna av ca 60 stycken emittenter totalt står för 70 procent av den totala utestående emissionsvolymen (Nyberg, 2011).

Intermediärerna innefattar aktörer på marknaden som kopplar samman emittenter med investerare på marknaden. Dessa aktörer är antingen speciella avdelningar, på de svenska storbankerna eller separata mäklarhus. Skaran aktörer är väldigt begränsad och ett tiotal aktörer totalt agerar på marknaden. Hälften av aktörerna och ofta storbankerna tar hand om de stora Emissionerna av Investment Grade bolag, med belopp om en miljard kronor och uppåt. De andra aktörerna tar hand om mindre emissioner, de minsta emissionsbeloppen ligger på 250-500 miljoner kronor (Barr, 2011).

## Investerare på den svenska obligationsmarknaden



Figur 6: Investerare på svenska marknaden, källa: Riksbanken, 2011

Skaran investerare till svenska obligationer är som figur 2 visar mestadels företag, kommuner och försäkringsbolag. Endast en procent utgörs av de svenska hushållen. Viktigt att påpeka är dock att detta innefattar alla typer av obligationer inte bara företagsobligationer som definieras som icke-finansiella bolag i figur 1.

### 2.7 Primärmarknaden och sekundärmarknaden

Obligationemarknaden kan delas in i en primärmarknad, där nya obligationer emitteras och en andrahandsmarknad eller sekundärmarknad, där befintliga obligationer byter ägare. En försäljning på primärmarknaden tillför kapital direkt till bolaget som emitterat obligationen. Det innebär att emittenten av obligationen blir låntagare på marknaden (Strömberg, 2011). Medan en transaktion på sekundärmarknaden inte tillför något nytt lånekapital till företagsmarknaden.

De flesta svenska emittenter väljer att notera sina obligationer på en officiell lista när emissionen är genomförd, exempelvis Nasdaq OMX i Sverige. Obligationer som emitteras av svenska företag men i en annan valuta noteras oftast på en till valutan tillhörande börsplats.

Intermediär 1 berättar att det finns ett index för svenska Investment Grade obligationer på Nasdaq OMX. The NASDAQ OMX Credit SEK Index series, indexet utgår från obligationer listade på den svenska primärmarknaden under vissa kriterier<sup>9</sup>. Det finns dock inget index ännu för svenska högavkastande obligationer,

Transaktionerna på sekundärmarknaden sköts primärt via marknads intermediärer. De kopplar samman en säljare med en köpare och skillnaden i köp- och säljkurs blir intermediärens förtjänst och kallas spread, eller kanske mer beskrivande köp- och säljspread. I Sverige finns skyldigheter för intermediärerna att publicera dessa transaktioner, men detta efterföljs i dagsläget inte. Det

<sup>9</sup> En kravspecifikation och beräkningsmodell finns som heter (Guidelines and Specification for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX Credit SEK Indexes, 2011)

informationsövertag som intermediärerna har på sekundärmarknaden för högavkastande företagsobligationer släpper de inte så gärna ifrån sig. De kan nämligen i dagsläget jobba ”mitt i spreaden”<sup>10</sup> hävdar Intermediär 1 och tjäna pengar på skillnaden i köp- och säljkurser. Det finns således ingen transparens på den svenska andrahandsmarknaden och det är svårt för andra aktörer att få tag på marknadsnoteringar för dessa instrument.

En rapport från riksgälden år 2012 tyder på att en förändring kommer att ske: ”All organiserad handel bör ske på reglerade handelsplatser och med full överblickbarhet både före och efter handel” (Hörngren, 2012). Dock heter det att för räntehandel ”räcker det att införa en rimlig nivå av överblickbarhet”, vilket är en ganska vag definition och därmed kan det vara svårt att fastställa hur mycket data dessa regler kommer att kräva att intermediärerna publicerar.

Utöver den institutionella handeln, så sker även en handel i privatobligationer. En privatobligation är ett räntebärande värdepapper som riktar sig främst till privatpersoner och andra mindre placerare. De är noterade på Nasdaq OMX Stockholm eller NDX (Nordic Derivatives Exchange) och handeln sker elektroniskt, men den totala utestående volymen och omsättningen i dessa privatobligationer är liten jämfört med andra räntebärande papper (Lena Strömberg, 2011). Transaktionshistorik publiceras inte heller.

## 2.8 Värderingsprinciper

När en företagsobligation ska värderas används i princip samma metodik som vid värdering av andra obligationer eller aktier, alltså att nuvärdet av alla förväntade framtida kassaflöden adderas (Andersson och Larsson, 2005). Det innebär alltså att priset på en företagsobligation styrs av storleken på framtida betalningar i form av kupongutbetalningar (om det inte rör sig om en nollkupongsobligation där hela beloppet betalas tillbaka på förfallodagen) och slutlig betalning på förfallodagen. Det är två faktorer som då styr priset på företagsobligationen, de framtida kupongutbetalningarnas storlek och obligationens internränta<sup>11</sup>. Andersson och Larsson (2005) förklarar att storleken på obligationens internränta i sin tur är beroende av räntan på motsvarande statsobligation (så liknande löptid som möjligt som obligationen som ska prissättas) och en riskpremie. Riskpremien benämns ofta som spread, inte att blandas ihop med tidigare definierade köp- och säljspread på andrahandsmarknaden. Riskpremien består i sin tur dels av kompensation för kreditrisk och dels kompensation för likviditetsrisk. När författarna talar om likviditetsrisk, så syftar de på hur lätt det går att omsätta stora volymer av den specifika obligationen på andrahandsmarknaden. Sammanfattningsvis kan man då säga att det som kan påverka priset på en obligation är; förändringar av likviditeten i marknaden, förändringar av den riskfria räntan och en förändring i kreditvärdigheten hos emitterande bolag.

En förändring av marknadsvärdet på en obligation med det nominella värdet 100, innebär att den implicita räntan marknaden kräver för att köpa obligationen förändras. Detta kallas Yield, eller mer korrekt uttryckt yield to maturity (YTM) och avser per definition den implicita ränta som diskonterar och summerar ihop alla framtida betalningar till det pris som marknaden är beredd att betala idag (Luenberger, 1998)

---

10 Att jobba ”mitt i spreaden” innebär att intermediären köper en obligation till en lägre kurs och säljer sedan vidare den till en högre kurs. Mellanskillnaden är den så kallade spreaden och intermediärens förtjänst.

11 Den ränta som de framtida kassaflödena diskonteras med.

### **3. Metod**

#### **3.1 Forskningsparadigm**

En brist på kännedom om hur den svenska företagsobligationsmarknaden fungerar och ser ut idag, lämpar sig mer för ett interpretivistiskt synsätt där en explorativ studie söker att skapa förståelse för hur denna marknad fungerar. Kvalitativ data samlas in genom intervjuer med huvudaktörer på marknaden, såsom emittenter, investerare, intermediärer och andra viktiga aktörer. Även andra viktiga marknadsaktörer som påverkar utvecklingen idag söks för diskussioner och intervjuer. Detta för att få en bra och färsk bild av hur den svenska marknaden för företagsobligationer fungerar idag och även för att skapa förståelse om hur framtiden kommer att se ut.

För att kunna uppskatta vilken typ av avkastning och till vilken risk investerare kan placera sina tillgångar i högavkastande företagsobligationer så krävs data från en fungerande och mogen marknad med gott om historik. Kvantitativ data från den amerikanska obligations- och aktiemarknaden är hämtad från Handelshögskolan i Stockholm och deras Thompson-Reuters feed. Indexdata kommer inte att bearbetas och analyseras, utan endast publiceras ur ett avkastningsperspektiv för att ge en fingervisning om historik kring placeringsalternativen under de senaste 12 åren.

Användandet av kvalitativ data och en grafisk presentation av kvantitativ data kan visserligen ses som en kombination av två forskningsparadigm. Då kvantitativ data inte kommer analyseras så ligger tyngdpunkten nästan uteslutande i kvalitativ datainsamling och analys. Det innebär alltså ett interpretivistiskt synsätt i det stora hela.

#### **3.2 Motivering av paradigm och metoder**

De studier som har gjorts på den svenska företagsobligationsmarknaden är av kvalitativ karaktär och data samlas ofta in genom öppna diskussioner, semi- och strukturerade intervjuer med nyckelpersoner. Då litteratur på området är ganska begränsat och marknaden under utveckling, så krävs det en kvalitativ analys även i denna studie. Detta för att ge en färsk och bra bild av hur denna marknad med relativt få aktörer fungerar i praktiken. Förslagsvis kontaktas minst två emittenter, två intermediärer och två investerare. Även andra viktiga aktörer som är med och interagerar och utvecklar den svenska marknaden kontaktas.

Kvantitativa data, som ska inhämtas för högavkastande företagsobligationer och aktier, kommer att inhämtas från en välutvecklad marknad där det finns gott om historisk data. Fokus kommer att ligga på att göra en grafisk presentation av företagsobligationer och aktier ur ett avkastningsperspektiv och föra en diskussion kring detta. Straume och Wetter (2012) berättar i sin studie att den amerikanska marknaden för högavkastande företagsobligationer varit igång sedan mitten av åttiotalet och att den i Europa inte riktigt tog fart förrän i slutet av nittioalet. Aktie- och företagsobligationsindex kommer därför att sökas primärt i USA, men även i Europa.

### **3.3 Metodval**

#### **3.3.1. Bakgrund**

Då den övergripande problemformuleringen är ganska bred, är det inte självklart vilken eller vilka metoder som bör användas. ”Är svenska högavkastande företagsobligationer en framtida sparform i Sverige” ger dock en fingervisning om att det krävs en djupare förståelse för hur den svenska

marknaden är uppbyggd och fungerar. Det krävs även att sparformen företagsobligationer utvärderas och jämförs med alternativa placeringsformer.

### **3.3.2 Kvalitativ och kvantitativ data i kombination**

I kontrast till många andra forskare, föredrar Collins & Hussey (2009) att använda terminologin kvalitativ och kvantitativ i samband med insamling av data, men inte i samband med begreppet forskningsparadigm. Detta eftersom data som samlats in i en positivistisk studie kan vara både kvantitativ, det vill säga i numerisk form och/eller kvalitativ, det vill säga i form av ord, bilder och dylikt.

I en positivistisk studie används ofta kvantitativ data för att testa en hypotes, men kvalitativ data kan exempelvis behövas för att säkerställa att alla nyckelvariabler är identifierade eller för att vidare kvantifieras inför en statistisk analys. Det är inte alltid så att ett interpretivistiskt eller positivistiskt paradigm existerar i sin renaste form utan ganska ofta kan det vara en kombination av de båda

När det gäller en interpretivistisk studie så finns det aldrig någon intention att kvantifiera kvalitativ data för en statistisk analys. Ofta inhämtas kvalitativ data för att göra en mer djupgående analys utan förutfattade meningar eller befintliga teorier på området för att skapa förståelse (Collins & Hussey, 2009). Författarna hyser dock ett varningens finger för att blanda allt för friskt mellan kvantitativ och kvalitativ data, då det är viktigt att förstå vilket paradigm som används och att det passar frågeställningen.

För att skapa en mer djupgående förståelse för samspelet mellan marknadsaktörerna på den svenska företagsobligationsmarknaden, krävs således ett interpretivistiskt synsätt med insamling och analys av kvalitativ data. Publiceringen av kvantitativ data ska kunna ge en fingervisning om hur de högavkastande företagsobligationerna har avkastat historiskt i förhållande till aktier. Det är viktigt för att kunna avgöra om investerares intressen idag för dessa instrument går att motivera med avkastningshistorik.

## **3.4 Datainsamling**

### **3.4.1 Intervjuförfarande**

En intervju är en metod för att samla in primärdata där ett urval av respondenter intervjuas för att förstå vad de tycker, gör och känner (Collins & Hussey, 2009). I ett interpretivistiskt paradigm är intervjuerna ofta ostrukturerade och kan mer ses som samtal och diskussioner inom ett visst område, detta för att inte styra respondenterna för mycket med risk att missa information. Intervjuerna i ett positivistiskt paradigm är däremot strukturerade med färdiga frågor.

Intervjuerna har i detta fall varit semistrukturerade där utgångspunkten har varit en stomme av frågor som konstruerats utifrån informationen och kunskapen från den preliminära litteraturgenomgången. Själva intervjuförfarandet kan mer ses som en diskussion inom ett förutbestämt ämne där de olika marknadsaktörerna inte har begränsats av enbart fasta frågor. Samtalet och diskussionen kring frågorna och ämnet har kunnat ta olika vägar och återspegla varje aktörs synsätt och kunnande på området. På bekostnad av risken att bli intressestyrda och subjektiva, krävs därför ett smart och brett urval av respondenter.

### 3.4.2 Val av respondenter

För att hitta lämpliga respondenter till intervjuerna har utgångspunkten varit marknadens tre olika huvudaktörer i transaktionskedjan som beskrivits av Andersson och Larsson (2005), emittenter, banker/mäklare och investerare. Denna studie kommer att använda sig av intermediär som ett samlingsnamn för banker och mäklare som sammankopplar emittent med investerare på primärmarknaden eller köpare med säljare på sekundärmarknaden.

Målsättningen har varit att hitta en större aktör och en mindre aktör i de olika kategorierna. De större aktörerna har valts ut för att de ofta sysslar med Investment Grade obligationer och har därför en längre erfarenhet av en existerande och fungerande marknad i Sverige. Krav på de mindre aktörerna har varit att de primärt ska syssla med högavkastande obligationer i Sverige. Detta för att kunna spegla hur marknaden för högavkastande obligationer i Sverige fungerar idag och vad som tros kunna krävas för att utveckla den till en bättre fungerande marknad.

Studien har även letat efter andra viktiga aktörer på marknaden som inte kan klassas som emittent, intermediär eller investerare. Kriteriet har varit att dessa aktörer ska ha god kunskap om den svenska marknaden och vara en viktig del av marknaden idag eller en viktig del av den framtida utvecklingen av marknaden. Exempel på dessa aktörer kan vara statliga verk, legala aktörer, börsplatser och andra aktörer med god kunskap på området som är med och påverkar utvecklingen av marknaden.

- **Emittenter** i Sverige, ungefär 60 totalt, fyra stycken intervjuade, två stora aktörer och två små
- **Intermediärer** i Sverige, totalt ett tiotal, en mindre aktör intervjuad.
- **Investerare**, totalt ungefär 60, tre stycken intervjuade, en stor aktör och två mindre aktörer.
- **Övriga aktörer**, okänt antal, svårare att kartlägga och beror på definitionen av en övrig aktör, ses stycken har intervjuats.

### 3.4.3 Sekundär data

Det mesta av sekundär data har inhämtats från tidigare uppsatser och studier på ämnesområdet. Kontinuerliga litteratursökningar med uppsatsens nyckelord har genomförts. Riksbankens hemsida har varit till stor hjälp både vad gäller färskare studier och analyser på ämnesområdet, men även teoretisk information och definitioner. Statistik från SCB har kontinuerligt hämtats och berikat uppsatsen.

I övrigt har pressmeddelanden sökts, nyhetsutskick och artiklar på området har analyserats. Information från de olika respondenterna och deras respektive hemsidor har använts. Morningstar har legat till grund för att kartlägga vad det finns för befintliga sparformer som idag involverar svenska företagsobligationer. Historisk data i form av indexdata för olika företagsobligationsindex och några aktieindex har som tidigare omnämnts fåtts från Handelshögskolans Thompson och Reuter feed.

## 3.5 Studiens tillförlitlighet

### 3.5.1 Validitet

Med validitet brukar menas i vilken utsträckning som forskningsresultatet verkligen mäter det fenomen som studien först hade som avsikt att studera (Collins & Hussey, 2009).



Studiens frågeställning är i sig ganska bred och kräver bland annat en djup förståelse för vilka som agerar på marknaden och hur marknaden fungerar idag. Data inhämtas därför med semistrukturerade intervjuer med viktiga marknadsaktörer för att få färsk primärdata. Detta för att kunna skapa en bra bild av hur en framtida marknad kan komma att se ut och vad som krävs för att utveckla dagens marknad. Här kan subjektiva åsikter och olika intressen från aktörerna säkerligen skilja sig åt en del och på så sätt styra diskussionen i olika riktningar. Vissa frågor har därför varit av ganska allmän karaktär, för att utgöra en stomme i varje intervju. Studien har sedan använts sig av minst två aktörer i varje led av transaktionskedjan och även flera utomstående och betydande aktörer på marknaden har fått agera respondenter. Målsättningen är att skapa en så bra bild av verkligheten som möjligt.

Resultatet från den kvalitativa analysen ska kunna beskriva förändringar i utbud och efterfrågan från de olika aktörerna på marknaden. Detta ska ligga till grund för att beskriva vilka drivkrafter och förutsättningar som finns för en utveckling av marknaden.

Den största faran ligger nog i inhämtningen av de kvalitativa data, då de olika aktörerna på marknaden kan ha rätt olika intressen och åsikter, vilket kan ge väldigt subjektiva och olika svar på liknande frågor. Bilden av den svenska marknaden kommer att speglas av ett fåtal aktörer och därmed finns det risk att studien färgas av ett fåtal subjektiva åsikter. Dock har alltså dessa aktörer valts med omsorg och med olika infallsvinkel för att få en så god bild av verkligheten som möjligt. För en mer detaljerad beskrivning av dessa respondenter se Bilaga 1 – Respondenter.

Validiteten bör vara hög då antalet respondenter är stort i förhållande till det relativt lilla urvalet av möjliga respondenter från den svenska marknaden. Samtliga respondenter har varit mycket tillmötesgående och noga med att försöka ge tydliga svar och på så sätt bidra med sin syn på marknaden.

### **3.5.2 Reliabilitet**

Reliabiliteten syftar på frånvaro av skillnader i resultat om studien skulle replikeras och utföras av en annan forskare. Det är extra viktigt i positivistiska studier med en hög reliabilitet, medan det under interpretivistiska paradigmen inte alls är lika viktigt, så länge man förstår och kan förklara skillnader som uppstår vid replikering av de kvalitativa data. Detta eftersom interpretivister tror att forskaren i sig influerar själva forskningen.

De semistrukturerade intervjuerna har i många fall i praktiken mer tätt sig som diskussioner på ett specifikt område. En replikering av studien skulle innebära att en annan forskare skulle utföra intervjuer på samma respondenter med samma stomme av frågor. Varje enskild forskares subjektiva åsikter och intressen skulle troligtvis styra till viss del var samtalen och diskussionerna skulle fokuseras, detta innebär att reliabiliteten inte nödvändigtvis skulle vara hög. För att inte samtalen ska sväva för långt ifrån ämnesområdet, har alltid en bas av lite mer allmänna frågor på området använts som utgångspunkt för diskussionerna med respondenterna. Sannolikheten att reliabiliteten inte behöver vara särskilt hög finns, men anses inte vara någon brist då studien är interpretivistisk i sin natur.

Då ingen bearbetning och analys av kvantitativ data sker så finns givetvis ingen möjlighet till skillnad i reliabilitet. Data presenteras grafiskt och det som skulle kunna skilja sig om studien replikerades, så är det valet av index för data.

### **3.5.3 Kritik av metodval och källor**

En del av den tidigare forskning och de studier som legat till grund som källor kan vara i äldsta laget, men oftast har information från dessa studier primärt använts för att formulera relevanta frågor till den kvalitativa studien med marknadsaktörerna. På så sätt har marknadsförhållanden och marknadsaktörer och information från dessa källor kontrollerats och eventuellt uppdaterats i ett senare stadium i studien.

Det finns alltid en risk i att använda sig av källor som är mindre tillförlitliga. Dock har det till viss del varit nödvändigt då marknaden för högavkastande företagsobligationer i Sverige utvecklas snabbt i dagsläget. Risken att missa informationsmassa hade varit för stor om endast tidigare studier och litteratur legat till grund för sekundär data. Dessa källor har dock alltid verifierats av minst en till källa före användandet av data.

Då utgångspunkten på kunskapsnivån till en början var begränsad så finns det risk att information och kunskap på ämnesområdet kan ha uteblivit. För att motverka detta så har en iterativ litteratursökningsprocess där kontinuerliga sökningar använts allt eftersom en bättre bild av ämnesområdet vuxit fram. En liknande process där intervjuade personer har bidragit med ny information och tips om andra viktiga aktörer att intervjua har på samma sätt motverkat att viktig information och viktiga respondenter skulle utebli.

Hade tid funnits så skulle även omfånget av respondenter till den kvalitativa datainsamlingen kunnat utökas för att förbättra underlaget. En annan möjlig kritik till själva förfarandet vid intervjuerna var att samtalen med respondenterna inte spelades in utan anteckningar till svaren togs på plats.

### **3.6 Presentation av empiri**

Samtliga respondenter har varit mycket behjälpliga och delat med sig av sin kunskap och sina erfarenheter på området. Intervjuerna har i mångt och mycket karaktäriserats av informella samtal på ämnesområdet, där intervjuare och respondenter har delat med sig av kunskap och diskuterat ett gemensamt genuint intresse. Dessa subjektiva infallsvinklar och svar på frågor är i enlighet med vad kvalitativ data är tänkt att återspegla.

Då inte klartecken från samtliga respondenter har getts, att helt öppet presentera empirin, så kommer studien att referera till de olika respondenterna som "Emittent 1", "Investerare 2" istället för dess fulla namn och position i respektive bolag/organisation. För mer information om respondenterna, se Bilaga 1 – Respondenter.

### **3.7 Avgränsningar och studiens begränsningar**

Denna studie kommer att fokusera på högavkastande företagsobligationer och dess marknad. För att få en helhetsbild av marknaden och hur den fungerar har dock även ett visst fokus legat på aktörer på Investment Grade marknaden i Sverige.

Kvalitativ data från respondenterna kommer att kartlägga marknaden och kvantitativ data kommer att illustreras grafiskt med inte analyseras.

En begränsning med detta förfarande kan vara att allt för mycket subjektiva åsikter från de olika intervjuade aktörerna med deras respektive intressen ligger till grund som data. Viktigt är då att

behandla kvalitativ data som data och inte fakta, och kombinera det med fakta från litteratur, SCB och andra tillförlitliga källor, för att kunna svara på frågeställningen:

**Kommer svenska högavkastande företagsobligationer att bli ett vanligare placeringsalternativ i Sverige?**

### **3.8 Sammanfattning**

En explorativ förstudie av den svenska företagsobligationsmarknaden har legat till grund för att strukturerat den kvalitativa studien av några nyckelaktörer på marknaden. Dessa aktörer har rekryterats på ett sätt, tidigare beskrivits i metodkapitlet. Frågorna har formats av kunskap från förstudien. Några grundläggande allmänna frågor i kombination med mer specifika frågor till varje respondent har fungerat som utgångspunkt för de diskussioner som förts med respondenterna.

Analys och resultat av kvalitativ data i kombination med historisk avkastningsdata för högavkastande företagsobligationer och aktier ska ligga till grund för ett svar på forskningsfrågan.

## 4. Kartläggning av den svenska företagsobligationsmarknaden

### 4.1 Bakgrund

Målsättningen med den tidigare litteraturstudien och den kommande kvalitativa studien har varit att kartlägga och förstå den svenska företagsobligationsmarknaden. Nedan följer en del enklare frågeställningar härstammande från rapportens syfte i kapitel 1.3 och litteraturstudien. En kort bakgrund ges och sedan följer kartläggningen av marknaden med utgångspunkt från den kvalitativa studien i kapitel 4.2 och framåt

- Hur fungerar marknaden i praktiken?
- Vilka agerar på marknaden?
- Hur ser handeln ut på marknaden?
- Hur skiljer sig obligationer från aktier i sin struktur?
- Hur skiljer sig högavkastande företagsobligationer mot Investment Grade obligationer?
- Vilka fördelar, respektive nackdelar finns det med att investera i de olika tillgångsslagen?
- Hur ser framtiden ut?

De svenska företagens finansieringsstruktur på skuldsidan i Sverige bestod 2010 till 80 procent av banklån och 20 procent räntebärande (17 procent obligationer, 3 procent certifikat) värdepapper (Nyberg, 2010). (Barr, 2011) nämner den omvända siffran för USA, där ungefär 75 till 80 procent av företagens finansiering tros komma från företagskrediter och resterande från banklån (denna siffra är dock inte verifierad). Emittenterna av obligationerna kan utläsas i Figur 1 och endast en liten del tillhör företagsobligationer. De tio största emittenterna av svenska företagsobligationer stod för cirka 70 procent av marknaden. De största svenska emittenterna i svenska kronor är Vattenfall, TeliaSonera, Volvo, Vasakronan och Atlas Copco (Strömberg, 2011).

Lars Nyberg (2010), vice riksbankschef listar några skäl till att den svenska obligationsmarknaden inte kan ses som en aktiv marknad. Han menar först att det finns en tradition i Sverige att företagen och banker har arbetat nära varandra och att företagens lånefinansiering nästan uteslutande har kommit från banklån. Skäl nummer två som han nämner är omnämnt i stycket ovan, nämligen att ett fåtal stora företag med kreditbetyg och ofta Investment Grade dominerar marknaden och det är svårt och dyrt för mindre bolag att emittera obligationer. Det sista skälet är en illikvid andrahandsmarknad som alltid tvingar investerare att beakta alternativet att behöva hålla sin position löptiden ut. Detta försvårar för investerare att kunna vara flexibla och det medför att placerare undviker denna marknad mer än vad som hade varit nödvändigt om andrahandsmarknaden hade fungerat väl.

Gunnarsdottir och Lindh (2011) hävdar att nya regelverk, såsom Basel III-reglerna<sup>12</sup> kommer att tvinga många banker att vara mycket mer restriktiva i sin lånegivning. Detta kommer i sin tur att innebära att många, företag framför allt de mindre- och medelstora, kommer att behöva se sig om efter nya finansieringskällor. De stora stabila företagen har ofta långa samarbeten med bankerna, en stark finansiell ställning och ett gott kreditbetyg, vilket innebär att dessa företag kommer att prioriteras före de mindre bolagen av bankerna.

Andersson och Larsson (2005) hävdade att skälet till att den svenska obligationsmarknaden inte ännu hade automatiserats var bland annat på grund av informationsasymmetrier. De påpekade vidare att det skulle krävas en mer transparent marknad med standardiserade instrument för att elektronisk handel skulle kunna vara möjlig. Författarna använde sig av kvalitativa metoder där

---

12 Ett regelverk framtagit av Baselkommittén 2010 för att reglera de Europeiska bankerna efter finanskrisen, behandlas i kapitel 4.4.1

några aktörer på marknaden intervjuades för att få en förståelse för hur den så kallade OTC-marknaden<sup>13</sup> fungerade. Nyberg (2010) hävdar i sin rapport att andrahandsmarknaden är mycket illikvid och att omsättningsstatistik fortfarande saknas. Frågeställningarna som Andersson och Larsson (2005) framförde bör undersökas med huvudaktörerna på marknaden idag.

Straume och Wetter (2012) tittade primärt på mindre och medelstora företag som saknade en kreditrating eller hade ratingen High Yield, så kallade "non-investment grade" företag. De vidhåller som tidigare författare att den starka traditionen i Sverige med banklånefinansiering som det givna alternativet, har bromsat utvecklingen. De menar dock att det finns en djupgående kunskapsbrist hos de flesta aktörer på marknaden som hämmar utvecklingen. Mer resurser måste läggas hos investerare till analys, fondbestämmelser måste göras mer flexibla för att låta investerarna komma åt högavkastande företagsobligationer. Författarna hävdar att det finns en efterfrågan hos många av de mindre bolagen på finansiering via företagsobligationer, men ofta saknas kompetens inom bolaget och ofta kommer inte de små bolagen upp i tillräckliga volymer för att kunna motivera detta finansieringsalternativ.

De senaste åren har en förändring börjat ske och flera marknadskrafter jobbar idag aktivt för att utveckla den svenska marknaden. Flera rapporter från riksbanken och riksgälden på ämnet har getts ut och ämnet diskuteras i ekonomiska tidsskrifter. Mycket av litteraturen är av utredande karaktär där frågor, som varför den svenska företagsobligationsmarknaden inte är så välutvecklad, ställs. I litteraturen finner man svar på vad som saknas för en automatiserad och mer effektiv marknad. I Sverige är det främst marknaden för de högavkastande företagsobligationerna som är outvecklad och tros komma att växa de närmsta åren (Bloomberg, 2012).

## 4.2 Marknadsaktörer

### 4.2.1 Emittenter

När ett företag behöver finansiering, finns det i stora drag två vägar att gå. Antingen kan företaget öka sitt egna kapital genom att emittera nya aktier och ta in pengar den vägen. Eller så kan företaget låna pengar, antingen från banker eller från marknads investerare. Ett sätt för företag att låna upp pengar är genom att emittera företagsobligationer som investerare på marknaden kan köpa.

Vad ett företag väljer för typ av lånefinansiering är delvis en prisfråga de två alternativen emellan, men det är också mycket viktigt att matcha ett företags framtida likviditetsbehov, säger Emittent 1. Normalt sett är löptiden på banklån kortare än på obligationer, säger Emittent 2. Det medför att refinansieringsrisken blir högre med fler banklån i skuldportföljen. Emittent 3 menar att generellt sett är banklånefinansieringen billigare, men banker ställer å andra sidan högre krav på säkerhet och rapportering från företagen än vad lånevillkoren i en obligation normalt anger. Detta får till följd att finansiering från företagsobligationer ger större möjligheter till flexibilitet i arbetsgången för det emitterande bolaget och kan på så sätt ändå motivera det dyrare finansieringsalternativet.

På den svenska företagsobligationsmarknaden finns det två olika typer av emittenter.

- Den första är "Investment Grade" bolag som är stora kända emittenter som har en kreditrating<sup>14</sup> från AAA till BBB- och Aaa till Baa3 enligt de olika ratinginstituten, se Figur

---

13 OTC står för Over The Counter och betyder att marknaden sköt via mäklare och telefonkontakt, där mäklare söker att koppla samman köpare med säljare av ett viss finansiellt instrument.

14 Kreditrating är en beskrivning av i detta fall ett bolags kreditvärdighet. Det finns tre stora bolag som sysslar med detta, Standard & Poors, Moodys och Fitch.

3. Dessa obligationer ger en något högre avkastning än statsobligationer men anses fortfarande som relativt säkra placeringar.

- Högavkastande företagsobligationer, innebär att obligationerna är utgivna av bolag utan rating eller med High Yield rating, det vill säga sämre rating än BBB- eller Baa3 i Figur 3. Dessa obligationer ger en högre avkastning men ses också som mer spekulativa.

Fitch	S&P	Moody's	Rating grade description (Moody's)	
AAA	AAA	Aaa	Investment grade	Minimal credit risk
AA+	AA+	Aa1		Very low credit risk
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		Low credit risk
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Moderate credit risk	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Speculative grade	Substantial credit risk
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1		High credit risk
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC+	Caa1		Very high credit risk
CCC	CCC	Caa2		
CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	Ca	In or near default, with possibility of recovery	
C	C			
DDD	SD	C		
DD	D		In default, with little chance of recovery	
D				

Figur 7: Kreditrating enligt de tre stora ratingbolagen.

Källa: CNB National Bank

Antalet emittenter på den svenska företagsobligationsmarknaden totalt är enligt Riksbanken år 2010, ca 60 stycken varav de 10 största står för ca 70 procent av marknaden. Dessa är Investment Grade Bolag såsom Vattenfall, Telia, Volvo, Vasakronan etc. Emittent 1 och Emittent 2 tycker att företagsobligationsmarknaden fungerar bra utifrån deras perspektiv, men skulle inte ha något emot en mer transparent och likvid marknad. Denna marknad har funnits och finansierat många stora svenska bolag under senaste årtionden.

Högavkastande företagsobligationer ges ut av mindre- och medelstora aktörer på marknaden som antingen saknar rating eller har High Yield rating. De är alltså fler till antalet men mindre sett till den emitterade volymen. Ur ett globalt perspektiv är detta segment i Sverige litet, men utvecklingen har markant gått framåt sedan år 2008 och att ett ökande behov för att emittera dessa instrument finns det är respondenterna överens om. Före år 2008 förekom nästan inga affärer alls med högavkastande obligationer i Sverige.

En skillnad mellan Sveriges företagsobligationsmarknad och mer välutvecklade marknader såsom Norge eller USA är att emittenterna i Sverige har svårare att sälja obligationer med långa löptider, då sekundärmarknaden är så illikvid att en investerare aldrig kan räkna med att hitta en motpart till ett marknadsmässigt pris under löptiden (Investerare 1). En bättre fungerande andrahandsmarknad

skulle alltså på sikt kunna medföra ett större utbud av obligationer med längre löptider.

#### 4.2.2 Intermediärer

Dessa aktörer, ofta speciella avdelningar på de svenska storbankerna eller separata mäklarhus, agerar mellanhand mellan emittenter och investerare. De ansvarar ofta för utvecklingen av lånedokumentationen och nästan uteslutande om förhandlingen mellan emittent och investerare angående kupongen och övriga villkor. Det är en relativt begränsad skara i Sverige som sysslar med detta och storbankerna (Nordea, Swedbank, SEB, Handelsbanken och Danske Bank) tar hand om de stora emissionerna. Det sker ofta genom att bilda syndikat med två till fem inblandade banker där man delar emissionsbeloppet mellan sig (Barr, 2011). Beloppet är normalt sett på en miljard SEK upp till fem miljarder SEK och det är Investment Grade Bolag som gör dessa stora emissioner (Övrig aktör 1). Emissionsavgiften som emittenten betalar investeraren på dessa emissioner är ofta en procentsats av det totala emissionsbeloppet. För Investment Grade bolag landar denna avgift på en procent eller strax under hävdar Intermediär 1. Men tillägger att den är rörlig och styrs av utbud, efterfrågan, emissionsvolym och allmänt marknadsklimat.

När det gäller högavkastande obligationer och de något mindre bolagen är emissionsbeloppet ofta mellan 250-500 miljoner kronor. Då den fasta kostnaden för att emittera en obligation är ganska hög är det inte lönsamt med ett lägre emissionsbelopp (Barr, 2009). Intermediärerna som tar hand om dessa emissioner i Sverige är också en begränsad skara, Öhman/Pareto, Carnegie, Catella (Nordic Fixed Income) och ABG Sundal Collier. Dock tror Övrig aktör 1 att kravet på totalt emissionsbelopp för en lönsam emission kommer att sjunka med hjälp av en standardisering av lånevillkoren. Även Övrig aktör 4 tror att de fasta kostnader för att ta fram dessa villkor kommer att sjunka en hel del. Intermediärerna tar normalt sett betalt ungefär två till fyra procent av det totala nominella beloppet för dessa emissioner, men återigen påpekar Intermediär 1 att detta också är beroende av utbud, efterfrågan, emissionsvolym och marknadsklimatet.

Intermediärerna har en viktig roll på andrahandsmarknaden och lite av en oligopolställning erkänner Intermediär 1. De har ett informationsövertag mot de andra aktörerna angående köp- och säljkurser som de i dagsläget inte publicerar. Eftersom det inte finns någon fungerande elektronisk handelsplats för obligationer i Sverige så är intermediärerna nödvändiga för att handeln ska kunna fungera i dagsläget.

#### 4.2.3 Investerare

De stora investerarna i svenska företagsobligationer är försäkringsbolag, utländska aktörer, banker, företag och AP-fonderna (Strömberg, 2011). Även några privata aktörer och investerarhus agerar på marknaden.

Det finns generellt sett två typer av investerare på marknaden (Investerare 1). De stora investerarna tar positioner på 30-50 miljoner och det är ofta AP-fonder och försäkringsbolag, det finns 5-10 stycken på marknaden. De mindre aktörerna tar positioner i storleksordningen 2-4 miljoner och är ungefär 50 stycken.

I dagsläget fungerar andrahandsmarknaden dåligt och är så pass illikvid att placeringar som görs på primärmarknaden i princip alltid måste ses som en "buy and hold"<sup>15</sup> placering. Investerare 1 tycker det är synd och menar att det inte heller är optimalt ur emittenternas perspektiv, då en ökad

---

15 Buy and hold innebär att man köper en kredit då den emitteras och håller den löptiden ut

likviditet på andrahandsmarknaden borde kunna pressa emissionskostnaderna bara genom ett ökat utbud av emissioner. En ökad transparens genom att publicera de transaktioner som sker hos intermediärerna veckovis skulle ge andra aktörer på marknaden en bättre uppfattning om vad marknadsmässiga priser innebär och hur stor riskaptit marknaden har. På sikt skulle det också kunna förbättra likviditeten i marknaden, säger Investerarare 1.

Intermediär 1 håller med om att intermediärerna har ett informationsövertag på andrahandsmarknaden för högavkastande företagsobligationer, som de inte vill släppa ifrån sig till köpare och säljare på marknaden. Denne tror dock att även intermediärer skulle kunna tjäna på en utveckling av marknaden, även om köp- och säljspreadarna skulle minska skulle de ha många fler affärer att tillgå.

Många av de svenska investerarna handlar dock uteslutande med Investment Grade obligationer då deras fondbestämmelser sällan tillåter segmentet högavkastande obligationer. Högavkastande obligationer tillåts normalt bara som ”alternativa placeringar” med ett visst avkastningskrav, säger Investerarare 1. Ett konkret exempel kan vara att ett fondbolags bestämmelser kategoriserar högavkastande obligationer som en alternativ placering. Typiskt är då att dessa inte ens analyseras trots att förhållandet mellan risk och avkastning kan vara mycket god (Intermediär 1).

”Är krediten osäkrad så kräver marknaden idag ungefär 10 procent och uppåt på kupongen för att köpa krediten i ett medelstort, till mindre bolag utan rating eller med High Yield rating. En säkrad kredit i ett liknande bolag, säkrad med exempelvis pantbrev på fastigheter eller andra säkerheter kommer undan med en betydligt lägre kupong, säger Intermediär 1.”

Även brist på kunskap och resurser begränsar många investerare i branschen från att kunna göra mer djupgående analyser av dessa obligationer. Investerarare 1 ser dock att detta håller på att förändras då både ett ökat intresse från investerarsidan och ett ökat utbud av dessa obligationer driver på utvecklingen.

#### 4.2.4 Fler viktiga aktörer

- **Juridisk expertis** är viktigt när det gäller att utforma lånevillkoren för en företagsobligation. Dessa aktörer ofta advokatbyråer anlitas både av emittenter och ibland av intermediärer för att strukturera lånedokumentationen för den specifika företagsobligationen som ska ges ut. Deras uppgift är att skraddarsy varje obligation så att den passar emittentens- och marknadens (investerarnas krav) önskemål. Ofta förmedlas dessa krav och önskemål av intermediären som sköter förhandlingarna parterna emellan.

Investerarare 1 berättar om saker som behöver formuleras noga i lånedokumentationen och som investerare måste granska noga. Till exempel om obligationen är säkrad med underliggande tillgångar och i sådana fall vilka tillgångar som emittenten har som säkerhet vid eventuella kredithändelser. Detta är viktigt för att kunna uppskatta vilken recovery rate som är att vänta sig vid en eventuell konkurs. Enligt Investerarare 1 är detta minst lika viktigt som att i ett tidigare stadium försöka uppskatta risken för en kredithändelse.

De krav på låntagaren som finns i lånedokumentationen brukar kallas kovenanter och används också inom banklånefinansiering (Investerarare 1). De innebär ofta att vissa finansiella nyckeltal måste uppfyllas för att långivaren inte ska ha rätt att kräva sina pengar tillbaka eller kräva förändringar i lånevillkoren. Även vissa icke-finansiella nyckeltal, såsom förändring av ägarbilden, förbud mot upptagande av nya krediter och liknande kan också ingå i lånedokumentationen.



Övrig aktör 1 tycker att en ökad standardisering av lånedokumentationen för de stora etablerade bolagen på marknaden är bra och kan på sikt säkert komma att pressa kostnaderna. När det gäller mindre bolag hävdar Övrig aktör 1 att respektive låneavtal måste skraddarsys ännu mer för att fler emittenter och investerare ska kunna mötas.

- **Norsk Tillitsman** är ett norskt bolag som i Norge innehar en agentfunktion på marknaden och representerar investerare, de har funnits sedan år 1993 ([http://www.trustee.no/om\\_oss/selskapsinformasjon/](http://www.trustee.no/om_oss/selskapsinformasjon/)). Vid eventuella kredithändelser<sup>16</sup> representerar Norsk Tillitsman sina investerare i förhandlingar med emittenter för att försöka lösa situationen som uppkommit. Vanliga förslag på lösningar kan vara längre betalningsperioder, nedskrivningar av lånebeloppet berättar Övrig aktör 2.

Norsk Tillitsman har standardiserat lånedokumentationen för de norska företagsobligationerna till ungefär 75 procent. Det medför att de har blivit lättare att förstå och jämföra obligationer med varandra och att transaktionskostnaderna vid en nyemission har sjunkit (Övrig aktör 2). Alla transaktioner från primärmarknaden publiceras på ett datasystem som heter stamdata, vilket har medfört en ökad transparens på marknaden.

Norsk Tillitsmann i samarbete med svenska ackordcentralen har startat ett svenskt bolag med liknande målsättning som heter Swedish Trustee. I dagsläget finns det bara en aktör som sysslar med detta agentförfarande i Sverige och det är CorpNordic. Initiativet att starta Swedish Trustee och försöka standardisera lånedokumentationen och publicera alla transaktioner som sker via **Swedish Trustee** på datasystemet stamdata tas positivt från Investerare 1, Emittent 1 och Emittent 2. Intermediär 1 tycker också att det är bra, särskilt bra om det kan ge ökad likviditet, men erkänner att det finns vissa nackdelar för dem med en mer transparent marknad, då intermediärerna i dagsläget tjänar pengar på de stora köp- och säljspreaderna. En mer transparent marknad skulle med stor sannolikhet leda till mindre spreadar.

- **Nasdaq OMX Nordic** har en börsplats för svenska obligationer där många av de svenska Investment Grade företagsobligationer som ges ut i dagsläget noteras (<http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/sverige/>). Det är ingen handelsplats, utan bara en lista att notera obligationer som nyligen emitterats. Ett index för svenska Investment Grade bolag finns sedan mars 2011 (NOMX Credit SEK Total Return Index). Indexet består primärt av företagsobligationer, men även kommunobligationer är tillåtna. Obligationerna inkluderade i indexet får antingen ha en fast kupong eller vara nollkupongare<sup>17</sup>. Indexet har funnits i drygt ett år.
- Enligt ([www.realtid.se](http://www.realtid.se), 2012-02-17) ska **Räntetorget** vara en klar handelsplats för svenska företagsobligationer. Det är aktietorget som har utvecklat detta och handelsplatsen ska enligt VD Peter Gönczi redan vara klar och han tror på ett ökat behov av handel med företagsobligationer i framtiden. Han menar att idag finns det ett oligopol bland storbankerna på de största företagens obligationer och att Nasdaq OMX också har satsat på att bygga upp en handel för detta segment. Men Peter Gönczi siktar in sig och Räntetorget på mindre bolag som kan tänkas låna 20-200 miljoner och sprida detta lånebelopp till många investerare. Det är i dagsläget enligt Intermediär 1 mycket ovanligt med emissionsbelopp

---

16 Kredithändelser definieras i lånedokumentationen för respektive obligation, några exempel på kredithändelser kan vara inställda kupongbetalningar, betalningsrekonstruktion av utestående skuld, förändringar i bolaget kreditrating, radikal förändring i bolagets marknadsvärde och konkurs.

17 Nollkupongare är en obligation som saknar kuponutbetalningar, hela beloppet betalas ut på lösendagen.

under 200 miljoner i Sverige, vilket gör detta nya segment med mindre bolag och mindre emissionsbelopp mycket intressant.

### 4.3 Emissionsprocess

En diskussion mellan emittent och intermediär, initieras antingen av emittenten eller av intermediären. För svenska High Yield emittenter så finns det sällan någon längre erfarenhet av dessa emissioner och ofta kontaktar emittenten någon mindre intermediär, som tros vara intresserad av att ta sig an emissionen. Men även det omvända att en intermediär kontaktar emittenten sker. Ofta har då intermediären blivit uppmärksam på att emittenten har ett framtida finansieringsbehov, berättar Intermediär 1.

Gäller emissionsförfarandet ett Investment Grade bolag med lång historik på den svenska marknaden har bolaget normalt kontakt med flera intermediärer som man tidigare har samarbetat med och för en diskussion angående emissionsförfarandet, säger Emittent 1. Dessa intermediärer ingår då enligt, Emittent 1, i en så kallade banklista över intermediärer som de jobbar med.

Den inledande diskussionen i samband med en analys av marknadens behov tar fram ett tänkbart intervall på kupongen och några grundpelare i lånevillkoren. Intermediär 1 menar att det för svenska högavkastande företagsobligationer är mycket viktigt med vilka säkerheter som finns med i lånedokumentationen när kupongen ska fastställas. Skillnaden i kupongränta mellan ett non-investment grade bolag utan säkerhet och ett med säkerhet i lånedokumentationen, kan vara ganska stor, trots i övrigt liknande förutsättningar för bolagen, säger Emittent 3.

Ett mandatbrev<sup>18</sup> skapas mellan parterna. Intermediären sätter igång med att skriva och strukturera ett förslag på utformning av obligationen. De presenterar sedan detta utkast med bland annat det framdiskuterade kupongintervallet och i övrigt tänkta lånevillkor för några nyckelinvesterare, ofta stora aktörer som de tidigare jobbat med. Målsättningen är, enligt Intermediär 1 att i detta skede teckna ungefär 50 procent av emissionen inom det giva kupongintervallet, eventuellt tvingas man korrigera intervallet på kupongen eller lånevillkoren något. De typer av investerare som Intermediär 1 kontaktar är försäkringsbolag, institutionella pensionsfonder, räntefonder och några family offices<sup>19</sup>.

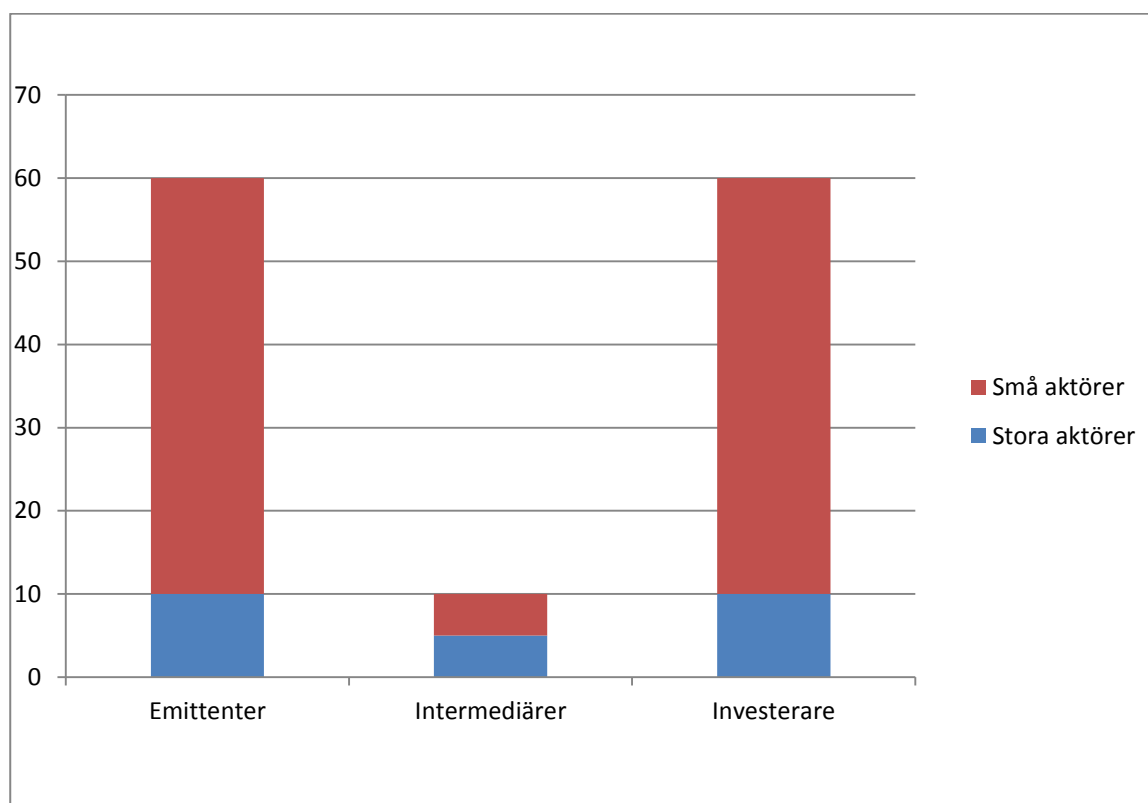
Sedan går intermediären tillbaka till emittenten och talar om att 50 procent av det nominella beloppet är tecknat till en viss kupongränta och med vissa specifika lånevillkor. Emittenten säger antingen ”nej” och arbetet upphör, eller så säger emittenten ”ja” och då hör intermediären av sig till fler investerare och försöker slutföra resten av emissionen inom det befintliga kupongintervallet. Om det är en transaktion i SEK så är normalt sett 80-90 procent av investerarna svenska. De flesta av dessa investerare har som krav att emissionerna listas på Nasdaq OMX, Luxemburg, Londonbörsen, eller liknande, säger Emittent 1.

---

18 Ett mandatbrev är ett dokument som skrivs mellan emittent och intermediär och ger den specifika intermediären ensamrätt på att ta fram ett utkast på utformningen av obligationen och höra sig för om intresse med marknaden.

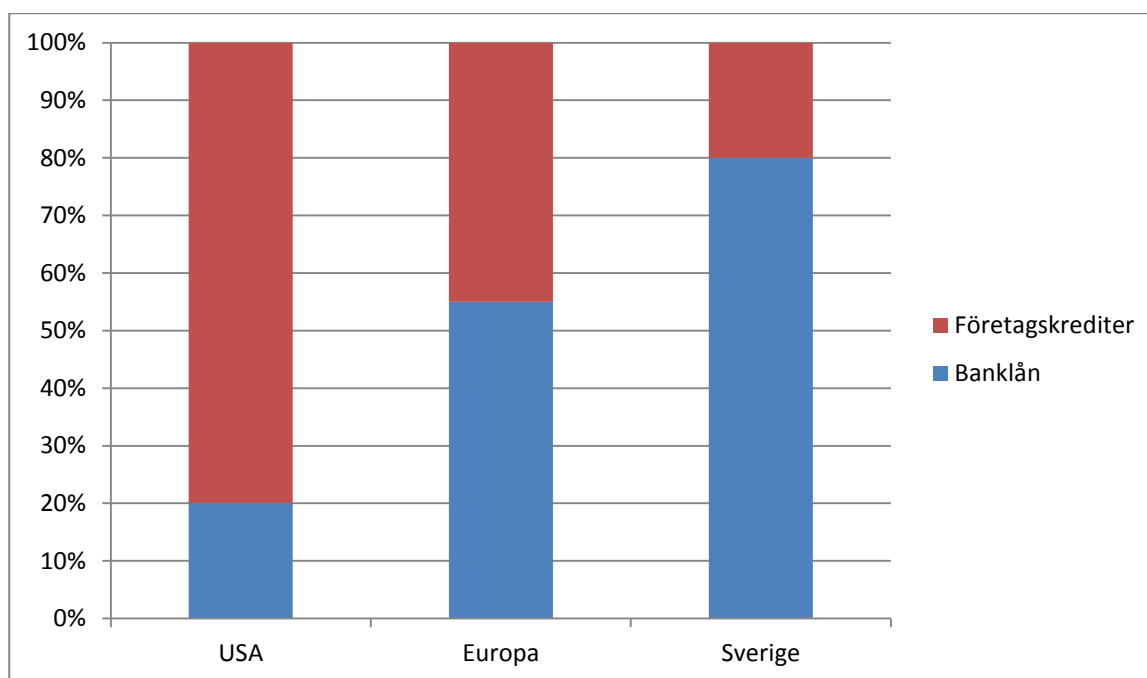
19 Ett företag som allokerar förmögenheter och erbjuder tjänster inom bl.a. skatterådgivning, finansiell planering och liknande tjänster för familjer, en eller flera generationer

#### 4.4 Obligationsmarknaden i Sverige idag



*Figur 8: Huvudaktörerna på den svenska obligationsmarknaden: Källa: Riksbanken och Respondenter*

Den totala svenska obligationsmarknadens utestående belopp 2011-09-31 är på totalt 2677 miljarder SEK, vilket är ungefär dubbelt så mycket som den svenska aktiemarknaden är värderad till (finansmarknadsstatistik januari 2012, SCB). Svenska icke-finansiella företagsobligationer står för 7 procent, eller ungefär 194 miljarder kronor av de utestående obligationerna se figur 1.



Figur 9: Företagens Lånefinansiering, källa: SCB 2011 och Intervjuade respondenter, siffrorna för USA och Europa är dock inte verifierade.

De svenska företagens finansieringsstruktur utgörs till ca 80 procent av banklån, 20 procent av räntebärande värdepapper (Lars Nyberg, 2010). Detta kan jämföras med att företag i USA enligt Intermediär 1 finansierar sig till ca 75-80 procent via kreditmarknaden och samma siffra för europeiska bolag är 40-50 procent. USA har en mer välutvecklad marknad och High Yield obligationer har en stark tradition sedan mer än 20 år tillbaka, säger Intermediär 1.

Marknaden för svenska Investment Grade obligationer från företag som Ericsson, Volvo, Swedish Match och Vattenfall har också en relativt lång historik och är enligt Emittent 2 och Övrig aktör 5 väl fungerande. Marknaderna för High Yield- och Investment Grade obligationer är väldigt olika och Investering 3 tycker det är viktigt att påpeka att defaultrisken verkligen är signifikant på High Yield marknaden, medan den är näst intill obefintlig på Investment Grade marknaden. Det finns endast en handfull historiska defaults över hela världen bland Investment Grade bolag (Investering 3).

Marknaden för högavkastande obligationer i Sverige har inte lika lång historik och är mer cyklisk än den för Investment Grade bolagen. De högavkastande obligationerna har ofta dykt upp i kristider då finansiering överlag för medelstora bolag varit svår, säger Intermediär 1. Bristen på banklånefinansiering i dagsläget har skapat detta behov och resten av marknaden (intermediärer och investerare) håller på att anpassa sig efter det ökade behovet. Ett index skulle öka förtroendet för marknaden och det skulle underlätta för många investerare att göra sina analyser. Det krävs dock minst 50 emitterade obligationer för att kunna konstruera ett index och i dagsläget existerar bara ett tiotal (Intermediär 1).

#### 4.5 Reglering av obligationsmarknaden

I Sverige har Finansinspektionen fått föreskriftsrätt på detta område. Värdepappersföretag som handlar på obligationsmarknaden utanför börs är enligt inspektionens föreskrifter idag skyldiga att publicera högsta och lägsta avslutspris samt handelsvolym senast klockan 09.00 dagen efter

handeln. I regelverket görs ingen skillnad mellan stats-, bostads- eller företagsobligationsmarknaden (Barr, 2011).

I verkligheten finns dock ingen genomlysning alls avseende företagsobligationsmarknaden, vare sig priser eller omsättningsvolym publiceras. Aktörerna har helt enkelt valt att inte följa föreskrifterna och begärt dispenser. Finansinspektionen har dock inte beviljat några dispenser, men påbörjat en översyn av reglerna (Barr, 2011)

#### **4.6 Sparalternativ för småsparare idag**

Posterna på primär- och sekundärmarknaden är normalt sett på minst en miljon SEK generellt sett (Intermediär 1). Vissa undantagsfall bland högavkastande bolag med lite mindre poster existerar. Andrahandsmarknaden är mycket illikvid när det kommer till de högavkastande obligationerna, medan den fungerar rätt väl bland de stora Investment Grade bolagen. Dessa två faktorer gör det svårt för mindre investerare att seriöst ge sig in på denna marknad.

I dagsläget finns det visserligen gott om räntefonder som investerar i svenska företagsobligationer (Morningstar, fondkategori: ränte-obligationer, 2012). De allra flesta av dessa fonder, långa, medellånga och reala innehåller en del företagsobligationer. Mestadels handlar det om statsobligationer, bostadsinstitutsobligationer och nästan uteslutande Investment Grade obligationer på företagssidan och den geografiska spridningen utgör ofta hela Europa eller USA. Investerare 3 berättar att många av dessa förvaltare måste kunna leverera en hög daglig likviditet och kan därför bara ta i mycket likvida obligationer. De totala emissionsbeloppen för dessa emissioner är ofta minst en miljard SEK.

Det finns även en kategori som heter ”ränteobligationer högrisk säkrad, övriga” på Morningstar. Kategorin innehåller högavkastande företagsobligationer, med någon form av säkerhet i lånedokumentationen, i princip bara från amerikanska eller europeiska företag. En annan möjlighet att komma åt samma marknad är via strukturerade produkter med högavkastande företagsobligationer som underliggande instrument, exempelvis Nordeas Kreditbevis (nr 1) European High Yield. Men även i denna kategori handlar det om utländska högavkastande företagsobligationer.

För att komma åt svenska högavkastande företagsobligationer som privat sparare måste man idag kontakta en intermediär på marknaden och höra efter vilka obligationer de har att tillgå och posternas storlek. En halv till en miljon SEK per position är ett normalt belopp på en minimipost i de allra flesta fall och inga offentliga listor på senaste transaktioner eller andra indikationer på marknadsnoteringar finns att tillgå.

Utöver den institutionella handeln, så sker även en liten handel i privatobligationer. En privatobligation är ett räntebärande värdepapper som riktar sig främst till privatpersoner och andra mindre placerare. De är noterade på Nasdaq OMX Stockholm eller NDX (Nordic Derivatives Exchange) och handeln sker elektroniskt, men den totala utestående volymen och omsättningen i dessa privatobligationer är liten jämfört med andra räntebärande papper (Strömberg, 2011). Handelsposterna är i belopp om 10000 SEK och uppåt, transaktionshistorik publiceras dock inte utan bara senast ställda köp- och säljkurser.

Sammanfattningsvis är andrahandsmarknaden mycket illikvid, minimiposterna mycket stora och information om marknadspriser mycket svåråtkomlig och det är väldigt få privata sparare som kan och agerar på den här marknaden i dagsläget (Intermediär 1).

## 4.6.1 Räntebevis

Räntebevis är en ny sparform som Nordea lanserade i april 2012. Nedan namnges de instrument som handlas över Avanza (20120608).

Räntebevis		Namn	Köp-kurs	Sälj-kurs	Senast-betalt	Handels-post	Nästa kupong*	Nästa räntedag**	Upplupen ränta***	Förfallodag	Belåningsgrad %
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB ERICSSON N	101,40	101,40	101,00	10000	4,553 %	2012-06-20	108 kr	2017-04-20	60
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB CARLSBERG N	102,20	102,20	102,00	10000	4,403 %	2012-06-20	104 kr	2017-04-20	50
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB STORA ENSO N	100,20	100,20	100,30	10000	5,903 %	2012-06-20	139 kr	2017-04-20	60
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB VOLVO N	100,30	100,30	100,30	10000	4,653 %	2012-06-20	110 kr	2017-04-20	60
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB METSO N	97,80	99,55	99,55	10000	3,853 %	2012-06-20	91 kr	2017-07-20	50
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB UPM N	96,95	99,70	99,85	10000	5,353 %	2012-06-20	126 kr	2017-07-20	50
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB STENA N	95,05	95,05	95,20	10000	7,753 %	2012-06-20	183 kr	2017-04-20	50
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB VW N	98,65	100,15	100,15	10000	3,953 %	2012-06-20	93 kr	2017-07-20	50
<a href="#">Köp</a>	<a href="#">Sälj</a>	RB NOKIA N	87,85	87,85	87,85	10000	5,653 %	2012-06-20	133 kr	2017-04-20	50

Figur 10: Räntebevis på Avanza, källa: Avanza 20120608

Instrumenten är inga företagsobligationer, utan instrument utställda av Nordea, mer lika CDS:er<sup>20</sup>. De handlas i poster om 10000 SEK och omsättningen har som högst varit uppe i mellan 8-20 miljoner SEK per räntebevis och dag (Avanza, 20120608). Nordea måste enligt lag agera marketmaker och ställa både köp- och säljkurser för att få marknadsföra dessa instrument. Att avläsa ur handeln och de stora posterna så verkar köp- och säljspreaden ligga på ungefär 1,5 procent (denna siffra är dock inte verifierad av Nordea). Nordea tar även en administrationsavgift om 0,6 procent som tas ut när räntebevisen ställs ut. En annan viktig skillnad är att en placerare i dessa instrument både tar en kreditrisk i det underliggande bolaget som CD:sen är kopplad till och i Nordea. Även om dessa instrument inte tillhör företagsobligationsmarknaden så ger handeln med räntebevis en indikation på att ett intresse för börshandlade ränteplaceringar finns hos småsparare.

## 4.7 Politisk styrning och förändringsprocesser

### 4.7.1 Basel III

Basel III är ett nytt regelverk framarbetat av Baselkommittén. Detta kommer att implementeras gradvis mellan åren 2013 och 2019. Övrig aktör 1 hävdar att bankerna redan har börjat anpassa sig. De två största förändringarna som regelverket kräver av bankerna är:

- **Högre kapiteltäckningskrav**

Man höjer kraven från Basel II och kräver en högre kapiteltäckningsgrad än tidigare. Även regler för hur man får beräkna de riskvägda tillgångarna skärps. Detta innebär i praktiken att bankerna inte kan ha lika hög skuldsättningsgrad och att de måste titta över sina egna riskvägda tillgångar. Intermediär 1 tror att företagen kommer att få svårare med ren lånefinansiering från svenska banker, framför allt de små- och medelstora företagen.

- **Högre krav på likviditet**

<sup>20</sup> CDS, står för Credit Default Swap och är ett kontrakt där exempelvis kreditrisken av en företagsobligation överförs mellan två parter.

Liquidity Coverage Ratio, LCR, kräver att en banks likviditetsbuffert ska vara minst lika stort som nettoutflödet av pengar under 30 dagar i ett per definition stressat scenario. Net Stable Funding Ratio, NSFR, kräver att bankens stabila finansiering skall vara större än bankens behov av stabil finansiering.

I praktiken innebär Basel III för de svenska bankerna bland annat att de inte lika frikostigt kan låna ut pengar till de svenska företagen. Många av respondenterna berättar om de svenska företagens långa tradition av banklånefinansiering. De är eniga om att många svenska företag kommer att behöva se sig om efter nya finansieringsalternativ.

#### **4.7.2 Solvens II**

Detta regelverk ska tillämpas primärt på livförsäkringsbolag samt återförsäkring inom EU (Investerare 1). Solvens II gäller alltså de svenska försäkringsbolagen, där högre krav på intern kontroll samt nya värderingsprinciper och ett riskbaserat kapitalkrav kommer ställa högre krav på bolagen. Investerare 1 menar att detta kommer att påverka hur försäkringsbolagen får mäta risken i sina portföljer. Uttryckt på ett förenklat sett så har man inte tidigare skiljt på aktie- och ränteplaceringar ur ett riskperspektiv. Solvens II innebär att aktier kommer att ses som ett högre risktagande än räntor, vilket leder till att många försäkringsbolag kommer att tvingas sälja aktieplaceringar och investera mer i räntor (Investerare 1).

#### **4.7.3 MiFID**

MiFID är ett direktiv från EU som tillkom för att förbättra skyddet för mindre investerare i aktier och för att öka konkurrensen inom aktiehandeln generellt (Hörngren, 2012). Övrig aktör 1 menar att förslaget på MiFID II som kom ut 20 oktober 2011 även kommer att påverka räntemarknaden. ”All organiserad handel bör ske på reglerade handelsplatser och med full överblickbarhet både före och efter handel”, säger förslaget. Dessa regleringar såsom kontrollerade handelsplatser med god transparens är bra, men regelverket är inte tillräckligt tydligt mot räntemarknaden menar Övrig aktör 1. MiFID II föreslår att för räntehandel räcker att ”införa en rimlig nivå av överblickbarhet”.

## 5. Analys

### 5.1 Den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer idag

#### Uppgifter

Låt oss gå tillbaka till de huvuduppgifter som ett finansiellt system ska inneha i en ekonomi och se vilka delar som svenska högavkastande företagsobligationer kan hjälpa till med:

Företag i denna sektor kan alltså finansiera sin verksamhet och sina investeringar genom att sälja obligationer till marknaden och de vanligaste köparna är försäkringsbolag, kommuner och pensionsfonder. Detta är ett konkret exempel på hur ett sparande omvandlas till finansiering och i detta fall via högavkastande företagsobligationer. När det gäller denna marknad så är den som tidigare påpekats, liten och relativt utforskad, saker som talar för och emot en förändring här behandlas i kapitel 5.3

Att hantera risker på den finansiella marknaden kan i teorin svenska högavkastande företagsobligationer tillstå med, både för privatpersoners sparande och för företags behov av riskspridning. Det är ett relativt utnyttjat tillgångsslag som många investerare i dagsläget inte har kunskap om eller ens befogenheter att kunna analysera. Här menar samtliga intervjuade Investerarare att högavkastande företagsobligationer är ett bra sätt för privatperson, försäkringsbolag, pensionsfond eller annat bolag att sprida sina risker på ett nytt tillgångsslag. Aktier och bankkonto dominerar ju sparandet traditionellt i Sverige.

Intermediärerna sköter och gör det möjligt att genomföra betalningar på ett effektivt sätt inom segmentet högavkastande företagsobligationer och mellan dess huvudaktörer. Denna process är enligt Emittent 4 ganska långdragen om man jämför med andra länder. Själva emissionsprocessen är beskriven i kapitel 4.3.

Även på sekundärmarknaden utgör intermediärerna en viktig roll där de ställer ut köp- och säljkurser för att koppla ihop köpare med säljare. Detta är ytterst viktigt för att kunna skapa likviditet på marknaden. Då dessa transaktioner inte publiceras för allmänheten är det svårt för investerare att bilda sig en uppfattning om ett försäkt marknadsvärde. Betalningarna generellt i ett finansiellt system sköts av de finansiella företagen, banker och dylikt. Vad gäller segmentet högavkastande företagsobligationer är betallösningarna inte automatiserade på något sätt och genomlysningen dålig. Att slutföra transaktioner tar lång tid och likviditeten är dålig, det finns med andra ord stort utrymme för förbättring. För att segmentet i sig skulle kunna klassas som ett eget finansiellt system så skulle betalningarna behöva effektiviseras en hel del.

#### Effektiv marknad?

Marknaden för svenska högavkastande företagsobligationer innehåller ett begränsat antal aktörer. Dessa agerar sällan utan informationsutbyte mellan varandra (Intermediär 1). Investerare på marknaden strävar givetvis efter högsta möjliga avkastning, men då det finns informationsasymmetrier och begränsat med kunskap på området, är det inte så många investerare som kan och vågar ge sig in på marknaden.

För att marknaden ska räknas som effektiv, ska den innehålla ett stort antal aktörer, vilka ska agera oberoende av varandra.

Även om det på denna marknad är svårt, på samma sätt som aktiemarknaden, att förutse ny information som ska offentliggöras, så finns det klara informationsasymmetrier. Detta är särskilt



tydligt på sekundärmarknaden, där intermediärerna ställer ut köp- och säljkurser utan att publicera några transaktioner. Många investerare avstår därför från denna marknad och likviditeten förblir låg och utgör ett problem..

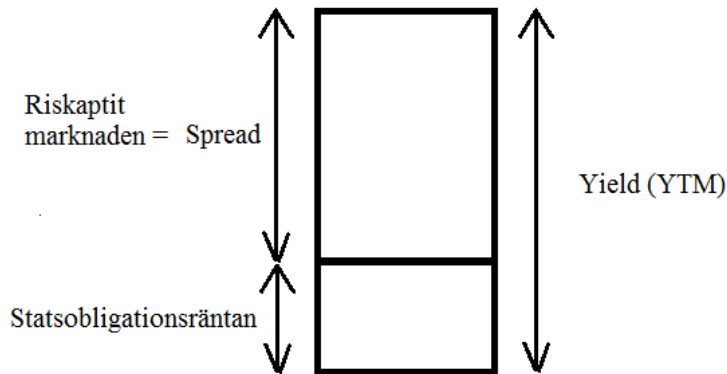
Priset, på ett finansiellt instrument i en effektiv marknad, ska snabbt justeras utifrån den information som offentliggjorts. Detta kan stämma i de fall informationen utgör offentlig information såsom förändringar i ett bolags kreditrisk, eller en förändring av marknadsräntor. Den allmänna riskaptiten beror dock ofta på ekonomin i stort. Detta diskuteras mer eller mindre i praktiken intermediärerna emellan över telefon när köp- och säljkurser ställs ut (Intermediär 1).

Sammanfattningsvis hjälper den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer till med att omvandla sparande till finansiering, både för privatpersoner och för företag. Företagsobligationer kan hjälpa till att hantera risker på den finansiella marknaden, för både privatpersoner och företag. Marknaden är dock inte effektiv på långa vägar och det är många aspekter som behöver förbättras för att denna marknad ska ta fart och utgöra en större och viktigare del i det svenska finansiella systemet. Dessa aspekter behandlas vidare i kapitel 6.

### **5.1.1 Prissättning på en likvid och effektiv marknad**

Investerare 3 förklarar att en obligations marknadspris på en likvid Investment Grade marknad i första hand beror på kupongen och marknadens befintliga riskaptit, spread. I tider om stress och turbulens på finansmarknaden brukar marknaden kräva en högre spread för att köpa en befintlig företagsobligation. Normalt sett regleras dock de underliggande marknadsräntorna av statliga instanser för att stimulera ekonomin i dessa situationer. Det medför att räntorna för statsobligationer kommer att sjunka samtidigt som spreaden ökar, vilket medför att förändringen av Yelden, den totala räntan blir inte lika stor. Detta kallar Investerare 3 för den "naturliga hedgen" och förklarar att det bromsar kursrörelser åt bägge hållen. Omvänt betyder det att om ekonomin är stabil och spreaden sjunker brukar de underliggande marknadsräntorna höjas och på så sätt bromsas också kursuppgångar på företagobligationer.

### Prissättningen av en obligation på marknaden



Figur 11: Prissättningen av en obligation. YTM är alltså den implicita ränta man diskoneterar alla framtida utbetalningar från obligationen med för att komma fram till marknadspriset.

Den naturliga hedgen fungerar bra på en likvid Investment Grade marknad, då spreaden på denna marknad sällan skenar iväg så mycket åt något håll. Volatiliteten blir mycket låg och avkastningen bra i förhållande till risken.

#### 5.1.2 Prissättning på den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer

Vid intervjuer med bland annat Investerare 1 och Övrig aktör 1 så hävdar respondenterna att i praktiken styrs de svenska priserna på svenska företagsobligationer av utbud och efterfrågan samt en diskussion över telefon intermediärer emellan. Vad som diskuteras generellt är enligt Investerare 1 riskaptiten på marknaden.

På en marknad för högavkastande företagsobligationer kan marknadens riskaptit kraftigt förändras flera procent under turbulens och svängningar. Det är heller inte ovanligt att det sker under ett kort tidsintervall. Eftersom de underliggande marknadsräntorna tar längre tid på sig att ändras och sällan ändras mer än 0,25 - 0,75 procent så fungerar inte den naturliga hedgen lika effektivt på denna marknad. Investerare 3 menar att som placerare på denna marknad måste man vara beredd att kunna ta kursnedgångar på 30-40 procent på ett år.

## 5.2 Obligationsmarknaden i USA

USA är den största och bäst fungerande marknaden för högavkastande företagsobligationer. High Yield Index har funnits sedan mer än 20 år tillbaka (Intermediär 1). Ungefär 75-80 procent av företags finansiering i USA kommer från företagskrediter av olika löptider, medan motsvarande siffra i Europa är ungefär 40-50 procent tror Investering 3 och Intermediär 1. I Sverige kan siffran för andelen finansiering via företagskrediter summeras till endast 20 procent (Nyberg, 2010).

Även i Europa finns det historik och index för högavkastande företagsobligationsindex, dock inte riktigt lika långt tillbaka i tiden som i USA. Enligt Investering 3, har köp- och sälj spreaden på Europeiska Investment Grade obligationer mellan åren 2005 till 2012 pendlat mellan 2-30 basispunkter<sup>21</sup>. I USA har inte lika stora variationer observerats på köp- sälj spread under denna tidsperiod, observerats, vilket tyder på att den amerikanska marknaden är mer likvid och fungerar bättre även under kristider. Emittent 3 påpekar dock att en nackdel med den amerikanska marknaden är de omfattande lånedokumentationerna på flera hundra sidor. God kunskap på området, lång tradition och en generellt högre riskaptit hos investerarna på den amerikanska marknaden gör den likvid och väl fungerande.

## 5.3 Plus och minus för svenska marknadens utveckling

### 5.3.1 Aktörernas intressen

Åsikterna mellan de olika marknadsaktörerna går isär en del men enligt flera av respondenterna har det aldrig tidigare funnits en så stark gemensam vilja företag och banker emellan att omvandla en del av den tidigare lånefinansieringen till finansiering via företagskrediter.

- Investment Grade bolagen som emitterar stora summor, ofta över en miljard SEK, per emission har ofta en rätt lång historik med emissioner på den svenska marknaden och en väl fungerande process. Dessa bolag är överlag nöjda med hur marknaden fungerar för dem och har egentligen inget större behov av en utveckling. Emittent 2 säger sig dock inte ha något emot en utveckling med fler emissioner och en bättre fungerande andrahandsmarknad. En mer likvid andrahandsmarknad, med möjlighet att sälja en position före löptidens slut, skulle innebära att investerare skulle våga köpa svenska obligationer med längre löptid. Detta skulle enligt Investering 1, innebära att fler emissioner med längre löptider skulle vara möjliga.
- Emittenter av högavkastande obligationer är i stort väldigt intresserade av en bättre fungerande marknad, framför allt primärmarknaden, då det exempelvis i Emittent 3 fall var den enda möjligheten till lånefinansiering. Banken och Emittent 3 hamnade i ett moment 22 scenario där banken krävde mer säkerheter för att bevilja ett lån och Emittent 3 behövde nytt kapital för att kunna ge nya säkerheter. Emittent 3 hävdar vidare att den norska marknaden är ett bra exempel på en mer utvecklad marknad för högavkastande obligationer, med fler emissioner och mer standardiserade instrument. En utveckling som denna i Sverige borde kunna sänka kostnaderna för emittenterna som i dagsläget ofta ligger mellan två och fyra procent av det nominella beloppet (Intermediär 1). Andra sätt som intermediärerna tar betalt är genom finansiella derivat för att exempelvis valutasäkra en emission med ett valutaderivat, säger Emittent 2.
- Intermediär 1 medger att de har ett informationsövertag mot de andra marknadsaktörerna

---

21 En basispunkt är en hundraedels procent.

inom den svenska andrahandsmarknaden för högavkastande företagsobligationer och att de ger dem möjligheten att jobba ”mitt i spreaden”<sup>22</sup>. Det innebär i praktiken att många intermediärer skulle kunna motsätta sig en ökad transparens där intermediärer exempelvis tvingas att publicera alla sina transaktioner på andrahandsmarknaden. Investerare 1 tror dock att många intermediärer skulle kunna tjäna mer pengar på en mer transparent och likvid marknad. Förklaring ligger i att det skulle skapa fler transaktioner, alltså mer jobb för intermediärerna och på så sätt möjlighet till en högre intjäning även om köp- sälj spreaden skulle minska.

- Investerare 1 hävdar att den svenska primärmarknaden i första hand är en ”buy and hold”<sup>23</sup> marknad och att investerare på den svenska marknaden alltid måste beakta och analysera alternativet att inneha en position löptiden ut. Detta på grund av en mycket illikvid andrahandsmarknad. Samtliga tillfrågade investerare ställer sig positiva till en mer transparent och likvid marknad. Många institutionella investerare på den svenska marknaden har idag begränsade resurser och mandat att ta flexibla beslut. Ett exempel på det sistnämnda kan vara att investeringar i företagsobligationer bara får ske om företaget har Investment Grade rating. Annars klassas investeringsalternativet som en alternativ placering enligt fondbestämmelser och måste ge en förväntad avkastning om minst 10 procent för att ens få analyseras. Enligt Investerare 2 finns det många högavkastande obligationer med gott om säkerheter<sup>24</sup> till 7-8 procent kupong som ger en bra avkastning i förhållande till risktagandet. Då många placeringsalternativ inte får analyseras på grund av de icke flexibla fondbestämmelserna hos många investerare, kan detta leda till missade investeringsmöjligheter (Investerare 2). Investerare 1 menar att en bättre fungerande andrahandsmarknad skulle leda till att fler emissioner skulle göras på primärmarknaden, vilket i sin tur skulle leda till ett större utbud av obligationer att analysera för investerarna.
- Enligt Intermediär 1 saknar småsparare ovärlag möjlighet att ta sig in på marknaden och de skulle behöva fler instrument och lägre belopp på minsta investeringsposter. Den uteblivna avkastningen och det volatila beteende på aktiemarknaden de senaste tolv åren har lett till att många sparare ser sig om efter andra placeringsalternativ. Indikationer på ett ökat intresse från exempelvis Nordeas räntebevis tyder på att intresset växer även hos småspararna.

Sammanfattningsvis vill både emittenter och investerare av högavkastande företagsobligationer ha en bättre fungerande marknad, med högre likviditet och bättre transparens. Vissa mindre intermediärerna å sin sida är lite motsträviga till en mer transparent marknad. Dock finns starka regulatoriska incitament för många stora intermediärer (storbankerna) att förändring från deras sida också är välkommen.

### 5.3.2 Tradition

I Sverige finns en stark spartradition i aktier, både enskilda papper och i fonder. I turbulenta tider har svenska sparare tagit till rena ränteplaceringar, ofta bankkonto eller statsobligationer. Detta talar kanske inte direkt emot en utveckling av sparande i högavkastande företagsobligationer, men pekar möjligen på ett visst motstånd och brist på kunskap inom området. Här krävs marknadsföring av företagsobligationer som sparform, information till investerare om risker och möjligheter med dessa placeringar samt nya automatiserade transparenta handelsplatser.

---

22 Innebär att intermediären köper ett instrument till ett lägre pris och sedan säljer samma instrument till ett högre pris, mellanskillnaden är den så kallade spreaden och förtjänsten för intermediären.

23 Det är en förvaltningsstrategi där man köper ett instrument när det emitteras och håller det löptiden ut.

24 En säkerhet på en kredit innebär att emittenten pantsätter en del av bolagets tillgångar, som ger rätt för investerare att utmäta dessa vid eventuella kredithändelser.

Det finns även en stark tradition av banklånefinansiering hos svenska företag. En nackdel med ren banklånefinansiering för mindre- och medelstora bolag är de kortare löptiderna, ofta ett år och även de hårdare kraven på företagen om att uppfylla vissa nyckeltal, tidigare omnämna som kovenanter. Om inte dessa är uppfyllda har långgivaren rätt att säga upp lånet och kräva in pengarna. En företagsobligation löper normalt över två, tre, fem, sju och upp till tio år och kraven på företagen vad gäller uppfyllande av nyckeltal är ofta mindre omfattande. Det medför en bättre möjlighet att på ett flexibelt sätt utveckla sitt företag i den riktning man önskar, berättar Emittent 3. Skillnaderna på dessa kovenanter mellan ett rent banklån och ett obligationslån kan vara så stora att det låntagande bolaget är beredd att betala en hel del mera genom en högre kupong, för de friare villkoren på obligationslånet.

Tradition kring företags finansieringsform kommer att ändras och delvis tvingas fram av Basel III, medan en förändring i småsparares beteende kräver att fler saker faller på plats. Traditionen talar inte för en tillbakagång i marknaden utan snarare för att det kan finnas en viss tröghet i detta skeende.

### **5.3.3 Omvärldsfaktorer och regelverk**

Önskan att utveckla företagsobligationsmarknaden är inte ny, den har funnits under de senaste decennierna (Övrig aktör 6). Förutsättningarna är dock osedvanligt bra just nu, då det för första gången finns ett gemensamt intresse att utveckla marknaden både från banker (stora intermediärer) och företag (emittenter). Regelverk såsom Basel III, Solvens II och MiFID har ökat intresset för finansiering via företagsobligationer, hos båda parter. Basel III tvingar banker att vara mer restriktiva med traditionella banklån. De försämrade lånevillkoren medför att många medelstora och små bolag börjat se sig om efter finansiering via företagsobligationer. Solvens II motiverar försäkringbolagen, som är stora investerare av företagsobligationer att investera i andra tillgångsslag än aktier och tillgångsslag. MiFID II handlar om att ställa högre krav på genomlysning av kreditmarknaden, vilket skulle underlätta en hel del för investerare att lättare kunna få information om marknadspriser. Många syndikerade banklån för svenska företag förfaller mellan åren 2012 och 2014 (Investerare 1). Kombinationen av dessa förfall och de regulatoriska förändringarna, kan utgöra det starkaste incitamentet till att marknaden för högavkastande företagsobligationer kommer att utvecklas de närmste åren.

### **5.3.4 Storlekens betydelse**

Investerare 3 hävdar att det helt enkelt inte finns så många svenska bolag som behöver och klarar av att emittera minst 200 MSEK. Då de fasta kostnaderna för en emission är relativt höga så är det svårt att ekonomiskt motivera mindre emissionsbelopp än så. Investerare 3 tror inte heller på en utveckling av segmentet 20-200 MSEK då det anses vara för små volymer. Detta segment kommer dock behöva finansiering och en ny marknad med "privata lån" från andra håll än storbankerna kommer växa fram fortsätter Investerare 3. Här går åsikterna tydligt isär då Övrig aktör 4 och Övrig aktör 5 tycker att intermediärerna får alldeles för bra betalt och menar att emissionerna går att göra lönsamma vid dessa lägre emissionsbelopp.

Mängden oberoende aktörer på marknaden vad gäller både investerare, intermediärer men kanske framför allt emittenter är viktigt för att marknaden ska kunna bli effektiv. Det behövs fler aktörer på den svenska marknaden, fler emittenter leder till fler emissioner som leder till mer jobb för intermediärer och fler placeringsalternativ att analysera för investerarna.

Begränsningen i storlek i den svenska ekonomin talar inte heller den för en tillbakagång av marknaden för högavkastande obligationer, men kanske för en viss begränsning i tillväxt av denna marknad.

### 5.3.5 Kunskapsnivå

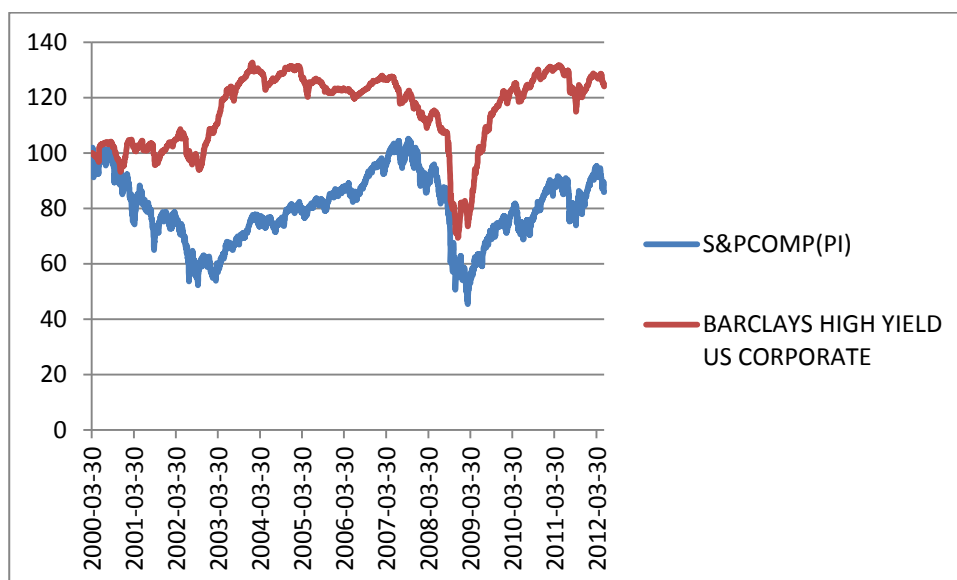
Enligt flera respondenters utsagor saknar småsparare som institutionella investerare ofta kompetens på området, för att kunna utvärdera högavkastande företagsobligationer som placeringsalternativ. Det är viktigt att förstå riskerna förknippade med möjligheten till avkastning. Många institutionella placerare begränsas i dagsläget från att ens placera i dessa instrument. Ofta på grund av fondbestämmelser som inte tillåter kreditplaceringar i annat än statspapper eller Investment Grade obligationer. Investerare 1 säger sig redan märka av ett ökat intresse både från mindre och större aktörer på marknaden. Möjligheten till en alternativ placering och bättre riskspridning med ett nytt tillgångsslag i portföljen borde motivera många placerare att informera sig själva.

Många svenska företag som tidigare finansierat sig via banklån, saknar helt kunskap och kompetens på området och kommer att behöva öka sina kunskapsnivåer eller köpa den utifrån.

Intermediärerna på marknaden är den grupp som har mest kunskap på området, då de sammankopplar emittent med investerare och agerar både på primärmarknaden och på sekundärmarknaden.

Låga kunskapsnivåer och begränsningar i mandat att undersöka denna marknad bromsar utvecklingen. Mer information i alla led, men framför allt hos investerare och mindre företag kan leda till en rejäl tillväxt i marknaden.

### 5.3.6 Avkastningshistorik



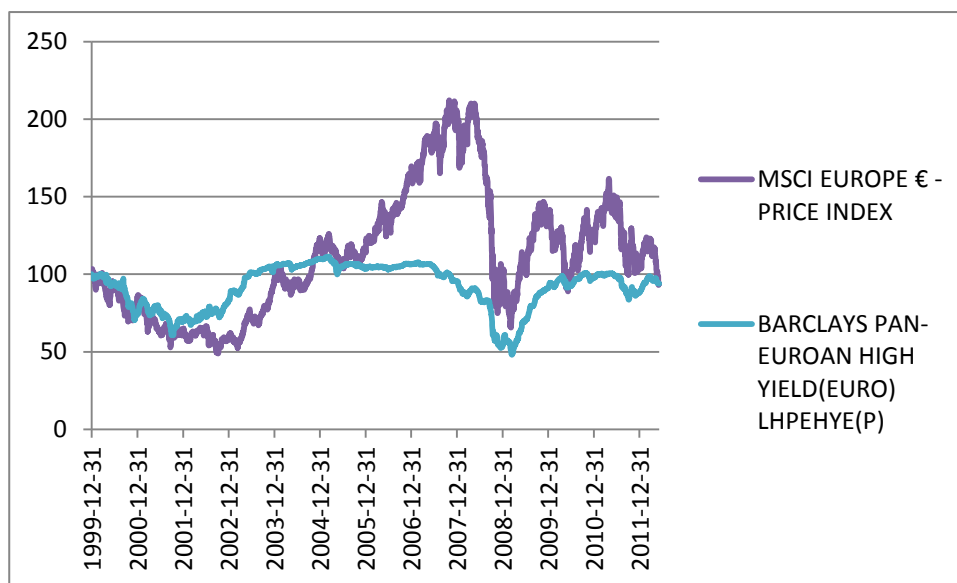
Figur 12: S&P aktieindex jämförs med Barclays High Yield företagsobligationsindex, valuta för båda index är dollar. Källa: Handelshögskolans Thompson-Reuters feed. Barclay (<https://ecommerce.barcap.com/indices/index.xml>)

Under perioden 2000 till 2012 jämförs två amerikanska index med varandra. Ett för aktier, Standard

& Poor 500, som innefattar 500 stora amerikanska bolag. Det andra Barclay High Yield US Corporate Bonds, innefattar amerikanska företagsobligationer med en rating lägre än BBB- och minsta emissionsbelopp om 150 miljoner USD. Indexet för företagsobligationer har en duration<sup>25</sup> på 4,2 år.

Dessa två index befinner sig i samma ekonomi och företagen som innefattas lyder under samma jurisdiktion. Företagsobligationsindexet är för perioden upp ungefär 24 procent, medan aktieindexet har tappat cirka 14 procent under samma tidsperiod. Värt att notera är att företagsobligationsindexet klarade av IT-bubblan bättre än aktieindexet, medan bägge två drabbades hårt av finanskrisen.

Då tidsperioden är relativt kort ur ett historiskt perspektiv, bör hänsyn tas till marknadsräntorna. Fallande marknadsräntor under en viss tidsperiod gynnar priset på obligationer, medan stigande missgynnar. Den amerikanska styrräntan<sup>26</sup> låg 2000 på 5,5 procent och är i dagsläget på 0,25 procent. Det är en kraftig förändring och är till fördel för stigande marknadspriser på företagsobligationer. I ett omvänt scenario med kraftigt stigande marknadsräntor, bör man förvänta sig en skillnad i kursutveckling på företagsobligationsindexet.



Figur 13: Visar MSCI Europe aktieindex och Barclays Pan-European High Yield företagsobligationsindex, valuta är i Euro för båda index. Källa: Handelshögskolans Thompson-Reuters feed. Barclay(<https://ecommerce.barcap.com/indices/index.dxml>)

Under åren 2000 till 2012 jämförs två europeiska index med varandra. Ett för aktier, Morgan Stanleys MSCI Europa index består av aktier från 16 ekonomiskt välutvecklade länder i Europa. Barclays Pan Euroan High Yield företagsobligationsindex innefattar företagsobligationer emitterade av bolag med lägre rating än BBB-. Minsta emissionsbelopp är på €100 miljoner. Durationen för det europeiska företagsobligationsindexet är 3,64 år och något lägre än det amerikanska.

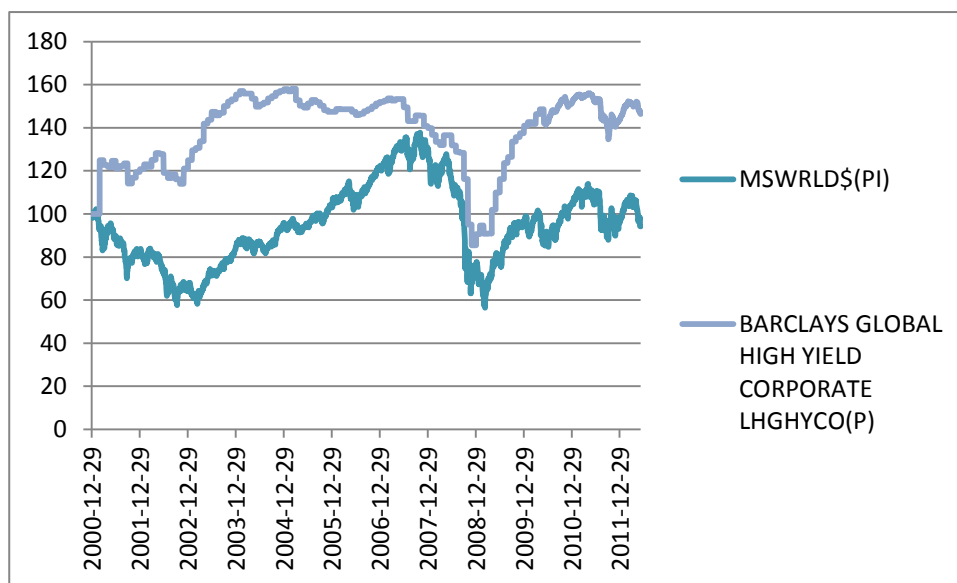
Dessa två index företag befinner sig i många olika europeiska ekonomier och det Pan Europeiska High Yield indexet kan per definition innefatta fler länder än de 16 länder som aktieindexet

<sup>25</sup> I termer av obligationer, menas den tid det tar i år för att de framtida utbetalningarna hos en obligation ska motsvara det nuvarande marknadspriset på obligationen

<sup>26</sup> Styrränta är centralbankernas viktigaste verktyg för att stimulera ekonomin under lågkonjunkturer och dämpa trycket på ekonomin under högkonjunkturer, <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Styrrantor---internationellt/> (Ekonomifaktas Källa: Riksbanken, ECB samt Federal Reserve)

innefattar. Företagsobligationsindexet är för perioden ner 6 procent, vilket är identiskt med aktieindexet som också har tappat 6 procent under samma tidsperiod. Båda index drabbades av IT-bubblan även om företagsobligationsindexet återhämtade sig snabbare. Bägge drabbades av finanskrisen, även om företagsobligationsindexet inte påverkades lika mycket.

En del av den mindre avkastningskillnaden mellan företagsobligationsindexet och aktieindexet i Europa jämfört med USA, kan förklaras med en mindre skillnad i marknadsräntor vid tidsperiodens ingång kontra slut. Den Europeiska centralbanken, ECB referänta var år 2000 på 3 procent och har sedan sjunkit till 1 procent i mitten av år 2012. Denna skillnad på 2 procent jämfört med skillnaden på 5,25 % för den amerikanska marknaden påverkar utfallet. En något lägre duration på det europeiska indexet kan också inverka och förklara en del av skillnaden i avkastning mellan företagsobligationerna i Europa och USA. Kanske kan även en förändring av Euro/Dollar ration under tidsperioden påverka, då många av företagsobligationsindexets bolag agerar globalt. Vid millennieskiftet var ration €/\$<sup>27</sup> ca 1,0 och under tidsperioden har Euron stärkts så att ration idag är ungefär 1,25. Volatiliteten för samtliga indexen har inte undersökts, men även en skillnad här skulle kanske kunna påverka denna skillnad.



Figur 14: Visar MSCIWorld Index och Barclays Globala High Yield företagsobligationsindex för perioden 2001 till 2012, valuta för båda index är dollar. Källa: Handelshögskolans Thompson-Reuters feed.

Under åren 2001 till 2012 jämförs två världsindex med varandra. Ett för aktier, Morgan Stanleys MSCI World index består av 1600 aktier från ekonomiskt välutvecklade länder i hela världen. Barclays Global High Yield företagsobligationsindex innefattar företagsobligationer emitterade av bolag med lägre rating än BBB- från hela världen. Minsta emissionsbelopp är på €100 miljoner eller 150 miljoner USD omräknat i lokal valuta. Durationen för det globala företagsobligationsindexet är 4,39 år och därmed högst, men bara marginellt högre än det amerikanska indexet.

Dessa två index företag befinner sig i många olika av världens ekonomier och skillnader i geografisk allokering och branschspridning kan därför förekomma. Företagsobligationsindexet är för perioden upp 46 procent, och aktieindexet har tappat 6 procent under samma tidsperiod. Företagsobligationsindexet klarade sig bra genom IT-bubblan till skillnad från aktieindexet. Bägge drabbades hårt av finanskrisen, men företagsobligationsindexet har återhämtat sig snabbare.

<sup>27</sup> Källa: www.xe.com



Största risk för en skillnad i indexens företagsinnehav vad gäller geografi, bransch och storlek finns i denna jämförelse. Styrräntorna har globalt sett generellt sjunkit under åren 2001 till 2012. I USA var falet 5,50 procent till 0,25 procent och i Europa 4,75 procent till 1 procent.

Sammanfattningsvis kan konstateras att företagsobligationer har avkastat bättre än aktier de sista 11-12 åren i två av jämförelserna och avkastat identiskt i en av jämförelserna. Dessa resultat kan dock delvis förklaras med kraftigt sjunkande marknadsräntor i de flesta av fallen. Tidsperioden i sig är också relativt kort historiskt, men innefattar två kriser på finansmarknaden. IT-Bubblan och finanskrisen. Då data bara presenterats och hänsyn inte är tagen till volatilitet, bör dessa resultat endast ses som en historisk fingervisning om hur de två placeringsalternativen avkastat. Dessa grafer kan dock ligga till grund för en fortsatt diskussion kring uppkomsten av de skillnader som funnits de senaste 11-12 åren de två placeringsalternativen emellan.

### 5.3.7 Investerares alternativa placeringar

Investerare 1 tror på en ökad efterfrågan på alternativa placeringar till aktiemarknaden från såväl mindre som större svenska investerare. Mycket på grund av den låga avkastningen och den höga volatiliteten på den svenska aktiemarknaden de sista tio åren, se Figur 1. Högavkastande företagsobligationer utan säkerheter ger i dagsläget en kupong på minst 10 % enligt Intermediär 1. Liknande papper men med goda säkerheter och underliggande tillgångar kan ge kuponger om 7-8 procent. Högavkastande företagsobligationer av denna typ blir intressanta konkurrenter till traditionellt aktiesparande.

Tydligt är att det finns ett intresse från småspararnas sida på ränteprodukter då Nordeas nya produkt räntebevis har blivit mycket framgångsrikt på kort tid. Räntebevis är dock inte företagsobligationer i teorin utan ett finansiellt instrument utställt av Nordea. Räntebevisen handlas i nominella poster om 10 000 SEK och listas på Nasdaq OMX. De räntebevis som finns i dagsläget har en koppling till underliggande Investment Grade obligationer med en floating rate<sup>28</sup> kupong. Om det är någon skillnad i storlek på listräntorna på Nordeas kreditbevis och de verkliga kupongerna i de underliggande bolagens obligationer har inte kunnat fastställas. En viktig skillnad med räntebevisen är dock att en sparare som placerar i dem både tar en kreditrisk i Nordea och det underliggande bolaget. Marknaden för räntebevis tros växa med fler instrument och fler aktörer, primärt andra storbanker.

### 5.3.8 Ingångar för sparare

I dagsläget är det svårt som sparare att komma åt den svenska marknaden för högavkastande företagsobligationer. Givetvis finns telefonmarknaden via marknads Intermediärer att tillgå, men positionerna är av storleksordningen 500 000 SEK och uppåt och möjligheten att få några indikationer på marknadsvärden genom tidigare avslut finns inte. För att i praktiken kunna placera på detta sätt via telefonmarknaden, krävs stora belopp och en god kunskap om marknaden. Även då kan det vara svårt att få en bra diversifiering eftersom det endast finns ett begränsat antal högavkastande företagsobligationer att tillgå.

En indirekt ingång till denna marknad är via fonder som handlar med högavkastande företagsobligationer säger Emittent 4. Du bestämmer dock själv inte över innehaven i fonden och

---

28 Kupongens storlek är inte fixerad utan följer en underliggande ränta, exempelvis STIBOR-30, med ett tillägg om ett visst antal basispunkter. Exempel på kupongstorlek kan vara STIBOR-30 + 300 basispunkter.

det är ofta en väldigt liten del av innehaven som utgörs av svenska högavkastande företagsobligationer.

Privatobligationsmarknaden och dess elektroniska handelsplats som återfinns i rullmenyerna på Nasdaq OMX sida är ett alternativ med minsta handelsposter om 10 000 SEK. Utbudet är dock än så länge relativt litet och inga avslut publiceras på hemsidan. Barr (2011) efterlyste en diskussion med Avanza och Nordnet om att utveckla marknadsplatser för privatobligationshandel.

### 5.3.9 Räntetorget

Räntetorget är en elektronisk handelsplats ämnad åt företagsobligationer. Handelsplatsen är klar att användas och målgruppen är emittenter av non-investment grade obligationer i emissionsstorleksordningen 20 – 200 MSEK. Räntetorget är utvecklat av samma organisation som startade aktietorget 1998. Den huvudsakliga målsättningen då var att hjälpa mindre bolag med finansiering genom att få en elektroniskt väl fungerande handel och därmed bättre likviditet i dessa papper. Målgruppen som Räntetorget fokuserar på idag är likartad, det vill säga mindre och medelstora svenska bolag, även om det denna gång handlar om företagsobligationer. Den befintliga marknaden idag för högavkastande företagsobligationer i Sverige sträcker sig ned till emissionsbelopp om ungefär 200 MSEK. Belopp lägre än så tycker många av de intervjuade respondenterna är svåra att ekonomiskt motivera. Indikationer från samtal med respondenter kring emissionskostnader i segmentet högavkastande obligationer med emissionsbelopp mellan 200-1000 MSEK gäller det att emissionskostnaderna rör sig mellan två och fyra procent av emissionsbeloppet. Detta är inga officiella siffror men indikationer kommer från emittenter, intermediärer och rapporter som skrivits på området.

Att utvecklarna av Räntetorget inte håller med om att emissionsbelopp under 200 MSEK inte går att genomföra är uppenbart, då detta är precis det segment de satsar på. Två procents kostnad och ett emissionsbelopp om 200 MSEK, bör då kunna anses som en grov uppskattning av ett lägsta belopp om fyra miljoner SEK för att dagens intermediärer skulle vilja genomföra en emission. Hur mycket en emission och dess projektering bör kosta råder det alltså delade meningar kring. Fyra miljoner SEK, kan dock hålla ett team om sex personer (50 000 SEK bruttolön) arbetande under sex månader med projektet. I det kan ytterligare en miljon läggas på advokatkostnader och projektet kan fortfarande vara lönsamt.

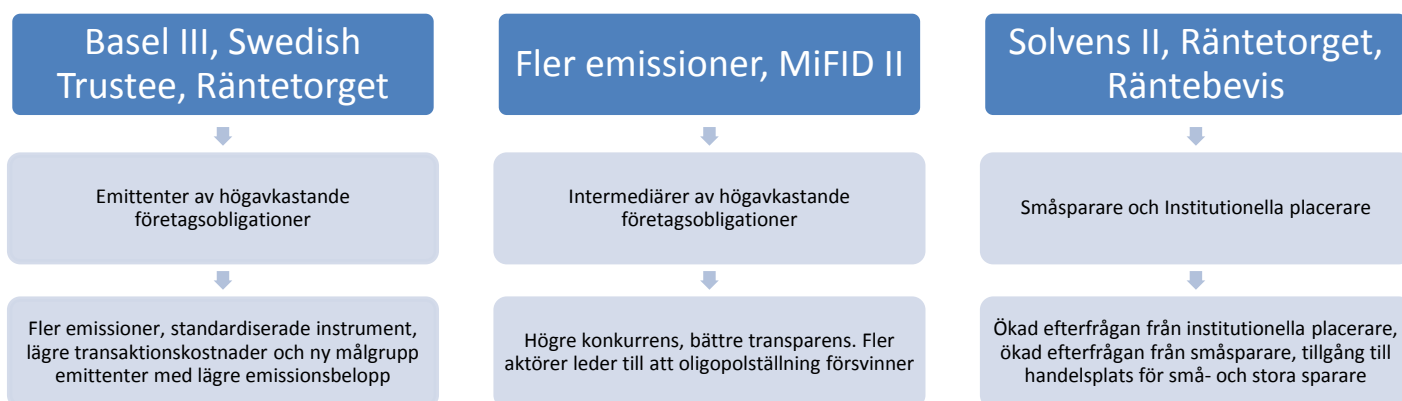
Räntetorget kommer att jobba på liknande sätt som de jobbar med Aktietorget. De ämnar ta ut en fast avgift på månadsbasis från varje emittent. I kostnaden ingår övervakning och ansvar för transaktioner som sker, kreditrating av emitterande bolag enligt en egen analysmodell samt tillhandahålla själva marknadsplatsen. Det kanske mest revolutionerande här är den nya analysmodellen för kreditratingen av dessa mindre och medelstora bolag som i dagsläget saknar rating. Kan denna modell fungera väl och accepteras som en standard i branschen kommer det att hjälpa många placerare att ta ställning till risker kontra avkastning.

Handelsposterna på Räntetorget ska vara maximalt om 10 000 SEK, men även mindre poster ner till 1000 SEK kan få förekomma. Det föreligger tydligt att målgruppen på investerarsidan primärt är småsparare. Unikt med denna satsning är då att både företag som tidigare har haft svårt att emittera obligationer, ska kopplas samman med sparare som haft svårt att komma åt marknaden.

När handeln kommer igång på Räntetorget återstår att se, men att intresse finns både från investerarsidan och från emittentsidan är tydligt.

## 5.4 Sammanfattning

Önskan att utveckla företagsobligationsmarknaden är inte ny, den har funnits sedan mitten av åttiotalet (Övrig aktör 6). Det finns därför ingen enkel lösning på problemet. Mycket talar dock för att förutsättningarna denna gång är bättre än någonsin tidigare. Kanske den allra viktigaste skillnaden är att denna gång vill även bankerna utveckla företagsobligationsmarknaden. Tidigare har bankerna sett företagsobligationsmarknaden som konkurrerande till banklån (Övrig aktör 3). Nedan visas en schematisk sammanfattning av orsaker som kan tala för en utveckling av den svenska marknaden:



Figur 15: Schematisk bild av faktorer som påverkar marknadsaktörerna och konsekvenserna av dess påverkan.

På grund av Basel III reglerna finns det alltså ett gemensamt intresse både från banker och från företag om att lägga över en del av banklånefinansieringen på obligationsmarknaden. Swedish Trustee ämnar agera agent på marknaden åt investerare. Organisationen kommer att arbeta med att standardisera lånedokumentationen och med att publicera transaktioner från primärmarknaden i deras datasystem stamdata. Detta tros leda till en bättre transparens på marknaden, lägre transaktionskostnader och en bättre relation mellan investerare och emittenter. MiFID II kommer att öka transparensen och det ökade utbudet av emissioner kommer att skapa bättre konkurrens bland intermediärerna, vilket på sikt kan leda till lägre transaktionskostnader. Solvens II tvingar stora

institutionella placerare som försäkringsbolag att vikta om en del aktiesparande till räntesparande, företagsobligationer kan bli ett intressant alternativ (Investerare 3). Räntetorget skapar en handelsplats primärt för småsparare och mindre företagsemitterer att mötas på. Handeln med Nordeas räntebevis har visat på ett tydligt intresse för en automatiserad handel med ränteplaceringar och troligt är att vänta sig fler räntebevis och att fler aktörer/storbanker ger sig in på den marknaden.

Det finns visserligen inte mycket som talar för en minskning eller tillbakagång av den svenska företagsobligationsmarknaden, men det finns en del faktorer som talar emot en fortsatt utveckling, eller åtminstone en viss tröghet i utvecklingen:

- Den långa traditionen i Sverige med aktiesparande och de generellt sätt låga kunskapsnivåer om företagsobligationer som finns hos marknadsaktörerna idag talar för att utvecklingen kan komma att ta tid.
- Även traditionen med banklån som huvudsaklig och vanligast förekommande finansieringskälla bör innebära att det finns ett visst motstånd till förändring av finansieringskälla.
- Den svenska ekonomin har visserligen en begränsning i nya bolag som vill och kan emittera i belopp större än 200 MSEK, men detta segment är inte fullt utnyttjat utan kan snarare bara ses som en begränsning av tillväxten på sikt.
- Kunskapsnivåerna bland potentiella emittenter och framtida investerare är i dagsläget för låga och utbildning behövs för att utveckla kompetensen.

## 6. Resultat och diskussion

### 6.1 Fungerande marknad?

Hur väl marknaden för svenska högavkastande företagsobligationer fungerar beror på vem som tillfrågas:

- Emittenterna är få och antalet emissioner av högavkastande företagsobligationer likaså. Många svenska företag och potentiella emittenter saknar kompetens för att kunna utvärdera alternativet obligationslån istället för traditionella banklån. Antalet emissioner är få och det innebär att konkurrensen om dessa emissioner bland intermediärerna är dålig. Transaktionskostnaderna för en emission bör därmed vara höga, även om detta gärna diskuteras marknadsaktörerna emellan.
- Intermediärerna är en handfull som jobbar med högavkastande företagsobligationer. Deras position är att se som ett oligopol och utifrån intermediärernas behov, så fungerar marknaden väl. Det finns tillräckligt med emissioner på primärmarknaden att jobba med och investerare går att finna, även om det mestadels rör sig om större placerare och stora handelsposter. Då intermediärerna väljer att inte publicera några transaktioner från andrahandsmarknaden blir transparensen dålig. Informationsövertaget mot investerarna används när intermediärerna sedan ställer ut stora skillnader i köp- och säljkurser på andrahandsmarknaden.
- Investerarna är relativt få och de flesta är institutionella placerare. Stora som små investerare efterfrågar dock en mer transparent och likvid marknad. Det är i dagsläget svårt att avgöra ett marknadspris utan rejäl erfarenhet och tillgång till information. Kunskapsnivåerna hos investerarna är generellt sätt låga och utifrån en småsparares perspektiv fungerar marknaden dåligt. Det blir svårt att utvärdera säljpriset på ett instrument på grund av en bristande transparens. Minsta handelsposter om 500 000 SEK och endast ett fåtal emissioner att tillgå gör det svårt att diversifiera sig.

*Saker som bör förbättras:*

- Det finns för få emissioner av högavkastande företagsobligationer, vilket gör det svårt för investerare att utvärdera marknadspriset och att kunna diversifiera sig. Även transaktionskostnader kring emissioner skulle troligtvis sjunka vid ett ökat utbud. En standard på lånedokumentationen och en ökad kunskapsnivå hos potentiella emittenter kommer troligtvis medföra en ökning av antalet emissioner och minska transaktionskostnaderna. Minst 50 emittenter krävs för att skapa ett index för högavkastande företagsobligationer i Sverige. Det är idag ett avlagt mål, men ett index skulle ge ett ökat förtroende för branschen och underlätta för investerare att utvärdera investeringsmöjligheter.
- Transparensen är obefintlig på andrahandsmarknaden. En förändring krävs för att fler investerare ska våga sig in på marknaden, framför allt mindre placerare. Regulatoriska krav på en mer transparent andrahandsmarknad är på väg och Swedish Trustees vision om standardiserad lånedokumentation och publicering av transaktioner på primärmarknaden, tyder på att en förbättring är på väg.
- Likviditetsproblem på andrahandsmarknaden tvingar investerare att beakta alternativet att sitta på en position löptiden ut. Då många investerare, institutionella som privata har krav på att kunna likvidisera en position, vågar de inte ge sig in på denna marknad. Likviditeten

förbättras genom fler emissioner, högre transparens, automatiserade handelsplatser och åter igen standardiserad lånedokumentation

- Kunskapsnivåer om obligationslån bör höjas både hos investerare och mindre-/medelstora företag i Sverige. Även befogenheter hos vissa institutionella placerare bör ses över för att ge möjligheter att analysera företagsobligationer som investeringsalternativ.

## 6.2 Nya förutsättningar

Tron på en utveckling av den svenska företagsobligationsmarknaden har funnits förut, men sällan har så många saker skett samtidigt. Kanske är den viktigaste skillnaden med dagens förutsättningar att bankerna för första gången vill och har behov av att utveckla företagsobligationsmarknaden. De nya Basel III reglerna tvingar svenska banker att se över och ofta minska sina egna krediter. Det öppnar möjligheten för bankerna att jobba med företagsobligationslån och på så sätt hjälpa svenska företag med finansiering och samtidigt förbättra sin egen kaptialtäckning.

Framför allt är det medelstora- och små svenska företag som kommer att få minskad banklånefinansiering, då dessa bolag ofta har en högre affärsrisk och en kortare affärsrelation med bankerna. Att utbudet emissioner av svenska högavkastande företagsobligationer torde öka den närmste tiden är högst troligt. Det finns ett växande intresse för ränteplaceringar hos svenska investerare, både institutionella investerare och småsparare. Regelverket Solvens II motiverar svenska försäkringsbolag att byta aktieplaceringar mot ränteplaceringar och initiativ som Nordeas satsning på räntebevis har fått stor uppmärksamhet i media och fångat en del småsparares intresse.

Ett ökat utbud av emissioner och en ökad efterfrågan från svenska investerare på dessa typer av placeringar ligger till grund för en utveckling av marknaden. Tydligt är också att denna tro delas av fler på finansmarknaden. Aktietorget har positionerat sig genom satsningen Räntetorget, en automatiserad handelsplats för högavkastande företagsobligationer. Swedish Trustee är en ny aktör som ämnar agera agent åt svenska investerare på marknaden. Nya intermediärer primärt inriktade på högavkastande företagsobligationer, som Nordic Fixed Income har dykt upp. Fler marknadsaktörer har bildats den senaste tiden. Nya emittenter, fler intermediärer och mer intresserade investerare kommer att bidra till ökad konkurrens med troliga konsekvenser såsom lägre transaktionskostnader, bättre likviditet och en ökad transparens. Den förbättrade transparensen tros komma både från regulatoriska krav om att publicera transaktioner från andrahandsmarknaden, men också från Swedish Trustees målsättning om mer standardiserad lånedokumentation.

Det är mycket som sker och pekar på en utveckling av marknaden. Enligt SCB löper många stora syndikerade banklån ut åren 2012 till 2014, visserligen rör detta sig primärt om stora svenska företag, men en utveckling även av Investment Grade marknaden kan sprida ringar på vattnet. Hur snabbt det kommer att dyka upp nya högavkastande företagsobligationer och fler investerare och intermediärer är svårare att förutspå. En bristfällig kunskapsnivå hos många framtida potentiella emittenter och investerare kan bromsa utvecklingen. Traditionen hos svenska investerare att generellt sett ofta placera sitt kapital antingen i aktier eller på bankbok måste till viss del förändras. Även svenska företags starka tradition om ren banklånefinansiering kan bromsa framväxten av företagsobligationslån till marknaden.

## 6.3 Avkastningshistorik

Historisk indexdata på högavkastande företagsobligationer och aktier har presenterats i grafisk form i kapitel 5.3.6. Data sträcker sig 12 år tillbaka i tiden och den är inte på något sätt bearbetad. Det är

därför viktigt att poängtera att detta endast kan ses som en fingervisning hur de olika tillgångsslagen har presterat de senaste tolv åren. Skillnader i avkastning och kursrörelser under åren 2000 till 2012 kan förhoppningsvis väcka intresse och skapa en diskussion.

Det är många faktorer som kan påverka det grafiska resultatet:

- Förändring i marknadsräntor år 2000 till 2012 påverkar primärt prissättningen av obligationer, men även aktievärdering kan påverkas eftersom diskonteringsräntan troligtvis påverkas av en förändring i marknadsräntor. En sjunkande marknadsränta ger normalt sett högre marknadspriser på de bägge instrumenten.
- Durationen på obligationsindexen påverkar i sin tur hur kraftig påverkan en förändring i marknadsräntor har på obligationsindexens kursrörelser. Lång duration ger upphov till stora kursrörelser och tvärtom.
- Det är viktigt vilka aktier och obligationer som ingår i ett index och även hur många instrument det finns i respektive index. Den geografiska- och branschmässiga spridning i ett index är också betydelsefull.

Graferna som visar den amerikanska marknaden och världsmarknaden visar på ungefär 40 procent högre avkastning hos företagsobligationer än hos aktier under åren 2000 till 2012. På den europeiska marknaden uppvisas dock ingen skillnad placeringsalternativen emellan för samma tidsperiod. Detta kan till viss del förklaras med ovanstående faktorer, men den stora skillnaden i resultat mellan de olika graferna tyder på en stor osäkerhet i val av index.

Intressant att notera kan vara att det svänger kraftigt även i marknadspriser på ränteplaceringar såsom företagsobligationer. Att utläsa ur graferna så har priset på företagsobligationer påverkats på liknande sätt som aktier, även under kristider. Högavkastande företagsobligationer är således inte att ses som en "säkrare" placering. De högre kupongerna på dessa instrument medför även en högre kreditrisk.

Sammanfattningsvis har företagsobligationer i dessa grafer generellt avkastat bättre än aktier de senaste tolv åren. Aktier har dock historiskt sett haft en svag utveckling de senaste tolv åren och intressant vore det därför att jämföra tillgångsslagen ända tillbaka till 1990. Även en mer djupgående analys av de index som jämförs under tidsperioden skulle vara intressant. Utifrån ett avkastningsperspektiv de senaste tolv åren kan i alla fall högavkastande företagsobligationer ses som ett intressant placeringsalternativ.

#### **6.4 Kommer svenska högavkastande företagsobligationer att bli ett vanligare placeringsalternativ i Sverige?**

Mycket tyder på att emissioner av högavkastande företagsobligationer kommer att bli vanligare i Sverige. Nya emittenter kommer att ge sig in på marknaden och fler emissioner väntas, då många medelstora- och små företag kommer att tvingas söka finansiering från marknaden istället för genom traditionella banklån. Refinansieringsbehovet hos många svenska företag är stort de närmaste två åren och utvecklingen av marknaden har redan påbörjats. Potentialen för en tillväxt finns i det befintliga segmentet för högavkastande företagsobligationer där emissionsbeloppen ligger mellan 200-1000 miljoner SEK. Finansieringsbehov för mindre företag som inte kommer upp i emissionsbelopp om 200 miljoner SEK kommer också att finnas. Räntetorget har positionerat sig för att ta hand om eventuell listning och handel av dessa instrument. Det återstår dock att se i vilken utsträckning som detta behov kommer att tas om hand. Det krävs en ny typ av intermediärer som

vill ta sig an emissionsbelopp under 200 miljoner SEK.

Företagsobligationer omnämns allt oftare i media och marknadsaktörerna har börjat anpassa sig efter framtidstron och de nya spelreglerna. Banker lånar inte lika frikostigt ut pengar, nya mäklarhus (mindre intermediärer) dyker upp. Nya aktörer och organisationer utanför transaktionskedjan och nya marknadsplatser växer fram. Ett växande intresse hos en del stora investerare motiveras genom regulatoriska förändringar, såsom Solvens II.

Småsparares intresse för alternativa placeringar brukar komma när avkastning från aktiemarknaden uteblir. Under de senaste tolv åren på aktiemarknaden har både avkastning uteblivit och volatiliteten varit hög. Dessutom är marknadsräntorna i dagsläget rekordlåga, vilket innebär att vanligt räntesparande på bank, eller sparande i statsobligationer, ger mycket dålig avkastning. Det ger goda förutsättningar för ett växande intresse för ränteplaceringar med högre förväntad avkastning än statsobligationer och sparande på bankkonto.

Det första steget för en utveckling av marknaden är alltså ett ökat behov från företagens sida att finansiera sig via högavkastande företagsobligationer. Detta ökade behov är tydligt och tros komma växa framöver. Denna ökade efterfrågan ska sedan tas om hand av befintliga och eventuellt nya intermediärer på marknaden. Huruvida det kommer att krävas nya intermediärer för att ta hand om detta ökade behov hos företagen är inte fastställt, men att det kan komma att ta lite tid är troligt.

Slutligen ska intermediärerna hitta investerare på marknaden, såväl befintliga, men troligtvis behövs även nya investerare för att företagen ska få marknadsfinansiering via obligationsmarknaden och utvecklingen ska gå framåt. Det kommer att krävas ökade kunskapsnivåer hos många institutionella placerare och även förändringar i befogenheter hos vissa förvaltare för att kunna öka deras innehav i högavkastande företagsobligationer. Handeln mellan institutionella investerare och intermediärer fungerar dock redan i dagsläget relativt bra. Småsparare saknar också kunskap på området och möjligheten till handel är näst intill obefintlig. Detta tyder på att en markant ökad efterfrågan på högavkastande företagsobligationer från svenska investerare inte är lika självklar som det ökade behovet av marknadsfinansiering via obligationer för svenska företag.

Att svenska högavkastande företagsobligationer kommer att bli en vanligare finansieringsform för svenska medelstora- och små företag är högst troligt. Många företag behöver dock öka sina egna kunskapsnivåer och detta kan ta lite tid, vilket tyder på att utvecklingen inte kommer att vara explosionsartad.

Ett ökat intresse hos svenska investerare finns, även om detta inte lika tydligt kan fastställas i denna rapport. Även om det finns färdiga marknadsplatser för högavkastande företagsobligationer och intresserade småsparare, är steget långt till att en handel ska ske i några större volymer. Ett ökat innehav i högavkastande företagsobligationer av några institutionella investerare kan leda till att fler stora investerare följer i samma fotspår. Vilket i sin tur leder till att fler emissioner kan genomföras och en större marknad med fler instrument växer fram. Fler emitterade obligationer ger ett förtroende för branschen och det innebär även fler instrument för investerare att analysera. På sikt leder det även till möjligheter för mindre investerare att ge sig in på marknaden.

De närmaste åren är förmodligen inte svenska högavkastande företagsobligationer en vanligt förekommande sparform hos småsparare i direkt form. Till viss del kan sparandet öka redan de närmaste åren för småsparare, indirekt via pensionsfonder och försäkringsbolag. Innehaven hos institutionella investerare generellt tros öka något.

För att högavkastande företagsobligationer ska bli en framtida sparform i allmän mening i Sverige krävs många fler emitterade högavkastande företagsobligationer, vilket kommer att ta tid. Ett, eller



gärna flera index för högavkastande företagsobligationer skulle ge marknaden förtroende och underlätta för investerare att analysera och utvärdera olika placeringsalternativ. Det är också viktigt med väl fungerande, reglerade, likvida och transparenta marknadsplatser där handeln kan ske i mindre handelsposter än idag. En stark tradition av sparande nästan uteslutande i aktier och bankränta hos svenska småsparare måste också brytas. Detta sker givetvis lättast om aktiemarknaden fortsätter att vara volatil och fortsätter att avkasta dåligt.

## 7. Förslag till framtida forskning

- En kvantitativ analys med hjälp av företagsobligationer, där en hypotes testas med CAMP<sup>29</sup>. Anta en förenklad, men generellt sett ganska bra beskrivning av svenska sparares placeringsalternativ som aktier (lämpligt aktieindex) och banksparande (riskfri ränta). Beräkna den effektiva fronten och sharpkvoten med hjälp av CAMP. Tillför sedan möjligheten att placera även i företagsobligationer (testa några olika lämpliga företagsobligationsindex). Beräkna den nya effektiva fronten och en ny sharpkvot och analysera eventuell förskjutning av den effektiva fronten och förändring i sharpkvot.
- Nordeas räntebevis, en intressant och ny marknad med förankring i svenska företagsobligationer. Räntebevisen är beskrivna lite noggrannare i kapitel 4.6.1 Antalet räntebevis är i dagsläget mycket få och historiken bara några månader, men området är intressant för att kunna uppskatta intresset på marknaden från investerare. Posterna som handlas med är små och en analys av denna handel och denna marknads utveckling närmsta tiden borde kunna svara på frågan om svenska placerare och framför allt svenska småsparare är intresserade och redo för en automatiserad räntehandel. En studie på de finansiella instrumenten i sig och även för att ge en indikation om intresset för börshandlade ränteprodukter
- Kvantitativ analys av historisk data, genom ”kreditswappar”, Credit Default Swaps (CDS:er) En kreditswap är ett finansiellt kontrakt mellan två parter om att överföra en viss del av kreditrisken i ett bolag mellan två parter, där det underliggande finansiella instrumentet är en obligation. Till en början köpte verkliga obligationsägare försäkringar genom dessa instrument vid behov, numera är det mer en spekulativ marknad där dessa instrument byter ägare. Marknaden för CDS:er i Europa är mycket likvid och transparent. Statistikbolaget Markit.com som tillhandahåller finansiell data, har flera intressanta index för CDS:er inom olika geografiska regioner. Bland annat Markit Itraxx familjen av index och Markit CDX familjen. Hur väl dessa CDS:er korrelerar med företagsobligationsmarknaden är inte undersökt, men marknadsförhållanden är gynnsamma och data finns att tillgå. Pris inte undersökt.

---

<sup>29</sup> CAPM, eller capital asset pricing model, är en finansiell prissättningsmodell för olika tillgångar, introducerades av William Sharpe (1964), Jack Treynor (1962), John Lintner (1965) och Jan Mossin (1966). Källa: Journal of Economic Perspectives—Volume 18, Number 3—Summer 2004—Pages 3–24

## 8. Bilagor

### 8.1 Respondenter – beskrivning

**Emittent 1** - Är ett stort svenskt verkstadsföretag med god kunskap och lång historik av emissioner. Emissionsbeloppen är stora och bolaget har Investment Grade rating.

**Emittent 2** – Är ett stort svenskt företag med lång erfarenhet av obligationslån.

**Emittent 3** – Är ett mindre spekulativt företag inom gruvindustrin som har en kortare erfarenhet av högavkastande obligationslån.

**Emittent 4** – Är ett medelstort svenskt bolag med inriktning på Olja och Gas som har god erfarenhet av högavkastande företagsobligationslån

---

**Intermediär 1** – Är ett mindre mäklarhus i Sverige som har hand om obligationslån i storleksordningen 200 miljoner till 1000 miljoner SEK.

---

**Investerare 1** – Är en mindre investerare som sysslar med alternative placeringar och en del av inriktningen är högavkastande företagsobligationer

**Investerare 2** – Är en mindre aktör med huvudsaklig inriktning högavkastande företagsobligationer.

**Investerare 3** – En stor investerare på den Europeiska marknaden för Investment Grade obligationer.

---

**Övrig aktör 1** – En representant för en ny aktör på den svenska marknaden som varken är emittent, investerare eller intermediär.

**Övrig aktör 2** – Juridisk expert på området lånedokumentation för obligationer

**Övrig aktör 3** – Representant för en marknadsplats för aktier och obligationer

**Övrig aktör 4** – En representant för en ny aktör på den svenska marknaden som varken är emittent, investerare eller intermediär.

**Övrig aktör 5** – Akademiker med forskningsbakgrund på området företagsobligationer

**Övrig aktör 6** – Representant för ett statligt verk i Sverige som har inblick i och kunskap om obligationsmarknaden

## 8.2 Figurförteckning

Figur 1: Aktieavkastning i Sverige

Figur 2, Organisationsstruktur Good Cause stiftelsen

Figur 3: Ett företags kapitalstruktur

Figur 4, Obligation femåring

Figur 5: Svenska Emittenter på obligationsmarknaden

Figur 6: Investerare på svenska marknaden

Figur 7: Kreditratingskala

Figur 8: Huvudaktörerna på den svenska obligationsmarknaden

Figur 9: Företagens Lånefinansiering

Figur 10: Räntebevis

Figur 11: Prissättningen av en obligation

Figur 12: Aktieindex mot företagsobligationsindex i USA

Figur 13: Aktieindex mot företagsobligationsindex i Europa

Figur 14: Aktieindex mot företagsobligationsindex i Världen

Figur 15: Yttre påverkan och konsekvenser av påverkan av marknadsaktörerna

## Referenser och källor

### Litteratur

Stefan Ahlskog och Sofia Forsberg (2012). "Kapitalstruktur -Förklarande faktorer för variationen i svenska företags skuldsättning." [Online] Tillgänglig online på:

<http://www.uppsatser.se/uppsats/e1907e41e6/>

[Senast besökt 18 maj 2012]

David Andersson och Claes Larsson (2005). "Den svenska företagsobligationsmarknaden"

[Online] Tillgänglig online på: <http://liu.diva-portal.org/smash/get/diva2:20459/FULLTEXT01>

[Senast besökt 18 maj 2012]

Daniel Barr (2011). "Den svenska företagsobligationsmarknaden -En förstudie" Pappersform, på uppdrag av Svenskt Näringsliv.

Carl Boisen och Sofia Karlsson (2003). "Den svenska marknaden för företagsobligationer"

[Online] Tillgänglig online på: <http://liu.diva-portal.org/smash/get/diva2:18848/FULLTEXT01>

[Senast besökt 18 maj 2012]

Lina Elfridsson och Ida Eliasson (2007). "Effektivitet på marknaden -En studie av den svenska aktiemarknadens effektivitet vid publicering av kvartalsrapporter." [Online] Tillgänglig online på: \_

<http://uu.diva-portal.org/smash/get/diva2:130958/FULLTEXT01> [Senast besökt 18 maj 2012]

Karin Forsberg (2010). "Vikten av kapitalet : en studie om Basel II & III:s effekter på svenska bankers risktagande och arbete med prissättning av företagskrediter", [Online] Tillgänglig online på: <http://www.uppsatser.se/uppsats/6fc5c5f7f3/> [Senast besökt 18 maj 2012]

Eugene F. Fama (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" *Journal of finance*. Volym 25. pp 383 – 417 [Online] Tillgänglig online på:

<http://www.jstor.org.focus.lib.kth.se/stable/2325486?seq=2> [Senast besökt 23 maj 2012]

Gudrun Gunnarsdottir och Sofia Lindh (2011). "Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering." [Online] Tillgänglig online på:

[http://www.riksbank.se/upload/Rapporter/2011/POV\\_2/pov\\_2011\\_2\\_Gunnarsdottir\\_Lindh.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Rapporter/2011/POV_2/pov_2011_2_Gunnarsdottir_Lindh.pdf)

[Senast besökt 18 maj 2012]

Heléne Höglund och Mikael Lindbäck (2010). "Solvens 2 och dess påverkan på den svenska försäkringsmarknaden." [Online] Tillgänglig online på:

[http://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/21770/1/gupea\\_2077\\_21770\\_1.pdf](http://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/21770/1/gupea_2077_21770_1.pdf) [Senast besökt 18 maj

2012]

Lars Nyberg, Vice Riksbankschef (2010). "Varför saknar Sverige en aktiv obligationsmarknad?" [Online] Tillgänglig online på:

<http://www.iva.se/PageFiles/12564/Varf%C3%B6r%20saknar%20Sverige%20en%20aktiv%20obligations-marknad.pdf> [Senast besökt 18 maj 2012]

Kristoffer Straume, Erik Wetter (2012). "Varför emitterar inte fler svenska företag högvakastande obligationer?" [Online] Tillgänglig online på: [http://kth.diva-](http://kth.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:502539)

[portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:502539](http://kth.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:502539) [Senast besökt 18 maj 2012]

Lena Strömberg 2011. "Den svenska finansmarknaden 2011", [Online] Tillgänglig online på: [http://www.riksbank.se/upload/Rapporter/2011/SVFM/finansmarknaden\\_2011\\_sv.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Rapporter/2011/SVFM/finansmarknaden_2011_sv.pdf) [Senast besökt 18 maj 2012]

## **Böcker**

Dwight B. Crane, et. al (2012). "The Global Financial Markets: A Functional Perspective" Harvard Business School 1995, p. 3-5

Pontus Kågerman, et al (2008). "Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden"

David G. Luenberger (1998). "Investment Science", s. 52

## **Internetkällor**

Ackordcentralen nyheter Nr 1 (2012)

[http://ackordcentralen.se/sites/default/files/pdf/low\\_ac\\_tidning\\_nr1\\_2012\\_200x270\\_mm.pdf](http://ackordcentralen.se/sites/default/files/pdf/low_ac_tidning_nr1_2012_200x270_mm.pdf)

"Aktietorget ska starta obligationshandel" (2012), [Online] Tillgänglig online på: [http://mobil.realtid.se/artikel/?p=20120216142618\\_Realtid704.dbp](http://mobil.realtid.se/artikel/?p=20120216142618_Realtid704.dbp) [Senast besökt 18 maj 2012]

Bloomberg News (2012). "Swedish Government ready to aid corporate bond market drive", [Online] Tillgänglig online på: <http://www.bloomberg.com/news/2012-02-23/swedish-government-ready-to-aid-corporate-bond-market-drive.html> [Senast besökt 18 maj 2012]

Norsk Tillitsman bolagsinformation (2012).[Online] Tillgänglig online på: [http://www.trustee.no/om\\_oss/selskapsinformasjon/](http://www.trustee.no/om_oss/selskapsinformasjon/)[Senast besökt 18 maj 2012].

## **Övrigt**

"Guidelines and Specification for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX Credit SEK Indexes, version as of March 28<sup>th</sup>, 2011" [Online] Tillgänglig online på: [http://nasdaqomxnordic.com/digitalAssets/73/73639\\_nasdaq\\_omx\\_credit\\_sek\\_index\\_methodology\\_20110328.pdf](http://nasdaqomxnordic.com/digitalAssets/73/73639_nasdaq_omx_credit_sek_index_methodology_20110328.pdf) [Senast besökt 18 maj 2012]

Morningstar Rating och MRAR definition (2012), [Online] Tillgänglig online på: <http://morningstar.se/Article.aspx?title=rating> [Senast besökt 18 maj 2012]

Nordea, exempel Kreditbevis (nr 1) Europa High Yield (2012), [Online] Tillgänglig online på: (<http://www.nordea.se/Privat/Spara+och+placera/Strukturerade+placeringar/Kreditbevis+nr+1+Europa+High+Yield/1546872.html> ) [Senast besökt 18 maj 2012]