


# **Den svenska företagsobligationsmarknaden**

- *En studie av dess strukturella förutsättningar och  
utvecklingspotential*

**David Andersson & Claes Larsson**

Ekonomiska Institutionen  
Ekonomprogrammet  
Magisteruppsats  
Handledare: Göran Hägg  
ISRN: LIU-EKI/EP-D--05/044--SE



<b>Framlägningsdatum</b> 2005-06-05  <b>Publiceringsdatum (elektronisk version)</b>	<b>Institution och avdelning</b> Ekonomiska Institutionen 581 83 Linköping	 <b>Linköpings universitet</b>
--	--	--


<b>Språk</b>  x Svenska Annat (ange nedan)  _____	<b>Rapporttyp</b>  Licentiatavhandling Examensarbete C-uppsats x D-uppsats Övrig rapport  _____	<b>ISBN:</b>  <b>ISRN:</b> LIU-EKI/EP-D--05/044--SE  <b>Serietitel</b>  <b>Serienummer/ISSN</b>
--	---	---

<b>URL för elektronisk version</b>
------------------------------------

<b>Titel:</b> Den svenska företagsobligationsmarknaden – En studie av dess strukturella förutsättningar och utvecklingspotential <b>Författare:</b> David Andersson & Claes Larsson
---

<p><b>Sammanfattning</b></p> <p><b>Bakgrund:</b> Traditionellt sett har det svenska sparandet i företagsobligationer varit lågt. På grund av löpande budgetunderskott och en stor statsskuld har statlig upplåning dominerat den svenska obligationsmarknaden i många år. På senare tid har det dock skett en förändring, i takt med ökade budgetöverskott och en reducering av statsskulden har den svenska statens lånebehov minskat. Detta i kombination med fallande marknadsräntor och en låg realränta har bidragit till ett växande intresse för företagsobligationer. Det finns endast ett fåtal tidigare studier av den svenska företagsobligationsmarknaden och inte en enda av dem berör och ifrågasätter rådande marknadsstruktur, en telefonbaserad mäklarmarknad, i någon större omfattning.</p> <p><b>Syfte:</b> Syftet med uppsatsen är att undersöka varför den svenska företagsobligationsmarknaden inte har utvecklats till en fungerande elektronisk auktionsmarknad i likhet med aktiemarknaden och dessutom undersöka vad som skulle krävas för att en sådan marknad skulle kunna uppstå.</p> <p><b>Avgränsningar:</b> Studien fokuserar på marknaden för svenska företagsobligationer i Sverige. Begreppet företagsobligation syftar till alla obligationer utställda av icke finansiella bolag och som dessutom är noterade i SEK. Obligationer som är utställda av svenska bolag men i en annan valuta än SEK omfattas alltså inte av studien. Vi avgränsar oss även bort ifrån makroekonomiska faktorer, då deras inverkan på företagsobligationsmarknaden redan är undersökt. Vidare bortser vi även ifrån eventuell konkurrens från alternativa finansierings- och investeringskällor samt internationella marknader.</p> <p><b>Genomförande:</b> Studien är genomförd med hjälp av nio intervjuer som tillsammans med annat material, litteratur och utredningar, har analyserats med hjälp av olika teorier då främst transaktionskostandsteori.</p> <p><b>Resultat:</b> Skälet till avsaknad av elektronisk automatiserad handel är informationsasymmetrier. För att en fungerande elektronisk auktionsmarknad skall kunna uppstå krävs en högre nivå av informationstransparens än vad som är rådande på dagens företagsobligationsmarknad. För att öka denna, och därigenom möjliggöra elektronisk auktionshandel, krävs bättre informationssystem och en ökad standardisering av instrumentet i sig.</p>
--

<b>Nyckelord:</b> Göran Hägg, Företagsobligationer, Transaktionskostnader, Intermediärer, Företagsobligationsmarknaden
--

<b>Defence date</b> 2005-06-05  <b>Publishing date (Electronic version)</b>	<b>Department and Division</b> Department of Management and Economics	 Linköpings universitet
--	--	---

<b>Language</b> English x Swedish Other (specify below) _____	<b>Report category</b> Licentiate thesis Degree thesis Thesis, C-level x Thesis, D-level Other (specify below) _____	<b>ISBN:</b> <b>ISRN:</b> LIU-EKI/EP-D--05/044--SE <b>Title of series</b> <b>Series number/ISSN</b>
---	--	--

<b>URL, Electronic version</b>
--------------------------------

<b>Title:</b> The Swedish corporate bond market – A study of its structure and potential for development <b>Author(s):</b> David Andersson & Claes Larsson
---

<b>Abstract</b> <p><b>Background:</b> Saving in corporate bonds has traditionally been low in Sweden. Due to many years of budget deficits and a large national debt the Swedish bond market has been dominated by government bonds. Although lately some change can be seen, as the Swedish government have improved its finances the need for lending money has decreased. This in combination with falling levels of interest and a low real interest has rendered in a growing interest for corporate bonds. There are only a few studies of the Swedish corporate bond market and none of them discusses or questions the telephone based market structure of today in any depth.</p> <p><b>Purpose:</b> The purpose of this thesis is to investigate why the Swedish corporate bond market has not evolved into a functioning electronic auction based market such as the stock market and also research what might be needed for such a change to occur.</p> <p><b>Delimitations:</b> The study focuses on the Swedish corporate bond market. By corporate bond all bonds issued by non financial companies in SEK is meant. Bonds issued by Swedish companies but in other currencies than SEK is hence not included in this study. The delimitations also include macroeconomic factors since these effects already have been studied in earlier research. Finally this study also disregards any effects that competing sources of finance and channels of investment might have.</p> <p><b>Method:</b> The study is based on nine interviews that together with other material, literature and previous research has been analysed using mainly transaction cost theories.</p> <p><b>Results:</b> This study has found that the lack of change in the Swedish corporate bond market can be explained by information asymmetries. A functioning electronic corporate bond market needs a higher level of transparency of information than is the case in Sweden today. To increase this, and hence open up for an electronic marketplace, a better and more accessible information system combined with a higher level of standardization of the instruments are needed.</p>
---

<b>Keywords:</b> Göran Hägg, Corporate bonds, Transaction costs, Intermediaries, Corporate bond market
--





# Innehåll

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	3
1.3 SYFTE.....	5
1.4 FRÅGESTÄLLNINGAR.....	5
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	6
1.6 MÅLGRUPP.....	7
1.7 DISPOSITION.....	8
<b>2. METOD - EN INTERVJUBASERAD KVALITATIV STUDIE</b> .....	<b>10</b>
2.1 VETENSKAPLIGT ARBETE.....	10
2.2 EN KVALITATIV STUDIE.....	11
2.3 EPISTEMOLOGI.....	11
2.4 SLUTLEDNINGSMETODIK.....	12
2.5 GENOMFÖRANDE AV STUDIEN.....	13
2.5.1 Primärdata.....	13
2.5.2 Sekundärdata.....	18
2.6 UPPSATSENS KVALITET.....	18
2.6.1 Konstruktionsvaliditet.....	18
2.6.2 Inre validitet.....	19
2.6.3 Yttre validitet.....	20
2.6.4 Reliabilitet.....	20
<b>3. EN EFFEKTIV FINANSIELL MARKNAD – TEORETISK PERSPEKTIV</b> .....	<b>22</b>
3.1 MARKNADSEFFEKTIVITET.....	22
3.1.1 Informationseffektivitet.....	22
3.1.2 Allokeringseffektivitet.....	24
3.1.3 Systemeffektivitet.....	24
3.1.4 Likviditet.....	25
3.2 FINANSIELLA MARKNADER OCH HANDELSSYSTEM.....	26
3.2.1 Primärmarknaden.....	26
3.2.2 Sekundärmarknaden.....	27
3.2.3 Forward- och future-marknaden.....	32
3.3 FAKTORER SOM STYR EN MARKNADS STRUKTUR.....	32

3.3.1	<i>Transaktionskostnaders påverkan på marknadsstruktur</i>	33
3.3.2	<i>Instrumentets påverkan på marknadsstruktur</i>	40
3.3.3	<i>Aktörers beteende och egenintresse</i>	41
<b>4.</b>	<b>DEN SVENSKA FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADEN – EN EMPIRISK BESKRIVNING</b>	<b>43</b>
4.1	INLEDNING	43
4.2	FÖRETAGSOBLIGATIONER SOM INSTRUMENT	43
4.3	FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADENS AKTÖRER OCH TRANSAKTIONER	45
4.3.1	<i>Primär och sekundärmarknad</i>	45
4.3.2	EMITTENTER – ICKE FINANSIELLA FÖRETAG	46
4.3.3	<i>Transaktionen mellan Emittent och Bank - Emissionsförfarande</i>	49
4.3.4	<i>Intermediärer – De stora affärs- och investmentbankerna</i>	57
4.3.5	<i>Transaktionen mellan Bank och Investerares</i>	60
4.3.6	<i>Investerares – Stora fonder och försäkringsbolag</i>	66
4.3.7	<i>Återförsäljningsmarknaden</i>	68
4.4	ANDRAHANDSMARKNADEN	69
4.4.1	<i>Sekundärmarknaden</i>	69
4.4.2	<i>Kostnader</i>	70
4.5	DAGENS SITUATION	71
4.5.1	<i>Säljarens marknad</i>	71
4.6	NÄRLIGGANDE MARKNADER	73
4.6.1	<i>CDS-marknaden</i>	73
4.6.2	<i>Eurobond-marknaden</i>	74
4.6.3	<i>Fler valutor</i>	74
4.7	FRAMTIDSUTSIKTER	75
4.7.1	<i>Emot</i>	75
4.7.2	<i>För</i>	77
<b>5.</b>	<b>ANALYS OCH DISKUSSION</b>	<b>79</b>
5.1	DEN SVENSKA FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADENS EFFEKTIVITET	79
5.1.1	<i>Informationseffektivitet</i>	79
5.1.2	<i>Allokeringseffektivitet</i>	82
5.1.3	<i>Systemeffektivitet</i>	84
5.2	INSTRUMENTETS EGENSKAPER	85
5.3	INTERMEDIERING	87
5.3.1	<i>Transaktionskostnader och deras intermediering</i>	87
5.3.2	<i>Transaktionen på marknaden</i>	88



5.4 AKTÖRERS EGENINTRESSE OCH STRATEGISK BETEENDE .....	96
5.4.1 Lönsamhet .....	96
5.4.2 Strategiskt beteende .....	98
5.5 UTVECKLINGSMÖJLIGHETER.....	102
5.5.1 Övergång till automatiserad marknad.....	102
5.5.2 Paralleller till future- och forwardmarknaden .....	104
<b>6. SLUTSATS .....</b>	<b>107</b>
<b>7. REFERENSER.....</b>	<b>111</b>
7.1 TRYCKTA KÄLLOR: .....	111
7.2 METODKÄLLOR .....	114
7.3 MUNTliga KÄLLOR .....	115
<b>APPENDIX A1 – INTERVJUSAMMANFATTNINGAR .....</b>	<b>117</b>
EMITTENTER.....	117
Intervju med Anna Styrud, Vasakronan, 05-03-30.....	117
Intervju med Anders Wallin, Scania, 05-04-05.....	121
Intervju med Mats Nyström, AP Fastigheter, 05-03-23 .....	126
BANKER .....	136
Intervju med Johan Wennerholm, SEB 05-04-01 .....	136
Intervju med Mats Garnås och Jan Hernqvist, Handelsbanken, 05-04-25 .....	147
Intervju med Tony Lindlöf, Handelsbanken, 05-03-22 .....	157
Intervju med Ulf Stejmar, Nordea, 05-04-22 .....	168
INVESTERARE .....	177
Intervju med Monica Andersson, Östgöta Brandstodsbolag, 05-03-23 .....	177
Intervju med Samuel Rundle, 4:e AP-fonden, 05-04-05.....	184
<b>APPENDIX A2 - INTERVJUGUIDER.....</b>	<b>192</b>
MOT EMITTENTER .....	192
Syfte.....	192
Frågor.....	192
MOT EN BANKS EMITTENTKONTAKTER.....	196
Syfte.....	196
Frågor.....	196
MOT EN BANKS INVESTERARKONTAKTER .....	199
Syfte.....	199
Frågor.....	199

MOT INVESTERARE .....	202
<i>Syfte</i> .....	202
<i>Frågor</i> .....	203

## **Figurer**

Figur 1: Disposition.....	8
Figur 2: Svenska företags upplåning i Obligationer och Certifikat i miljarder SEK.....	47

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Det ligger i varje samhälles intresse att på bästa sätt sörja för dess invånares välbefinnande. För att på sikt kunna förbättra och förhöja den nytta dessa individer upplever är det avgörande att på bästa sätt allokera de knappa resurser som varje samhälle förfogar över. Utvecklingen av fungerande marknader och institutioner är en fundamental del i ett samhälles förmåga att allokera resurser och vidareutvecklas. North (1993) menar att detta är något som följt med människan och dess samhällen mycket länge:

“The complexity of the environment increased as human beings became increasingly interdependent, and more complex institutional structures were necessary to capture the potential gains from trade.”

(North, 1993, s.4)

I Sverige har den här utvecklingen nått förhållandevis långt, i synnerhet på de finansiella marknaderna. Vårt finansiella system har i huvudsak tre uppgifter: Att omvandla sparande till finansiering, att hantera risk och att tillhandahålla effektiva betalningsmöjligheter. (Sveriges Riksbank, 2004)

För att alla de intressen och aktörer som existerar på den finansiella marknaden ska kunna mötas på ett effektivt sätt krävs ofta en specialiserad mellanhand, en så kallad finansiell intermediär. En sådan intermediär kan

förbättra effektiviteten i systemet både genom stordriftsfördelar och genom att lösa problem med asymmetrisk information<sup>1</sup> (Sveriges Riksbank, 2004, s.5)

Det är dock inte alltid optimalt att sköta förmedling av finansieringstjänster via intermediärer. Om tjänsten kan göras om till ett standardiserat finansiellt kontrakt finns förutsättningar att nå en ännu högre effektivitet. Att ha en organiserad handel med aktiva aktörer som följer och prissätter produkten gör det möjligt att ytterligare minska transaktionskostnaderna<sup>2</sup>. Samtidigt minskar placerarnas risk genom att den kontinuerliga handeln gör det lättare att ta sig ur en position. Även om handel på en organiserad marknad generellt ses som mer effektiv är det få marknader som klarar sig utan någon form av intermediärer. De två bör snarare ses som komplement till varandra. (Sveriges Riksbank, 2004, s.5)

När det gäller företagsobligationer så har de på grund av stats- och bostadsobligationers dominans traditionellt kommit något i skymundan (Asgemyr et al, 2000). De tidigare kraftiga budgetunderskotten och den stora statsskulden ledde till att statsobligationer länge har utgjort nästan hela den svenska obligationsmarknaden. Dock har ökade budgetöverskott och en minskad statsskuld reducerat mängden statsobligationer på marknaden de senaste åren. Detta i kombination med fallande räntor och ett lågt realränteläge har öppnat upp för ett ökat intresse för företagsobligationsmarknaden. (Niemeyer, 2000)

---

<sup>1</sup> För en utförligare diskussion kring konceptet och problem kring asymmetrisk information se 3.3.1

<sup>2</sup> För en beskrivning av transaktionskostnader som begrepp se 3.3.1

Det sker idag en omvälvande förändring i hur finansiella värdepapper handlas, så väl här i Sverige som i Europa. Invanda begrepp, strukturer och institutioner ifrågasätts i takt med att börssamarbeten, elektronisk handel och en hårdnande konkurrens gör intåg. (Niemeyer, 2000) Trots det finns det idag relativt litet skrivet om den svenska företagsobligationsmarknaden. Boisen *et al* undersökte 2003 olika förklaringsfaktorer till den svenska företagsobligationsmarknadens utveckling och kom fram till att vid sidan av ett antal makrofaktorer<sup>3</sup> så kan marknadens utveckling förklaras av existensen av emissionsinstitut och den nära relation som finns mellan bank och företag. Utöver detta diskuteras den svenska företagsobligationsmarknaden kortfattat av även Niemeyer (2000) och Asgemyr *et al* (2000). Ingen av dessa tar dock upp strukturen på marknaden mer ingående. I synnerhet med avseende på transaktionskostnader och de finansiella intermediärer<sup>4</sup> som idag agerar på marknaden.

## 1.2 Problemdiskussion

Att Svenska företag använder obligationer som ett komplement och substitut till upplåning i bank är ingen ny företeelse. Det har försiggått under många år. Trots att det var nästan 15 år sedan Sverige fick sin första automatiserade börs för företagsobligationer är handeln ännu idag dominerad av en icke centraliserad<sup>5</sup> telefonmarknad. Det finns exempel på andra typer av marknader som har nått längre i sitt utvecklingsarbete. Till exempel den

---

<sup>3</sup> Så som god konjunkturutveckling, prisstabilitet, sjunkande räntor och tradition.

<sup>4</sup> Finansiella aktörer som antingen agerar mellanhand på en värdepappersmarknad eller som skapar egna finansiella produkter och marknader (Daltung, 1999).

<sup>5</sup> För en närmare diskussion kring marknadsformer se 3.2

svenska aktiemarknaden har med framgång lyckats införa en automatiserad börshandel (Asgemyr *et al*, 2000). Huruvida den svenska företagsobligationsmarknaden har potential att utvecklas längre är idag oklart. Det finns rimligtvis en rad aktörer som har intresse i att en utveckling av företagsobligationsmarknaden sker. Samtidigt som det kan tänkas finnas aktörer som hellre skulle se en konsolidering av dagens struktur. Detta är enligt vår uppfattning en mångfacetterad fråga. Av vilka några aspekter redan har undersökts<sup>6</sup>. Det finns dock ett flertal infallsvinklar som tidigare studier inte berört. För det första är det tänkbart att den till synes stagnerade situationen på marknaden i mångt och mycket går att förklara med de egenskaper som företagsobligationer som instrument innehar. Inte alla typer av instrument lämpar sig för alla marknadsformer (Niemeyer, 2000).

En andra aspekt som sannolikt kan vara central för utvecklingsnivån på marknaden är den effekt som transaktionskostnader och informationsasymmetrier har på vilka organisationer som uppstår på en marknad. Det är tänkbart att dagens aktörer på företagsobligationsmarknaden har formats av de rådande transaktionskostnaderna och fyller funktioner som inte på ett bra sätt kan ersättas av ett annat och mer automatiserat handelssystem. (Ashadi och Karels, 1997)

En tredje aspekt som kan spela en viktig roll för varför marknaden ser ut som den gör är beteendet hos de aktörer som är aktiva på marknaden. Det är tänkbart att organisationer som på ett eller annat sätt formats av marknaden i

---

<sup>6</sup> Se främst Boisen och Karlsson (2003).

sin tur söker påverka marknadens struktur i syfte att tillskansa sig fördelar (North, 1994:B). Detta av oss kallade ”strategiska beteende” kan tänkas vara en viktig orsak till att den svenska företagsobligationsmarknaden uppvisar svårigheter att utvecklas till mer automatiserad auktionsmarknad.

På grund av den hittills knapphändiga empiri kring strukturen på företagsobligationsmarknaden ser vi det som nödvändigt att inledningsvis genomföra intervjubaserad utredning kring dessa strukturer, transaktioner och aktörer.

### **1.3 Syfte**

Syftet med uppsatsen är att undersöka varför den svenska företagsobligationsmarknaden inte har utvecklats till en fungerande elektronisk auktionsmarknad i likhet med aktiemarknaden och dessutom undersöka vad som skulle krävas för att en sådan marknad skulle kunna uppstå.

### **1.4 Frågeställningar**

För att uppfylla syftet kommer vi arbeta med och besvara följande frågeställningar:

Hur ser dagens svenska företagsobligationsmarknad ut med avseende på effektivitet, aktörer, deras beteende, och transaktioner dem emellan?

Lämpar sig företagsobligationer som instrument för att handlas på en elektronisk auktionsmarknad?

Kan det idag dominerande systemet utan en elektronisk auktionsmarknad förklaras och försvaras med de transaktionskostnader som existerar på företagsobligationsmarknaden?

Kan den uteblivna utvecklingen förklaras av strategiskt beteende hos de idag existerande aktörerna?

Vad krävs för att en utveckling mot en elektronisk auktionsmarknad skulle kunna ske?

## **1.5 Avgränsningar**

Denna undersökning fokuserar på marknaden för företagsobligationer i Sverige. Vi avser alltså att undersöka både primär- och sekundärmarknaden<sup>7</sup>, vilket beror på dessa marknadens ömsesidiga beroende.

I begreppet företagsobligation innefattar vi alla obligationer utställda av icke finansiella företag och utställda i SEK. Vi bortser alltså ifrån obligationer utställda av svenska företag i andra valutor än svenska kronor. Dock är det tänkbart att våra resultat kan vara applicerbara även på den svenska marknaden för obligationer utställda i Euro med tanke på hur snarlikt den fungerar, men det är inte den vi undersöker primärt. Gällande löptid använder vi oss av den vedertagna uppdelningen mellan certifikat, med en löptid på mindre än ett år, och obligation, med en löptid på längre än ett år. Likaså väljer vi bortse ifrån de makroekonomiska faktorer som påverkar

---

<sup>7</sup> För definition och förklaring på dessa begrepp se 3.2.1 och 3.2.2.



utvecklingen på företagsobligationsmarknaden, främst på grund av att det är undersökt i tidigare studier<sup>8</sup>. Vi bortser även ifrån eventuell konkurrens ifrån alternativa finansierings- och investeringskällor samt internationella marknader.

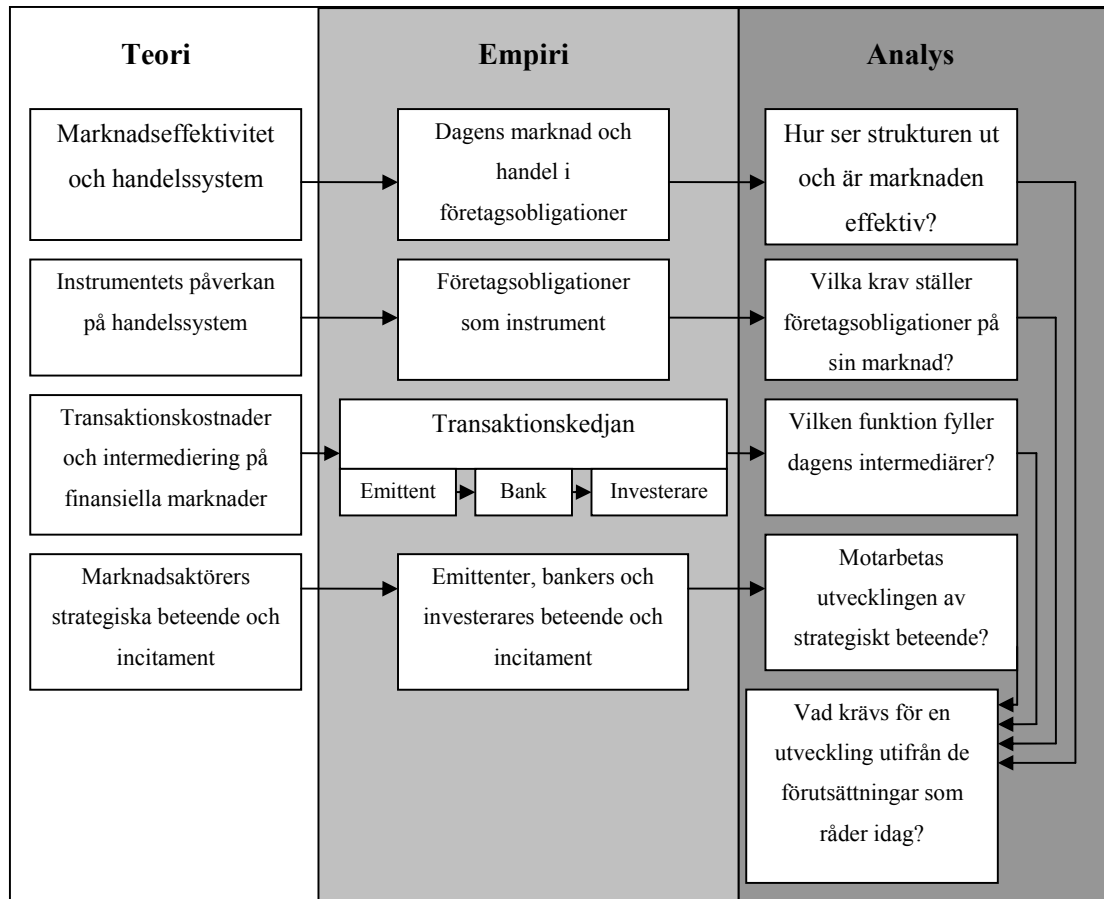
## **1.6 Målgrupp**

Den här uppsatsen riktar sig till personer med grundläggande kunskap inom ämnena nationalekonomi, finansiell ekonomi och företagsekonomi.

---

<sup>8</sup> Se bland annat Boisen och Karlsson (2003)

## 1.7 Disposition



Figur 1: Disposition

För att uppfylla syftet med uppsatsen är det nödvändigt att inledningsvis genomföra en empirisk intervjubaserad utredning av företagsobligationsmarknaden. Studien genomförs i syfte att kartlägga de strukturer, transaktioner och aktörer som finns på marknaden. Något som kommer att ligga till grund för den vidare analysen. Inledningsvis söker utifrån ett urval av effektivitetsmått<sup>9</sup> fastslå huruvida dagens handelssystem och struktur kan anses vara effektiv. Vidare analyseras de krav företagsobligationer som

<sup>9</sup> Se 3.1 för en presentation och diskussion kring dessa.

instrument ställer på ett handelssystem och huruvida de lämpar sig för en elektronisk auktionsmarknad. Det tredje och mest omfattande steget i uppsatsen bygger på att analysera och diskutera transaktionskedjan<sup>10</sup> med hjälp av teorier kring transaktionskostnaders påverkan på organisationers utformning och intermediering. I detta steg söker vi fastslå vilka funktioner dagens intermediärer fyller på marknaden samt diskutera huruvida det kan tänkas finnas alternativa lösningar för att överbrygga dessa transaktionskostnader. Vidare kommer beteendet hos de idag existerande aktörerna att granskas utifrån teorier kring strategiskt beteende i syfte att utröna huruvida det finns incitament hos en eller flera kategorier av aktörer att ej driva utvecklingen framåt. Utöver det här kommer även en diskussion att föras kring tänkbara åtgärder och tillvägagångssätt för att utifrån dagens situation kunna föra företagsobligationsmarknaden framåt, då främst mot en elektronisk auktionsmarknad.

---

<sup>10</sup> Med detta menar författarna det flöde av obligationer från emittent via en eller flera banker till investerare. Det rör sig här om en rad transaktioner mellan olika aktörer som avslutas med att slutinvesteraren köper och behåller obligationen i fråga.

## **2. Metod - en intervjubaserad kvalitativ studie**

*I detta avsnitt kommer vi att redogöra för vilken metod vi valt vid genomförandet av studien. Vi kommer vidare att motivera och kritisera det valda tillvägagångssättet.*

### **2.1 Vetenskapligt arbete**

Enligt Lundal och Skärvad (1999) är en undersökning vetenskaplig om den är inriktad på att ge teoretiska bidrag samt om den är upplagd och genomförd med vetenskapliga metoder. Enligt Paulsson (1999) bör dessutom syftet med en vetenskaplig undersökning vara att med utgångspunkt i tidigare forskning försöka ge ett kunskapsbidrag. Vår studie syftar inte till att utveckla eller testa en teori, utan till att öka förståelsen och insikten i en idag existerande marknad. Den är ett försök att applicera redan existerande och vedertagen teori på en tidigare utforskad empiri. Det finns enligt vår uppfattning ingen tidigare studie som applicerar teorier kring transaktionskostnader på den svenska företagsobligationsmarknaden, något som vi tror kan bidra till att skapa förståelse för hur marknaden har och kan utvecklas.

Vi upplever att vi har så långt som det kan anses rimligt, och har gagnat uppsatsen, använt oss av vedertagen metodik och vi kommer i de följande styckena att förklara hur vi gått till väga.

## **2.2 En kvalitativ studie**

Det vi avser göra är en kvalitativ studie där olika marknadsaktörers intervjuvar tillsammans med utvald litteratur bildar ett empirifundament som sedan analyseras utifrån utvalda teorier. Enligt Bryman (2002) finns det vid kvalitativa studier en forskningsstrategi där tonvikten oftare ligger på ord än på kvantifiering och analys av data. Detta är också vår avsikt då vi menar att det är de olika aktörerna och deras attityder som styr hur en marknad är konstruerad och hur den fungerar. Därför vill vi åt just dessa attityder och den kunskap de har om marknaden, det vill säga mjuk och kvalitativ data.

## **2.3 Epistemologi**

Kvalitativ metodteori är inriktad på tolkning och förståelse. Den har hermeneutisk vetenskapsteori som grund och handlar om hur förståelse kan nås kring hur människor upplever sig själva och sin situation. (Lundal och Skärvad, 1999) Det vanliga är att kvalitativa studier har en hermeneutisk ansats vilket stämmer väl med hur vi har valt att se på företagsobligationsmarknaden. Det finns ett antal aktörer som agerar på marknaden och vi vill veta hur de ser på sig själva i förhållande till konkurrenter, övriga deltagare och marknadens struktur.

Något som vi beaktat och som också är viktigt inom Hermeneutiken är den förförståelse vi besatt innan vi började med uppsatsen (Thurén, 2002). Vi hade en uppfattning om varför företagsobligationsmarknaden såg ut som den gjorde, något som vi – för att få en så objektivbild som möjligt - sökt att bortse ifrån under genomförandet av studien. Det är alltså inte självklart att en frågställare, sammanfattare och skribent inte lägger in något av den

uppfattning den själv har under arbetets gång. Två metoder har valts för att hantera denna problematik:

Vi har valt att låta vårt syfte och våra forskningsfrågor styra de frågor vi ställt samtidigt som vi höll dem värderingsfria för inte styra respondenten. Ambitionen var att intervjufrågorna skulle vara fristående från de förväntningar vi själva hade kring ämnet.

Utöver det lät vi medvetet frågorna vara öppna. Detta för att inte riskera att ställa för riktade eller specificerade frågor och därmed löpa risken att få ett svar som inte helt överensstämmer med verkligheten. Vi upplever även att det här angreppssättet har gett oss möjlighet att under uppsatsens gång bredda och utveckla vår syn på marknaden utanför vad som annars skulle ha varit möjligt. Arbetet med intervjuerna utvecklas mer senare i kapitlet.

Förförståelse kan också vara något positivt. Vi menar att den förförståelse vi hade innan arbetet med uppsatsen gjorde att vi visste vart vi skulle leta efter information. Dessutom ökade vår förförståelse löpande under uppsatsarbetet. I och med varje ny intervju ökar förförståelsen och vi får ökade erfarenheter som vi kan dra nytta av vid nästkommande intervju. Den här typen av växelspel mellan erfarenhet och förförståelse kallas ”hermeneutisk cirkel” (Thurén, 2002).

## **2.4 Slutledningsmetodik**

Det finns två olika metoder att dra slutsatser; induktion och deduktion (Thurén, 2002). Enligt Bryman (2002) representerar deduktiv teori inom

samhällsvetenskap den vanligaste uppfattningen om förhållandet mellan teori och praktik. Vilket också är det slutledningsredskap som vi använder i arbetet med uppsatsen. Vi har valt ett antal teorier som vi sedan applicerar (testar) på verkligheten via den empiri vi samlat ihop. Denna arbetsprocess ska sedan mynna ut i en relevant slutsats om varför det undersökta fenomenet ser ut som det gör. Detta är en process som har fortgått under arbetet med studien. Inledningsvis hade vi inte tillräcklig insikt i hur marknaden fungerare för att kunna göra ett exakt urval av vilka teorier som passar bäst att använda. Allt efter som vår förståelse för marknaden har ökat har vi också återvänt till vår teoretiska referensram för att bredda och förfina de teorier vi ämnar använda i vår analys.

## **2.5 Genomförande av studien**

För att skapa väl underbyggda teori- och empirikapitel har vi använt oss av både sekundär- och primärdata. Kombinationen av intervjuer och tidigare studier gör att vi kompletterar egna observationer med andras och på så sätt skapas mer heltäckande bild av företagsobligationsmarknaden.

### **2.5.1 Primärdata**

#### **Intervjuerna**

”En professionellt genomförd intervju skall möjliggöra resultat som är tillräckligt tillförlitliga och giltiga för att vara nyttiga och användbara för andra och kunna komma andra till del.”

(Lantz, 1993, s.13)

Beroende på vad syftet med en intervju är bör graden av standardisering anpassas därefter. Vid hög grad av standardisering är ordningsföljden på frågorna och deras utformning fastställd på förhand. Om syftet är att inhämta data för kvantitativ bedömning lämpar sig standardiserade intervjuer bra. Ostandardiserade intervjuer däremot, där ordningsföljden och frågornas utformning är mera fria, lämpar sig för inhämtning av mjuka data som till exempel folks bedömning av olika företeelser. (Lundal och Skärvad, 1999)

Vi har valt att göra semistandardiserade intervjuer. Vilket i vårt fall innebär att vi har en intervjuguide med standardiserade frågor för varje typ av respondent, men vi tillåter oss att fråga den under intervjun för att möjliggöra en mer öppen dialog. Fördelen är att intervjuerna blir mer jämförbara än vid helt ostandardiserade intervjuer, samtidigt som svaren blir mer omfattande än om de vore helt standardiserade. En del av frågorna ställs till samtliga respondenter, medan en andra del varit mer specifikt anpassad till vilken typ av respondent det rör sig om. Utöver de i förväg fastställda frågorna har vi också använt oss av följdfrågor till respondenterna för att dels undvika eventuella missförstånd och dels för att ha möjlighet att fördjupa och utveckla diskussionen.

Själva intervjufrågorna är framtagna med utgångspunkt ifrån våra forskningsfrågor som har brutits ner till mindre frågor för att passa in bättre i intervjusituationen. Att direkt be respondenten svara på en av våra forskningsfrågor är inte lämpligt då de är för omfattande. Enligt Kvale (1997) kan en intervjufråga bedömas både dynamiskt, att en fråga måste fungera i intervjusituationen, och tematiskt, att frågan måste vara relevant för



forskningsämnet. En avvägning behöver alltså göras, de bästa tematiska frågorna kan inte ställas av dynamiska skäl. Vi kan till exempel inte fråga en bank om den agerar strategiskt och vänta oss ett svar med hög giltighet. Detta problem försöker vi lösa på två sätt. Dels försöker vi ställa frågor som tangerar det ämne vi egentligen är intresserade av och dels så frågar vi respondenterna om varandra. Vi kan till exempel fråga en investerare om de anser att bankerna agerar strategiskt och därigenom få ett relativt giltigt svar. Efter att intervjuerna var genomförda visade det sig dock vid ett flertal tillfällen att respondenterna självmant berättade information som vi ursprungligen trott att de skulle vilja dölja.

En annan aspekt vi beaktat vid intervjuerna är den så kallade intervjuareffekten, en intervju är en social situation där respondent och intervjuare påverkar varandra. Risken är stor att respondenten svarar på ett sätt som intervjuaren upplevs premiera eller att osammanhängande och luddiga svar omedvetet feltolkas av intervjuaren. (Svenning, 1997) Det problemet har vi bemött dels genom att hålla våra följdfrågor så öppna möjligt och dels genom att efter intervjuerna låta respondenterna godkänna intervjusvaren via e-post.

### **Val av respondenter**

Vi har valt respondenter för att försöka täcka in hela den transaktionskedja som finns på företagsobligationsmarknaden. Varje aktör har sannolikt egna intressen av företagsobligationsmarknaden och sin egen uppfattning om hur den fungerar. I vårt fall är detta inte något odelat negativt. Det är för vår analys nödvändigt att inte bara få tag på faktamässiga beskrivningar på hur

marknaden ser ut, utan också få en bild av aktörernas intressen och uppfattningar gällande marknaden.

När det gäller antalet respondenter har vi resonerat i enlighet med Kvaales (1997) något pragmatiska hållning. Han menar att man helt enkelt ska intervjuva så många personer som behövs får att ta reda på vad man vill veta. I vårt fall har vi valt minst två personer från varje del av transaktionskedjan. Genom att intervjuva två personer från varje del undviker vi problemet med att någon som inte är representativ ger en missvisande bild av marknaden, utan den bild vi erhåller blir förhoppningsvis något mer rättvis. Det kan sannolikt vara önskvärt med fler respondenter, i alla fall för att ytterligare öka tillförlitligheten i undersökningen, men på grund av begränsade resurser har vi tvingats göra en avvägning. Att intervjuva minst två respondenter ifrån varje del av transaktionskedjan, och sedan komplettera med respondenter som vi uppfattar som extra viktiga eller insatta upplever vi som ett bra angreppssätt. De respondenter som under intervjuprocessen kunde bidra mest till uppsatsens empiridel visade sig vara bankerna då de sitter mitt i marknaden och har en helhetsbild av hur den fungerar. Därför har totalt fyra intervjuer genomförts med respondenter från bankvärlden, när det gäller emittenter och investerare genomfördes tre respektive två intervjuer.

### **Genomförande**

Alla intervjuer utom en genomfördes över telefon med hjälp av diktafon. Samtliga intervjuer är inspelade på MP3-format och finns att tillgå på cd-skiva, dessutom finns en sammanfattning av varje intervju i appendix A1 till uppsatsen. Varje sammanfattning har av skickats via e-post till respektive

respondent för godkännande. Givet att respondenterna faktiskt läst dem innan accepterade ökar detta tillförlitligheten i intervjuresultaten.

Vid samtliga intervjuer deltog båda författarna till uppsatsen och det fanns en tydlig rollfördelning; den ena hade intervjuguiden framför sig under intervjuerna och kontrollerade att alla frågor i guiden behandlades, den andra intervjuaren bidrog till tydligheten och dynamiken i intervjun genom att ställa relevanta följdfrågor.

Anledning till att telefonintervjuer valdes i så stor omfattning är att merparten av respondenterna finns i Stockholm. Vi sparade alltså både pengar och tid på detta då vi själva är stationerade i Linköping. Här har en avvägning gjorts mellan kvalitén på intervjuerna och den aggregerade generaliserbarheten. Alternativet till telefonintervjuer hade varit att vi genomfört färre intervjuer men då genom besök på respektive respondents arbetsplats. Vi tror i det här fallet att fler intervjuer och därigenom en högre generaliserbarhet är att föredra. En telefonintervju har dock vissa intervjumetodologiska nackdelar jämfört med en personligt genomförd intervju. Exempelvis missar vi kroppsspråket hos respondenten och hur detta eventuellt varierar vid olika teman i intervjun. Vår åsikt är dock att nackdelarna med telefonintervjuer kontra personliga intervjuer i den studie vi genomfört är försumbara. Vi har lyckats skapa en bra och fruktsam dialog med så gott som alla respondenter och det är svårt att se vad en personlig kontakt skulle ha tillfört ytterligare.

När det gäller lejonparten av våra frågor, de som var av mer deskriptiv karaktär, upplever vi att det inte uppstod några större problem med att få svar

med hög tillförlitlighet. Det rörde sig här knappast om information som var känslig för respondenten, vilket gjorde att de kunde ställas rakt ut. Dock visade det sig i vissa fall, främst när det gäller de frågor som ställdes till alla respondenter, att en respondent upplevde att den hade bristande insikt eller erfarenhet om just det området. Något som enligt vår uppfattning påverkar giltigheten negativt. Vi har dock tagit hänsyn till sådana faktorer när vi sammanfattat våra intervjuer genom att låta just dessa intervjusvar väga relativt lätt.

### **2.5.2 Sekundärdata**

I uppsatsen inledning och i den teoretiska referensramen används olika typer av sekundärdata, det handlar om läroböcker, vetenskapliga artiklar och statliga publikationer. Det studien primärt tar avstamp i är generella teorier om finansiella marknader, transaktionskostnadsteorier och forskning med anknytning svenska marknaden. I arbetets empiridel finns också sekundärdata representerad som komplement till intervjuerna.

## **2.6 Uppsatsens kvalitet**

När kvalitén och användbarheten ett vetenskapligt arbete bedöms används bland annat termerna reliabilitet och validitet. I Case Study Research av Yin (1994) förklaras begreppen på ett för vårt arbete passande sätt:

### **2.6.1 Konstruktionsvaliditet**

För att en undersökning ska anses hålla en god kvalitet måste den vara konstruerad på ett träffande sätt. Mäter verkligen studien det den avser att göra? I vårt fall rör det sig om huruvida upplägget på uppsatsen och empiriinsamlingen lämpar sig för att uppfylla syftet. För upprätthålla en hög

konstruktionsvaliditet bör en forskare för det första välja vilka specifika fenomen ska studeras i relation till huvudsyftet med studien, och för det andra visa att de valda måtten av fenomenen faktiskt mäter det de avser att mäta (Yin, 1994).

I vårt syfte stipulerar vi klart vilket fenomen som avses undersökas. Det som är relevant att diskutera är huruvida de måtten vi valt för att studera fenomenet verkligen mäter det vi avser. Vår uppfattning är att det bästa sättet att mäta det fenomen vi valt att studera är att intervjua väl valda nyckelpersoner. Det finns enligt vår mening få tänkbara alternativ till att fråga de människor som på daglig basis och ofta under lång tid har agerat på företagsobligationsmarknaden.

En av metoderna som Yin (1994) nämner för att förbättra konstruktionsvaliditeten är att arbeta med flera typer av källor, vilket vi gjort då vi använder både intervjuer och litteratur i vår empiri. Det skulle förvisso vara till gagn för vår studie att bredda ytterligare med till exempel enkätundersökningar eller kvantitativ dataanalys på obligationskurser. Men på grund av våra begränsade resurser har vi tvingats att prioritera bort dessa metoder. I och med att två typer av källor, intervjuer och tidigare publicerat material används upplever vi ändå att konstruktionsvaliditeten blir tillräckligt hög.

### **2.6.2 Inre validitet**

Huruvida de slutsatser vi kommer fram till är rimliga och om vi beaktat alla alternativa förklaringar är frågor som härrör till den inre validiteten. Vi kan

uppnå en hög nivå om vi i vårt arbete helt och hållet täcker in och förklarar varför det ser ut som det gör på företagsobligationsmarknaden.

Eftersom studien är kvalitativ kan vi inte ta hjälp av regressionsanalys för att kontrollera våra resultat. Vi upplever dock att den sekundärdata vi använt och de intervjuer vi genomfört på ett heltäckande sätt beskriver det vi söker mäta. Vidare menar vi att analysen på bra sätt tar upp de tänkbara förklaringar som finns kring vår problematik och presenterar de resultat vi funnit. Det är sannolikt så att det finns ytterligare faktorer som är av vikt för företagsobligationsmarknadens utveckling, men vi menar att dessa sannolikt inte härrör till den marknadsstruktur som denna studie syftar till att undersöka.

### **2.6.3 Yttre validitet**

Yttre validitet, eller en studies generaliserbarhet, är hög om forskningsresultaten på ett undersökt fenomen går att applicera på ett annat snarlikt fenomen (Yin, 1994). Det fenomen vi undersöker är enligt vår uppfattning mycket kontextbundet. Detta leder till att de förklaringar och slutsatser vi kommer fram till i hög grad endast kommer att vara tillämpliga på den svenska företagsobligationsmarknaden. Den yttre validiteten är alltså låg. Sannolikt finns det paralleller till andra marknader och aspekter som vi belyser här kan också vara intressanta för dessa. Men på grund av att vi i mycket liten utsträckning har fokuserat på sådana paralleller är en sådan generalisering inte möjlig.

### **2.6.4 Reliabilitet**

Reliabiliteten, eller tillförlitligheten, i en studie är hög om samma resultat uppnås upprepade gånger givet att samma metodik används (Yin, 1994). I

stora drag upplever vi att det skulle ske om vår studie upprepades, dock ser vi några svagheter i den metodik vi valt. Det finns risk att en respondent väljer att svara olika på samma fråga vid olika tillfällen, att respondenten upplever att den har något att dölja och därmed far med osanning eller att det sker missuppfattningar mellan oss som undersökare och respondenten. Vi har under arbetets gång varit medvetna om dessa svagheter och har sökt genomföra undersökningen på ett sådant sätt att vi minimerar risken att få problem med reliabiliteten. Det visade sig också att respondenterna beskrev företagsobligationsmarknaden på ett snarlikt sätt vilket innebär att det skulle vid ett annat urval antagligen bli motsvarande resultat. Reliabiliteten är alltså relativt hög.

## **3. En effektiv finansiell marknad – Teoretisk perspektiv**

*För att möjliggöra en vidare förståelse är det nödvändigt att redovisa och förklara de teorier och den tidigare forskning som vår analys tar sitt avstamp ifrån. Inledningsvis kommer en teoretisk diskussion att föras kring marknadseffektivitet. Vidare tar vi upp olika finansiella handelssystem, deras egenskaper och struktur. Slutligen diskuterar vi ur ett teoretiskt perspektiv ett urval av faktorer som påverkar vilken struktur som råder på en marknad.*

### **3.1 Marknadseffektivitet**

Det är svårt att hitta en allmängiltig definition på vad marknadseffektivitet är (Claesson, 1987). Det finns gott om förslag på en hur sådan skulle kunna se ut. Niemeyer (2000) visar på tre olika typer av effektivitet: Informationseffektivitet, Allokeringseffektivitet och Systemeffektivitet. Dessutom menar han att en finansiell marknad bör ha en prisbildning som snabbt återspeglar ny information och uppvisar god likviditet.

#### **3.1.1 Informationseffektivitet**

När det gäller informationseffektivitet så har Famas artikel ifrån 1970 blivit tonsättande. Han menar att den primära rollen hos en kapitalmarknad är att allokera ägandet på det kapital en ekonomi förfogar över. Vilket han menar är möjligt om priserna på marknaden ger korrekta signaler till marknadens



aktörer och priserna inkorporerar all relevant information<sup>11</sup>. Det är därför av vikt att de aktörer på marknaden som är med och sätter priserna har tillgång till denna information. Niemeyer diskuterar kring det är utifrån konceptet genomlysning<sup>12</sup>, något som han definierar som:

”Hur mycket och vilken information som investeraren har om tillgången i fråga, och därmed vilket underlag han har för eventuell handel.” (Niemeyer, 2000, s. 275)

Niemeyer menar vidare att det finns två typer av genomlysning, dels den gällande företagsspecifik information och dels den handelsmässiga. Den senare syftar till vilka aktörer som vill handla, eller har handlat, till vilka priser och i vilka volymer. Feldman och Stephenson diskuterar i sin artikel ifrån 1988 detta, även om de väljer att kalla det transparens<sup>13</sup>. De menar att en transparent marknad karaktäriseras av att alla aktörer lätt har tillgång till relevant information. Medan på en otransparent marknad bildas det fickor av informationsövertag hos vissa större aktörer på grund av att de kan läsa av marknaden utifrån den handel som de själva hjälper till att utföra. Jämfört med en mindre aktör, kan dessa stora handlare skapa sig en bättre känsla för vilket pris som är rätt, och också om hur utvecklingen ter sig framåt.

---

<sup>11</sup> Det är inte relevant för den här studien att djupare gå in på Famas distinktioner mellan olika nivåer på informationseffektivitet.

<sup>12</sup> Vi upplever dock att det är intressant för syftet att diskutera marknaden utifrån genomlysning, trots att det är inte är en vedertagen aspekt för en effektiv marknad.

<sup>13</sup> Vi har själva gjort kopplingen mellan dessa två definitioner.

### **3.1.2 Allokeringseffektivitet**

Allokeringseffektivitet mäter hur effektivt marknaden klarar att fördela kapital och risk, något som har stor betydelse för tillväxt och materiellt välstånd. Tanken är att på en effektiv marknad ska kapital fördelas till den som är beredd att betala högst pris för kapitalet samtidigt som risk ska tas om hand av den som är beredd att göra det billigast. (Niemeyer, 2000)

### **3.1.3 Systemeffektivitet**

Systemeffektivitet har flera dimensioner. Den första bedömer processen ifrån köpbeslut till fullkomligt avvecklad affär, det vill säga när betalning och leverens ägt rum. Det optimala är att detta fungerar riskfritt och utan alltför stora kostnader. Vilket gör att de transaktionskostnader som existerar hamnar i fokus. För att ha en god systemeffektivitet gäller det att clearing- och avvecklingssystemet fungerar effektivt, säkert och smidigt.

När två parter har ämnar genomföra en affär kommer de förutom att behöva kontrollera att de är överens om tillgång och betalning även vidta åtgärder att säkerställa att de verkligen kan genomföra affären. Detta innebär att säljaren ser till att kunna leverera tillgången och köparen säkerställer betalningen. När denna så kallade clearingfas är avslutad är det dags för parterna utväxla tillgång mot likvid och därmed att avveckla affären. Detta sker generellt genom en clearing- och avvecklingsorganisation som sörjer för överföringen av tillgången samtidigt som likviden överförs. (Björklund, 1999)

Det finns en rad risker som är förknippade med clearing och avveckling och det är omfattningen på dessa som är den första aspekten av systemeffektivitet.

Den mest markanta avvecklingsrisken<sup>14</sup> är risken att motparten inte fullföljer sin del av överenskommelsen. Generellt kan sägas att ju högre tidsglapp mellan kontraktspunkt och avvecklingstillfälle, desto större är risken. (Björklund, 1999)

En annan aspekt av systemeffektivitet är hur välintegrerad den aktuella marknaden är med marknader för olika relaterade instrument. Om en affär löper igenom flera olika marknader är det viktigt att dessa har en god integration för att minska risken att överföringen av tillgång och likvid fallerar i något av stegen mellan marknaderna. (Niemeyer, 2000)

### 3.1.4 Likviditet

Harris (1990) menar att likviditet bör delas upp i fyra delar: Omedelbarhet, djup, bredd och återhämtningsförmåga. Med omedelbarhet menas hur lång tid det tar för en aktör från handelsbeslut fram tills slutförd handling. Bredden mäter kostnaden för att köpa den minsta tänkbara mängden på en marknad och omedelbart sälja den, vilket inkluderar kostnaden för köp- och säljspread<sup>15</sup>, courtage och avgifter. Hur djup en marknad är beror på hur stora volymer av en tillgång som kan omsättas utan att påverkan på priset sker, och med återhämtningsförmåga menas hur snabb marknaden är att hitta tillbaka till ett jämviktspris efter en temporär likviditetschock. Niemeyer påpekar även att likviditet kan innebära olika saker för olika typer av aktörer. Till exempel kan köp- och säljspread vara den avgörande faktorn för en liten investerare,

---

<sup>14</sup> Björklund nämner ett flertal andra typer av risker vid clearing och avveckling som även om de kan ses som intressanta ligger utanför omfattningen av vår analys.

<sup>15</sup> Uppmärksamma skillnaden mellan denna spread och kreditspread. När den förstnämnda åsyftas skrivs ”köp- och säljspread, när den senare åsyftas skrivs endast spread alternativt kreditspread.

medan det för en institutionell aktör sannolikt är viktigare hur stora volymer som kan handlas.

## **3.2 Finansiella marknader och handelssystem**

I valet mellan handelssystem är det första naturliga urvalskriteriet priset. I normalfallet kommer dock arbitrage att se till att inga större prisskillnader finns mellan samma tillgång på olika marknader. Transaktionskostnader, skatter och likviditet blir därför de centrala konkurrensmedlen för olika handelssystem. För vissa större transaktioner är det också av intresse att undvika en alltför stor genomlysning. (Niemeyer, 2000)

Koncentration av handel tenderar att blir en självförstärkande process eftersom likviditet söker sig till likviditet. Om en aktör kan välja att handla samma tillgång på två olika marknader kommer de flesta, allt annat lika, att vilja handla på den mest likvida marknaden. Det gör att det finns aspekter av naturligt monopol på en marknadsplats. (Niemeyer, 2000)

### **3.2.1 Primärmarknaden**

När ett instrument emitteras på en primärmarknad saknas en tidigare marknadsnotering vilket leder till osäkerhet kring tillgångens marknadsvärde. Dessutom råder det generellt obalans i information mellan emittent och investerare. På grund av att säljaren har en större mängd information om tillgången är det viktigt att han/hon på ett trovärdigt sätt lyckas övertyga marknaden om att den är rättvist prissatt. Inte sällan behövs en utomstående part med hög trovärdighet vars syfte är att överbrygga denna asymmetriska information. Det finns ofta behov av att göra relativt stora emissioner på primärmarknaden, både vad det gäller kvantitet och antalet kontrakt.

(Niemeyer, 2000) Det finns ofta två olika segment av primärmarknader; gross- och återförsäljarmarknad<sup>16</sup>, där det emitteras till större handlare respektive individuella investerare. (Haugen, 2001)

En emission kan ske på ett flertal sätt. En vanlig metod är att använda någon form av auktionsförfarande där köparna får lämna anbud. Ett annat sätt att emittera på primärmarknaden är att säljaren sätter ett pris som gäller under en viss tid. Detta kan dock få vissa negativa konsekvenser för andrahandsmarknaden i form av att säljaren sätter ett tak för priset vilket försämrar priset som en bärare av information. En tredje metod är att använda sig av så kallade ”private placement”, vilket innebär att komma överens med ett antal aktörer att köpa tillgången i fråga. Något som kan fungera väl men som riskerar att skapa dålig spridning på innehavet och därmed en inaktiv andrahandsmarknad. (Niemeyer, 2000)

### **3.2.2 Sekundärmarknaden**

Varför det är eftersträvansvärt att ha en fungerande andrahandsmarknad kan med hjälp av den finansiella litteraturen motiveras med ett flertal argument: (Kohn, 1994 refererad i Niemeyer, 2000)

Det är en ofta en förutsättning för att en investerare ska vara intresserad av att låna ut pengar genom att köpa en finansiell tillgång att denna går att sälja i framtiden. En existerande andrahandsmarknad fungerar som en form av garant för att detta är möjligt. Det skulle leda till både en sämre primärmarknad och ett högre avkastningskrav i form av likviditetspremie om

---

<sup>16</sup> Fritt översatt ifrån engelskans ”retail market”

en andrahandsmarknad inte fanns. Något som för låntagarna skulle innebära högre kapitalkostnad (Riksbanken, 2004).

En andrahandsmarknad fyller även en funktion av möjliggöra en effektiv hantering av risk. Till exempel möjliggör en väl fungerande derivatmarknad handel i risk och allokerar risken hos den aktör som kräver lägst ersättning. Den ger goda möjligheter att diversifiera samt skapar förutsättningar för en bra riskspridning mellan investerare. (Niemeyer, 2000)

Några andra lite mindre uppenbara skäl för att en fungerande sekundärmarknad är viktig är den roll som priserna har som insamlare, sammanställare och överförare av information. Exempelvis går det för en låntagare att utläsa information kring marknadens uppfattning av sin och andra låntagares verksamhet genom att titta på obligationspriset. (Niemeyer, 2000)

### **Handelssystem på andrahandsmarknader**

En andrahandsmarknad är till sin natur något annorlunda jämfört med primärmarknaden och lämpar sig därmed för andra typer av handelssystem. Till att börja med går det att dela upp andrahandsmarknader i periodiska och kontinuerliga. På en periodisk marknad samlas handeln och därmed likviditeten till vissa specificerade tidpunkter, medan på en kontinuerlig marknad går det att löpande under hela eller delar av dygnet handla tillgången. (Niemeyer, 2000) Det finns flera typer av kontinuerliga marknader: En viktig distinktion är den mellan orderdrivna, så kallade auktionsmarknader, och mäklarmarknader. På den förstnämnda sätts priserna av att olika aktörer anger bindande order som matchas i ett centralt system, idag vanligtvis ett elektroniskt sådant. På grund av att basen i ett orderdrivet

system är själva orderflödet, är det viktigt att det finns tålmodiga aktörer som kan erbjuda likviditet mot ett pris till de aktörer som har behov att förändra sin position. Dessa tålmodiga aktörer kan antingen vara marknadsaktörer som inte har fullt så bråttom, men kan också vara olika typer av ”market makers<sup>17</sup>”. I de fall det rör sig om en elektroniskt orderdriven marknad är det viktigt att det på något vis tillförs likviditet i marknaden genom det ställs ut så kallade limitordrar<sup>18</sup>. Det är också av vikt att marknaden har god genomlysning. Endast genom att sprida information om vad som finns utestående går det skapa nya ordrar och få en likvid marknad. Det är dock vanligt att denna typ av handelssystem har en bredvidmarknad där riktigt stora limitordrar kan ställas. De riktigt stora aktörerna är ofta rädda att ha en markant kurspåverkan genom sina transaktioner och har därför en tendens att sky genomlysning. (Niemeyer, 2000)

Orderdrivna system uppvisar ofta en hög nivå av transparens vilket möjliggör för små aktörer att i större utsträckning kunna agera på marknaden. Något som till stor del beror på att stora aktörer inte kan utnyttja det informationsövertag som deras storlek skulle ge dem på en mindre transparent marknad. (Feldman och Stephenson, 1988)

För mäklarmarknader gäller istället att olika värdepappershandlare ställer köp- och säljkurser. Marknadsaktören kan här inte vända sig till en central marknadsplats utan måste välja en mäklare att vända sig till. Inte sällan finns det market makers på dessa marknader som förbinder sig i kontrakt att

---

<sup>17</sup> Även kallad marknadsgarant.

<sup>18</sup> Vilket innebär en order som inte är en respons på ett redan existerande köp- eller säljbud.

kontinuerligt ställa köp- och säljkurser till en minsta volym och maximal köp- och säljspread. Dock är ofta kurserna indikativa och en aktör måste ta telefonkontakt med en mäklare för att få ett bindande erbjudande. (Niemeyer, 2000)

En av de viktigaste informationskällorna för en mäklare är orderflödet. Har en mäklare god insikt detta flöde kan den lättare tolka vart priserna är på väg. Något som gör att det ofta finns stordriftsfördelar i mäklarbranschen. Dessa stordriftsfördelar baseras också på storleken på mäklarens balansräkning och därmed deras möjlighet att ta egna positioner. Huruvida en mäklare kan använda sig av sitt informationsövertag beror på hur väl genomlyst marknaden är. Det är svårt för en mäklare att dölja en specifik trend på en elektroniskt orderdriven marknad som har god genomlysning. Något som i sin tur leder till att stordriftsfördelarna minskar och en mäklares storlek blir mindre avgörande för dess förmåga att konkurrera. (Niemeyer, 2000)

På en mäklarmarknad, givet att den inte är transparent<sup>19</sup>, har en mäklare bara insikt i de avslut som den själv medverkat i. En större aktör kan då skapa sig en bättre uppfattning om utvecklingen genom att den har inblick i ett stort antal affärer, samtidigt som den dölja egna avslut för andra. En stor mäklarna har också en löpande kontakt med en större grupp investerare som i utbyte mot den information banken sitter på kan erbjuda information kring sin egen handel och strategi. Detta leder till att dessa mäklare kan agera med större

---

<sup>19</sup> Det vill säga hög marknadsmässig genomlysning.



självförtroende och mer aggressivt, och därmed fungera bättre som marknadsgaranter. (Feldman och Stephenson, 1988)

Det är dock inte uteslutande så att större marknadsandel alltid ger bättre insikt i marknaden och högre lönsamhet. Ofta kan det vara mycket svårt för medelstora intermediärer att överleva, medan riktigt små klarar sig. Något som beror på att så länge aktörerna är små ses de inte som ett hot, utan snarare en kund av de stora aktörerna. De kan ofta få tillgång till delar av det extra informationsflöde och de analyser som de stora aktörerna har. Detta beror på att de små aktörerna ofta går via de större bankerna för sin handel. Om en sådan mindre aktör försöker växa, och därmed få en bättre inblick i orderflödet, kommer de stora aktörerna att börja se dem konkurrent och sluta att förmedla information till dem. (Feldman och Stephenson, 1988)

Vilket handelssystem som är det optimala är inte uppenbart. Det finns en rad motstridiga intressen mellan olika aktörer på marknaden och den önskvärda strukturen varierar med typ av investerare, emittent och tillgång. Stora investerare är generellt intresserade av djup, omedelbarhet och återhämtningsförmåga, medan mindre aktörer tenderar att fokusera på bredd. Ofta är marknader som vänder sig till detaljistledet organiserade med hjälp av någon form av ordersystem medan grosshandelsmarknader vanligtvis bygger på en mäklarstruktur. Dock ska tilläggas att denna struktur har tenderat att luckras upp under de senaste åren i och med att hybridformer börjat dyka upp. (Niemeyer, 2000)

### **3.2.3 Forward- och future-marknaden**

Marknaden för terminer<sup>20</sup> är ett bra exempel på en sådan hybridmarknad där det parallellt med en mäklarmarknad finns en orderdriven marknad för mer standardiserade produkter. Det finns två typer av terminskontrakt; forwards och futures. Forwards handlas via mäklare och kan skräddarsys efter parternas behov med avseende på volym, lösenpris och löptid. Affärer sker via telefon och oftast till större belopp jämfört med futures. Stora finansiella institutioner agerar här market makers och ställer köp- och säljkurs. Futures däremot är av en mer standardiserad karaktär och handlas mer automatiserat via olika centraliserade börser. (Hull, 2003)

## **3.3 Faktorer som styr en marknads struktur**

Vad som avgör hur en marknad ser ut och vilket handelssystem som används är sannolikt resultatet av mycket komplicerad process. Det är mycket svårt att identifiera alla faktorer som påverkar hur en marknad får sin form och än svårare att endogenisera den i en modell. North kommer dock med ett förslag på ett analytiskt ramverk där han har tar avstamp i den neoklassiska teorins knapphet och därmed konkurrens, men modifierar bilden av rationalitet och individers kognitiva förmåga samt lägger till tiden som en aspekt. (North 1994:A; North, 1993, i Persson, 1997)

Utifrån Norths ramverk har en rad olika forskare kommit med förslag på faktorer som styr vilken typ av handelsplats en marknad får och hur en sådan utvecklas. Vilket instrument det rör sig om, eventuell existerande

---

<sup>20</sup> För en närmare beskrivning av terminer se Hull (2003).

transaktionskostnader och informationsasymmetrier, samt aktörerna på marknaden och deras beteende bör ses som viktiga faktorer. (North, 1994; Ashadi och Karels, 1997; Niemeyer, 2000; Carlton och Perloff, 1994)

### **3.3.1 Transaktionskostnaders påverkan på marknadsstruktur**

Coase tog i sin artikel ifrån 1960 avstamp i den syn som den neoklassiska ekonomiska skolan haft på effektivitet och allokering<sup>21</sup>. Han menar att detta synsätt bara kan lyckas beskriva verkligheten när vi observerar en marknad som helt är befriad ifrån informationsasymmetrier och transaktionskostnader, och att i själva verket mycket få sådana marknader existerat i verkligheten. Innan vi går in närmare på litteraturen kring hur transaktionskostnader påverkar en marknads struktur, handelssystem och utveckling är det viktigt att klargöra några begrepp som ligger till grund för den kommande teoribeskrivningen.

#### **Transaktionskostnader**

Vad en transaktionskostnad är och hur den kan definieras är en central aspekt för vår studie, vi kommer här att presentera en sammanfattning av ett urval av alla existerande transaktionskostnadsdefinitioner.

Ashadi och Karels (1997) definierar transaktionskostnader som kostnaden för att söka information, skriva och övervaka kontrakt samt kostnaden för incitamentsproblem mellan köpare och säljare av varor och tjänster. Matthews (1986) Tillägger att det inte rör sig om kostnader såsom produktionskostnad, då dessa har snarare att göra med utförandet av kontraktet än upprättandet och

---

<sup>21</sup> Att effektiva marknader kommer uppstå genom konkurrens vid avsaknad av pris- och handelsregler

övervakandet av detsamma. Eggertsson (1990, s.15) specificerar de olika aspekterna hos en transaktionskostnad som:

- Sökandet efter information angående fördelningen av pris och kvalitet på produkten, sökandet efter potentiella köpare och säljare, samt sökandet efter relevant information om dessas beteende och förutsättningar.
- Arbete som krävs för att hitta köparens och säljarens positioner vid olika typer av förhandling, exempelvis om priset.
- Kostnaden för upprättandet av kontrakt.
- Övervakandet av den kontraktuella partnern så att den uppfyller kontraktets specifikationer.
- Genomdrivandet av kontraktet och indrivandet av ersättning om partnern inte uppfyller sin del av kontraktet.

### **Institutioner och Organisationer**

Det är för den vidare teoribeskrivningen viktigt att klargöra begreppen institution och organisation. Douglass North beskriver de två begreppen i sin nobelprisföreläsning ifrån 1993 (North, i Persson, 1997). Han definierar institutioner som mänskligt skapade lagar, regler och normer som strukturerar upp interaktionen mellan människor. Tillsammans definierar dessa de incitamentsstrukturer som ett samhälle och en ekonomi har. Institutioner och den teknologi som används på marknaden avgör vilka transaktionskostnader som existerar på en marknad.

Organisationer är enligt North en grupp av individer som binds samman av ett gemensamt mål och kan utgöras av såväl politiska partier, parlament, bolag,

kooperativ, kyrkor och föreningar. (1994:B) De organisationer som uppstår kommer vara en avspegling av den institutionella omgivning som de agerar i. Det är interaktionen mellan institutioner och organisationer som skapar den institutionella evolutionen i en ekonomi. Om institutioner är spelreglerna så är organisationerna spelarna. (North 1994:A)

### **Asymmetrisk Information**

George Akerlof beskrev asymmetrisk information i sitt Nobelprisbankettal som:

“Asymmetric information occurs where buyers and sellers have different information. It has been present since the dawn of trade.”

(Akerlof, 2001, i Frängsmyr, 2002)

George Akerlof grundade teorin kring asymmetrisk information med sin studie ”The Market for Lemons” (1970) där han gjorde en analys av marknader där så kallad ”adverse selection<sup>22</sup>” har uppstått. Akerlof argumenterade att om producenterna har ett kraftigt informationsövertag gentemot konsumenterna kan följden bli att marknaden kollapsar helt eller att endast produkter med undermålig kvalitet omsätts. Ett av exemplen han tog upp var begagnatmarknaden för bilar.

Akerlof (1970) menade att bra produkter kan driva bort dåliga produkter. Om bilar handlas vid perfekt information. Det vill säga att köparna kan skilja de

---

<sup>22</sup> Adverse selection är ett koncept som ligger nära ”Moral Hazard” och syftar till när en aktör gör affärer med en motpart som de skulle gynnas av att inte göra affärer, exempelvis ett försäkringsbolag som konsekvent bara får de kunder som har högst riskbeteende. (Akerlof, 1970).

bra från de dåliga hade bilar av olika kvalitet haft skilda och rättvisande priser. Om istället informationsasymmetri råder kommer konsumenterna inte att kunna avgöra huruvida en bil är av bra eller dålig kvalitet. Eftersom köparna inte har information om kvaliteten kommer de, givet att de är riskneutrala<sup>23</sup>, lägga sitt bud på ett genomsnittsvärde mittemellan priset på en bra respektive dålig bil. Detta leder till att ägarna av de bra bilarna avstår ifrån försäljning då det genomsnittliga priset som bjuds understiger värdet på deras bil. Köparna kommer att upptäcka detta varför priset på de bilarna till slut hamnar på värdet för en dålig bil, och bara dessa kommer att handlas. Här har alltså skräpprodukterna pressat bort de bra produkterna tack vare informationsasymmetri. (Akerlof, 1970)

En effekt av asymmetrisk information på en finansiell marknad presenteras av Rajan och Zingales (2000). De menar att om den asymmetriska information som råder på marknader med dålig genomlysning blir för stor kommer det att leda till att sämre informerade aktörer helt slutar att handla. Om de vet att de riskerar att handla med en bättre informerad motpart, som bara skulle handla om tillgången var felprissatt, skulle varje affär riskera att bli en förlustaffär. Detta leder till att varje rationell och sämre informerad aktör skulle upphöra med sin handel. Det är därför viktigt att det finns aktörer som trovärdigt har andra motiv för handel än att de är bättre informerade.

---

<sup>23</sup> Med riskneutrala menas att de är indifferentia mellan att äga en krona och att äga tillgång som med 50 procents sannolikhet avkastar 2 kr och med 50 procents sannolikhet avkastar 0 kr.

Enligt en rapport ifrån Federal Trade Commission som publicerade 1978 (citerad i Carlton och Perloff, 1994, s.555) finns de fem huvudorsaker till att informationsasymmetri kan uppstå.

- Tillförlitlighet: All information som finns tillgänglig är inte tillförlitlig. Det finns information som är jävig, exempelvis reklam.
- Information kostar: Marginalkostnaden för extra information överstiger efter en tid den potentiella vinsten.
- Individuella begränsningar: På grund av begränsningar i vår hjärnkapacitet kan inte alltid all information bearbetas.
- Förenklade tumregler: Av effektivitetsskäl använder sig aktörer av enkla regler för att bearbeta information. Denna rationalisering beror på att en fullständig genomgång är för kostsam.
- Förkunskap: Vissa aktörer är inte skickliga nog eller saknar adekvat utbildning för att kunna göra en rationell bedömning.

Akerlof tillförde dock mer än en diskussion kring asymmetrisk information i sin artikel om "lemons". Han visar även på att ekonomiska aktörer kan ha starka motiv att på olika sätt motverka de svårigheter som informationsasymmetri ställer till med på en marknad. Han menar att många av en marknads organisationer kan ses som marknadens försök att hantera dessa problem, till exempel bilhandlares garantier. (Akerlof, 1977)

Ashadi och Karels (1997) vidareutvecklar Akerlofs slutsatser genom applicera dem mer direkt på finansiella marknader. De menar att det på många finansiella marknader råder en sådan stark asymmetrisk information

att för att överbrygga den osäkerhet som uppstår är det ofta nödvändigt att blanda in en tredje part:

“In market-oriented economies there is an economic rationale for the existence of each and every institution and instrument. The surviving institutions and instruments are those that have the lowest transaction costs”. (Ashadi och Karels, 1997, s.1)

Det kan för en långivare vara mycket svårt och kostsamt att utvärdera låntagaren, i synnerhet när det gäller kreditvärdighet. Inte sällan kan en specialiserad aktör agera som mellanpart och på ett mer effektivt sätt överbrygga den informationsasymmetri som råder. En finansiell intermediär, i det här fallet en bank, kan sannolikt genomföra en sådan kreditgivning på ett bättre sätt jämfört med en enskild investerare. Sannolikt skulle det innebära mycket högre transaktionskostnader för en investerare och en låntagare att finna varandra om inte banken fanns som mellanhand. (Ashadi och Karels, 1997)

Ashadi och Karels (1997) visar på fem olika aspekter av finansiell intermediering:

- Informationsproduktion: Genom att utveckla en hög nivå av expertis och kunnande kan en intermediär utvärdera en partner eller produkt på ett bättre sätt än en vanlig aktör och därmed tillföra information som tidigare saknades.



- Riskförmedling: Genom att erbjuda produkter som ger möjligheter till dels diversifiering och dels riskomfördelning kan en intermediär fylla funktioner som de ursprungliga aktörerna bara kunnat nå till höga kostnader.
- Övervakning: Intermediärer har ofta både en bättre förmåga och större incitament att på ett löpande och effektivt sätt övervaka de olika parterna på en marknad. Det kan också vara så att en intermediär i större utsträckning kan få tillgång till privat information än vad marknaden i stort får.
- Tidsmässig medling: Vissa intermediärer syftar till att överbrygga skillnader i timing. Ett bra exempel är en vanlig bank, som överbryggat gapet mellan privatkundernas vilja att låna långsiktigt och placera kortsiktigt.
- Storleksmedling: Ibland kan det finnas divergens mellan de olika aktörernas önskemål på storleken på en transaktion. Exempelvis så söker ofta investerarna att placera mycket mindre belopp än de som vill låna är ute efter. Genom att aggregera flera investerare kan banken överbrygga detta problem.
- En intermediär kan förutom det som nämnts ovan dessutom ofta ha andra fördelar jämfört med om parterna skulle försöka mötas direkt på marknaden. Genom att en intermediär ofta möter de olika parterna upprepade gånger, till exempel i form av upprepade utlåning, och

därmed utvecklar en relation, slipper aktörerna att inhämta all information varje gång.

### **3.3.2 Instrumentets påverkan på marknadsstruktur**

Alla typer av finansiella instrument är på ett eller annat sätt ett försök att skapa en handlingsbar produkt eller värdepapper av en finansiell tjänst. Om det går att omforma en finansiell tjänst till ett standardiserat och handlingsbart instrument kan ofta effektivitetsvinster uppnås. Dock lämpar sig inte alla finansiella tjänster som finansiella instrument, vilket leder till att intermediärer och organiserade marknader ofta kompletterar varandra. Hur väl det går att skapa en standardiserad produkt av den aktuella finansiella tjänsten är en avgörande aspekt för hur och om den går handla. (Sveriges Riksbank, 2004)

Vilken typ av tillgång det rör sig är en viktig faktor för vilken marknadsstruktur som är önskvärd (Niemeyer, 2000). Hur unik en tillgång är för en viss marknad och för en viss transaktion är en viktig aspekt. Det avgör vilka möjligheter en innehavare har att utan stora förluster omsätta tillgången på en alternativ marknad. Om tillgången är mycket specifik blir det både dyrt och svårt för en innehavare att hitta sätt att omsätta den. (Ashadi och Karels, 1997) Det skulle för en sådan tillgång bli mycket svårt att bygga en handelsplats med standardiserade instrument i likhet med den som nämns i stycket ovan. Här krävs istället en hög grad av mer eller mindre specialiserade intermediärer för att få en fungerande transaktion. (Sveriges Riksbank, 2004)

Ju mer komplex en tillgång är desto svårare är det för aktörerna att mäta, förmedla och förstå information kring tillgången, och desto större är risken för informationsasymmetrier. Det gör att de informationsmässiga kraven på ett eventuellt handelssystemet ökar i takt med tillgångens komplexitet. (Carlton och Perloff, 1994)

### **3.3.3 Aktörers beteende och egenintresse**

Vi har i de tidigare styckena klargjort att det finns anledning att hävda att en marknads utformning, både när det gäller institutionella och organisatoriska faktorer, till stor del kan förklaras med de transaktionskostnader och informationsasymmetrier som existerar. Precis som North påpekar vid ett flertal tillfällen så är detta inte är ett statistiskt samband utan att det finns en kontinuerlig interaktion mellan institutionerna och organisationerna. Denna interaktion i kombination med en omgivning präglad av knapphet och konkurrens ser han som nyckeln till en marknads utveckling<sup>24</sup> (North, 1994:B)

Det centrala i hans förklaring av institutionell utveckling är den läroprocess som organisationerna och aktörerna genomgår. Genom den konkurrens som råder måste organisationerna kontinuerligt investera i kunskap och färdigheter. Hur, och i vilken typ av kunskap de investerar är ett resultat av den informationsfeedback de har fått ifrån sina tidigare handlingar på marknaden. Den nya kunskap de får ifrån dessa investeringar kommer vara det som i huvudsak skapar vilken uppfattning de har om framtida möjligheter och lönsamhet. Detta kommer i förlängningen vara det som förändrar

---

<sup>24</sup> Se även North 1994:A och North 1993

marknadens institutioner. (North, 1994:B) Hur fort denna process går menar North är ett resultat av hur lönsamt det är för aktörerna att utvecklas och investera i kunskap. För att överleva på en hårt konkurrensutsatt marknad krävs det av aktörerna att de har en hög nivå av inläring. Rör det sig om en marknad med monopol eller bristfällig konkurrens kommer denna press att vara långt mindre och således också den institutionella och organisatoriska utvecklingen. (North, 1993)

På grund av att organisationerna på en marknad är ett resultat av det institutionella ramverk som existerar är de också väldigt ofta försvarare av detsamma. Det är också ofta så att det finns organisationer som sitter på en sådan marknadsposition att de spelar en avgörande roll i hur marknaden utvecklas. Det är därför generellt så att marknader tenderar att uppvisa ett riktningberoende<sup>25</sup>, vilket innebär att de tenderar att följa samma utvecklingsriktning som tidigare. (North, 1993)

“In everyday language the individuals and organizations with bargaining power as a result of the institutional framework have a crucial stake in perpetuating the system.” (North, 1993, s.3)

Niemeyer (2000) uttrycker en bild som ligger i linje med Norths. Han menar att det ofta är svårt att förändra ett system på grund av att aktörerna som existerar har stora investeringar i det rådande systemet och därmed en begränsad benägenhet att driva en förändring.

---

<sup>25</sup> Fritt översatt ifrån engelskans ”Path dependence”.

## **4. Den svenska företagsobligationsmarknaden – en empirisk beskrivning**

### **4.1 Inledning**

*Baserat på främst våra intervjuer, men även tidigare studier, ämnar vi här presentera en så ingående beskrivning som möjligt av den svenska företagsobligationsmarknaden. För att kunna skapa en greppbar bild av den bitvis mycket komplexa struktur som finns på marknaden har vi valt presentera respondenternas uppfattningar i löpande text. Direkta citat ifrån intervjuerna finns för den intresserade att tillgå i appendix A1. Vi har också valt att utgå ifrån hur transaktionskedjan ser på primärmarknaden när vi beskriver aktörerna och de transaktioner som sker mellan dem.*

### **4.2 Företagsobligationer som instrument**

En företagsobligation är ett skuldåtagande utställt av ett offentligt eller privat företag. Som köpare av en företagsobligation lånar investeraren ut pengar till ett företag med ett löfte om återbetalning vid en specificerad framtida tidpunkt. Som ersättning för detta erhålls antingen en rad fasta utbetalningar under löptiden<sup>26</sup>, eller så fås en större utbetalning vid obligationens förfall. (Riksbanken, 2004)

---

<sup>26</sup> Så kallade kuponger under löptiden, dessa kan antingen vara en fast ränta eller en fast spread mot en benchmarkränta, t.ex. Stibor.

Det finns rad olika aspekter att beakta när en företagsobligation bedöms. För det första gäller det att ha grepp på kreditrisken i obligationen, alltså risken att inte få hela eller delar av sin betalning. För att få en bra uppfattning om ett emitterande företags kreditrisk krävs en omfattande genomgång av företaget alternativt att få tillgång till dess kreditrating<sup>27</sup>, något som de flesta emittenter i företagsobligationer idag har. (Hässel *et al*, 2001; Bank 4)

Vidare är det viktigt att beakta den tekniska utformningen av obligationen. Det vill säga hur lång löptid det är kvar, om det är en kupong- eller nollkupongsobligation, om det är en fixed eller floating rate note, vilken valuta den är noterad i och huruvida den är utställd inom ramen för ett MTN-program<sup>28</sup> eller inte.

Jämförs det här med till exempel aktier så har företagsobligationer en mycket större heterogenitet i sin utformning. Alla aktier har en i teorin oändlig löptid, medan obligationer har en finit och dessutom konstant krympande sådan. Hos företagsobligationer kan löptid, kupongstorlek, valuta, risk och ränta skilja sig markant åt, medan för aktier så finns det sällan fler än två typer utställda. (Hässel *et al*, 2001; Emittent 2)

### Värdering

När en företagsobligation skall värderas används i princip samma metodik som vid värdering av andra obligationer eller aktier, alltså att nuvärdet av alla förväntade framtida kassaflöden adderas. Priset på en företagsobligation styrs

---

<sup>27</sup> För en mer ingående analys och förklaring av rating se t.ex. Ahlkvist Magnusson (2004)

<sup>28</sup> En närmare diskussion kring MTN-program kommer under punkten 4.3.3

av två faktorer, storleken på kupongutbetalningen<sup>29</sup> och obligationens internränta. Vid fasträntekupongobligationer är kupongutbetalningarna givna från början och det är endast fluktuationer i internräntan som kan orsaka prisförändringar efter det att obligationen ställts ut. Storleken på obligationens internränta påverkas i sin tur av två faktorer, räntan på motsvarande statsobligation och en riskpremie. Riskpremien består av dels kompensation för kreditrisk och dels kompensation för likviditetsrisk. Likviditetsrisken är avhängig hur lätt det går att omsätta stora volymer på andrahandsmarknaden. (Hässel *et al*, 2001)

I en undersökning ifrån 2004 slår Ahlqvist och Magnusson fast att det finns en stark koppling mellan det pris en obligation får och den kreditrating det emitterande företaget har. Det som kan påverka priset på en obligation blir då; förändrad likviditet i marknaden, förändrad kreditvärdighet hos bolaget eller en förändrad riskfri ränta. Rör det sig om en obligation med rörliga kuponger som kompenserar för förändringar i statsobligationsräntan är det bara de två förstnämnda som påverkar obligationspriset.

## **4.3 Företagsobligationsmarknadens aktörer och transaktioner**

### **4.3.1 Primär och sekundärmarknad**

Generellt sett spelar banker en avgörande roll på primärmarknaden då de tillhandahåller en rad viktiga tjänster för att ett företag ska lyckas med sina emissioner. Till exempel har bankerna förutom möjlighet att hjälpa till att

---

<sup>29</sup> Såvida det inte är en nollkupongare då hela beloppet utbetalas vid obligationens förfall.

marknadsföra obligationen också insikt i marknadens status gällande priser, upplåningsmöjligheter och vilken typ av lån som för närvarande är mest fördelaktigt. (Haugen, 2001) Vid försäljning på primärmarknaden sker betalning till utfärdaren av obligationer vilket leder till utfärdaren blir en låntagare direkt på marknaden. (Riksbanken, 2004) När en obligation väl emitterats på primärmarknaden kommer all efterföljande handel att ske på den så kallade sekundärmarknaden, eller andrahandsmarknaden. Det kan antingen ske på en organiserad börs, eller på en så kallad ”Over The Counter”-marknad<sup>30</sup> (Haugen, 2001). OTC är handel som sker mellan parter utanför börsen. Det sker så att säga ”över disk” och bygger ofta på att det finns marknadsgaranter som ställer både köp och säljkurser. Det sker ofta också en så kallad internbankhandel, vilket är när två marknadsgaranter handlar med varandra. (Riksbanken, 2004)

I dagens läge utbyts det aldrig några fysiska värdepapper utan det hela registreras via VPC<sup>31</sup> och i stort sett alla obligationer börsregisteras, med undantag för vissa typer av strukturerade produkter. Det är även VPC som sköter administration av kupongutbetalningar och fungerar som en form av filter mellan låntagare och långivare. (Emittent 3)

### **4.3.2 Emittenter – Icke finansiella företag**

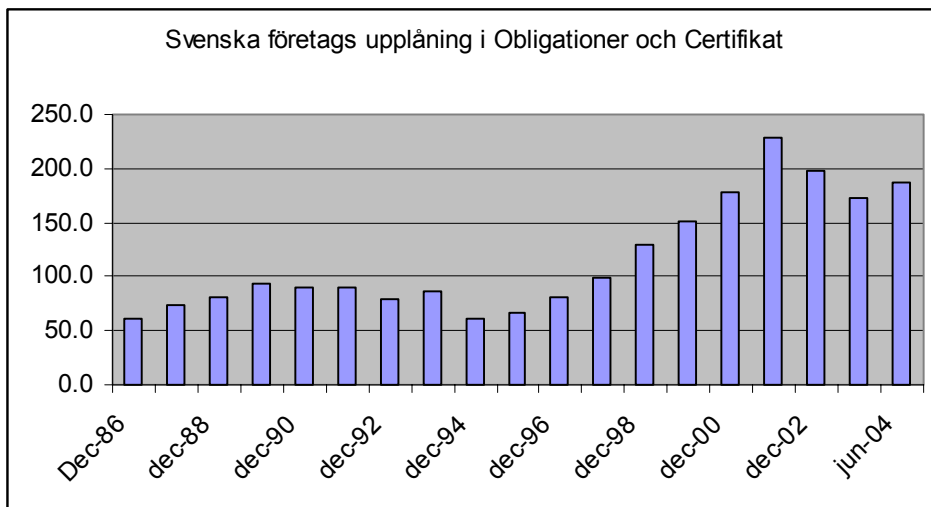
De icke-finansiella företagens upplåning på den svenska obligationsmarknaden svarade vid utgången av 2003 för lite drygt 120 miljarder kronor, en siffra som var i stort sett oförändrad från året innan. (Riksbanken, 2004)

---

<sup>30</sup> Hädanefter kallad ”OTC”.

<sup>31</sup> Värdepapperscentralen





Figur 2: Svenska företags upplåning i Obligationer och Certifikat i miljarder SEK.

Källa: Riksbanken

Företagsobligationer är bara en av alla finansieringskällor som står ett företag till buds. När det gäller räntebaserad upplåning är det främst bilaterala och syndikerade banklån<sup>32</sup>, samt certifikatupplåning som utgör alternativ. Vilka och hur dessa alternativ används av det enskilda företaget skiljer sig åt och är ett resultat av företagets marknadsbild och finansieringspolicy. (Emittent 2)

Generellt kan sägas att det finns en utvecklingskedja som företag tenderar att följa. Den inleds med att företaget uteslutande tar vanliga bilaterala lån i en och samma bank. När företaget växer introduceras ofta syndikerade lån, antingen på grund av att företaget vill sprida risken eller på grund av att banken inte vill bära hela lånet självt. I det tredje steget påbörjas upplåning via certifikatmarknaden, för att i det sista steget även börja nyttja obligationsmarknaden. (Bank 4; Bank 2)

<sup>32</sup> Ett bilateralt lån som sker mellan ett företag och en enskild bank, medan ett syndikerat, eller multilateralt lån sker mellan ett företag och en konsortie av banker.

Det vanligaste bland de företag som kommit så långt att de börjar emittera obligationer är att de använder banklån mest som en form av reservupplåning. I regel har de en syndikerad lånefacilitet<sup>33</sup> i botten som de bara använder en del av. Ofta används dessa faciliteter vid större nyinvesteringar eller förvärv. (Bank 4, Bank 1) Utöver det använder företagen certifikat- och obligationsmarknaden för upplåning. Dels för att de ofta utgör ett billigt alternativ, men också för att de möjliggör större flexibilitet och diversifiering av upplåningsstrukturen. Det är inte önskvärt för ett företag att ha hela sin finansiering i ett enda stort banklån som förfaller vid samma tidpunkt. Något som skulle innebära avsevärt större risker än en väldiversifierad upplåning. (Bank 3) Dessutom kan företagen genom att använda certifikat och obligationer bygga upp en bred investerarbaserad och möjliggöra för en smidig framtida upplåning (Bank 1).

Den löptidsmässiga flexibilitet som certifikat och obligationer erbjuder är viktig. Det ger företagen möjlighet att använda upplåning med olika löptider för olika ändamål. Till exempel kan certifikatprogram användas som en del av företagets checkkredit, obligationsprogrammet för strategisk upplåning mellan 1-4 år och banklån för upplåning på längre sikt. Det är ofta så att den typen av upplåningsstruktur också är fördelaktig kostnadsmessig. (Emittent 1) Generellt kan sägas att obligationsupplåningens avkastningskurva börjar från en lägre nivå, men har en brantare lutning jämfört med belåning i bank. Vilket gör att ju längre ut på kurvorna tidsmässigt vi kommer, desto mer fördelaktig blir traditionella banklån för en emittent. (Emittent 3)

---

<sup>33</sup> En lånefacilitet är ett slags rambelopp som låntagaren fritt kan låna upp till, men inte nödvändigtvis måste utnyttja fullt.

I likhet med lånefaciliteterna finns ofta ett rambelopp stipulerat i emissionsbilagan. Det är inte säkert att företaget från början fyller hela ramen, men det finns då möjlighet att vid ett senare tillfälle låna upp mer. Ränta, kupong och förfallodag står fast vid det senare tillfället och eventuella förändringar i förutsättningarna regleras med priset. Ytterligare en möjlighet som tillför till flexibiliteten är möjligheten att förtidsinlösa eller förlänga en obligation. Vid en förlängning bygger priset i regel på vad en ny emission skulle ha prissats till. (Emittent 3)

#### **4.3.3 Transaktionen mellan Emittent och Bank - Emissionsförfarande**

När ett företag vill ställa ut en obligation vänder det sig normalt till en eller flera investmentbanker för att få hjälp med emissionen. Det rör sig dels om att bankerna kan stå som garant för emissionen (s.k. underwriting), och dels om att få tillgång till bankernas nätverk av investerare. Om det rör sig om ett syndikat av banker finns det alltid en så kallad "Lead investor", eller ledarbank, vilket är den bank som samordnar emissionen. Ofta ansluts även en försäljargrupp av banker som utan underwriting-åtagande sluts till syndikatet i syfte att hjälpa till att sälja ut emissionen. För dessa tjänster tar bankerna i syndikatet en spread vilket utgörs av skillnaden mellan vad bankerna betalar för obligationen och vad de får betalt av en investerare. (Hässel *et al*, 2001)

#### **Underwriting**

Det finns tre typer av formell underwriting. Den första är ett så kallat fast åtagande, där banken explicit garanterar att lånet placeras på marknaden. Om marknaden inte absorberar hela lånet köper den garanterande banken upp resterande del. Banken tar alltså här på sig full marknadsrisk för den del som

den ej lyckas sälja. Det andra tillvägagångssättet är så kallad ”best effort”, vilket innebär att banken gör sitt bästa att sälja vidare obligationen men har möjlighet att återlämna de obligationer som de inte lyckas sälja. Den tredje metoden är en hybridform och kallas ”best effort all or none”. I den här formen gör banken precis som i det sistnämnda fallet så gott de kan, men emittenten har rätt att ställa in hela emissionen om inte ett visst belopp uppfylls. Denna form används ofta när emissionen syftar till att finansiera en nyinvestering och som skulle bli meningslös om inte tillräckligt med kapital kan lånas upp. (Hässel et al, 2001)

På primärmarknaden för svenska företagsobligationer existerar alla de här tre typerna av underwriting, men i ganska liten utsträckning. Formell underwriting ifrån bankernas sida är förhållandevis ovanlig, även om det händer att det köps för egna böcker. (Bank 4) Huruvida en underwriting genomförs och hur emissionsförfarande går till i stort, beror i mångt och mycket på vilket typ av emittent det rör sig om. Det mer traditionella, och det som idag används främst på mindre och orateade bolag är en förmedlingsprocedur. Företaget vänder sig här till banken med ett uppdrag att på en viss löptid låna upp pengar och banken bedömer på vilka villkor det skulle kunna vara möjligt. Banken får sen ett rent förmedlingsuppdrag att efter bästa förmåga ställa ut en obligation åt företaget. Banken gör ingen förpliktelse att själva köpa obligationer eller binda upp<sup>34</sup> balansräkning, utan ringer runt till sina investerarkontakter och försöker sälja ut obligationen. Här rör det sig varken om formell eller implicit underwriting och det finns heller

---

<sup>34</sup> Respondenten använde det försvenskade uttrycket att ”committa” balansräkning ifrån engelskans ”to commit”. Detta kommer hädanefter i uppsatsen kallas för ”att binda upp balansräkning”.

ingen tendens till att bankerna skulle vara villiga att på något sätt ta på sig mer risk i form av underwriting. (Bank 1) Ett snarlikt sätt att emittera kan vara att emittenten stipulerar löptid och kreditspread, och sedan får den bank som snabbast replikerar uppdraget (Emittent 1).

Ett annat och lite nyare metod att emitterar företagsobligationer bygger på ett mer auktionslikt förfarande. Det rör sig oftast om större och mer etablerade företag som vänder sig till en rad banker med en förfrågan om på vilka villkor de kan vara med och ställa ut en obligation. Bankerna får här ge anbud med pris och villkor. (Bank 1) Även om det inte rör sig om formell underwriting så blir det i praktiken ofta så. Det är generellt så att den bank som har bäst investerarkontakter också är den som kan erbjuda bäst pris och den som vinner auktionsförfarandet. Det är ofta mycket hård konkurrens vid den här typen av emission och bankerna har svårt att konkurrera med andra aspekter än priset. (Bank 1) En anledning till att en emittent väljer det senare alternativet är förutom det faktum att de kan pressa priset, att det råder osäkerhet kring vilket pris som är lämpligt (Emittent 1).

### **Medium Term Notes**

En emittent som vill ställa ut i Sverige kan antingen välja att emittera inom ett så kallat Medium Term Note – program (MTN-Program) eller ställa ut en enskild obligation. Ett MTN-program är ett fastställt kontraktuellt ramverk som ett företag och dess banker utarbetat för emission av obligationer. Det möjliggör en mer frekvent och mindre omständlig emissionsprocess. Det finns också så kallade Euro MTN-program vilket innebär motsvarande ramverk men på den europeiska marknaden och i fler valutor. (Bank 4) Dessa program möjliggör för emittenten att kontinuerligt ställa ut ett flertal

obligationer vid olika tidpunkter och med varierande löptider. Ett MTN-program syftar till att minimera administrationskostnaderna genom att ha fasta ramar och villkor vid varje emission. Det enda som behöver specificeras är obligationens teknikaliteter. Mellan 1993 och 1999 växte den totala stocken av utestående MTN-program mångfalt. (Asgemyr *et al*, 2000)

Inom ett MTN-program finns så kallade handlaravtal<sup>35</sup> med de banker företaget valt att samarbeta med. Det gör att emittenten är hänvisad till dessa banker när de vill emittera inom sitt program. När det gäller EMTN-program fungerar det lite annorlunda. Här går det att ta in en så kallad ”dealer of the day”. Vilket är en bank eller ett emissionsinstitut som går in och deltar i någon enstaka emission. (Emittent 3; Bank 4)

### **Kontakt mellan bank och emittent**

Idag sker nästan all kontakt mellan det emitterande företaget och banken med hjälp av telefon. Ofta finns det en löpande kontakt mellan en eller flera personer på banken och de som ansvarar för kapitalanskaffning hos emittenterna. (Emittent 3; Emittent 1; Emittent 2; Investerares 2) När en låntagare önskar genomföra en emission är ofta allt de behöver göra att ringa till de banker som de brukar samarbeta med och antingen ge en förmedlingsavgift eller initiera en auktionsprocess. Beroende på vilken typ av upplåning det gäller så tar de kontakt med olika personer hos banken. (Emittent 3)

---

<sup>35</sup> Kallas av våra respondenter för ”dealer-avtal”.

Både bankerna och emittenterna ser positivt på dessa personliga kontakter och ser framför allt den relation aktörerna lyckas bygga upp som mycket viktiga, i synnerhet på primärmarknaden (Bank 1; Emittent 2; Bank 2). Ofta rör det sig om samarbeten som spänner över flera år och ett antal av aktörernas avdelningar. Det är vanligt att en emittent har andra delar av sin bankrelaterade verksamhet hos samma banker som används för obligationsemissioner. (Bank 4; Bank 2) De banker som är med på ett företags syndikerade banklån, och med andra ord har låst upp balansräkning, räknar i regel också med att få möjlighet till obligationsaffärer med bolaget. När banken lånar ut ifrån sin egen balansräkning exponerar den sig själv för risk, något som den vill ha betalt för. Systemet fungerar generellt så att bankerna får betalt för det här, förutom bara i ränta, i form av att de får del av den övriga bankrelaterade verksamheten som företaget har. (Bank 1; Bank 4)

Vissa emittenter handlar uteslutande med sina relationsbanker, alltså de som låst balansräkning. Dock kan det röra sig om ända uppemot 15-18 banker som ingår i syndikaten, vilket innebär att knappast blir någon brist på konkurrens. (Emittent 2) Generellt sett är alla emittenter måna om att ha goda och breda bankrelationer och sprida sina affärer genom att arbeta brett med sina bankkontakter (Emittent 3).

Bankerna menar att de genom de breda kontaktytorna som finns mellan dem och emittenten kan skapa sig en ingående uppfattning och företaget och dess behov. Denna mer långtgående insikt i bolaget<sup>36</sup> gör enligt bankerna själva att

---

<sup>36</sup> Bankerna är noga med att påpeka att de bara har tillgång till publik information och att deras mer långtgående insikt i företagen aldrig släpps extern av etiska och sekretessmässiga skäl. (Bank 4, Bank 1)

de kan erbjuda företagen bättre och mer anpassade produkter. Det kan här röra sig om produkter som adresserar problem som företagen tidigare inte har kunnat lösa, eller inte insett att det haft. Till exempel hjälp med hantering av kundkrediter. Denna typ av värdehöjande verksamhet i kombination med att försöka placera sig som den naturliga källan för information och analys är de främsta medel bankerna har för att konkurrera på andra sätt än rent prismässigt. (Bank 1; Bank 4; Bank 2)

Även emittenterna värderar sina relationer med affärsbankerna. Dock menar de att de aldrig skulle släppa icke publik information till någon enskild aktör på marknaden. I stort sett all intressant information finns enkelt att tillgå via PRV<sup>37</sup> och emittenterna håller hårt på att inte premiera någon part informationsmässigt. (Emittent 3; Emittent 2; Emittent 1)

Det är därför av största vikt för bankerna att bygga upp en bra relation med sina emittenter. (Bank 1; Bank 2) De kan sannolikt inte komma åt mer långtgående information än någon annan, och kan av etiska och sekretessmässiga skäl inte sprida all information de har om ett företag inom banken. En medarbetare som arbetar med obligationsemissioner får till exempel inte få tillgång till information som andra delar av banken har om ett emitterande företag. Dock kan denne medarbetare genom långvariga och nära kontakter med emittenten skapa en kännedom och insikt i företaget och dess behov. (Bank 4; Bank 1)

---

<sup>37</sup> Patent och Registreringsverket



### **Informationsflöde**

Det är generellt så att det är emittenternas upplåningsbehov och finansieringspolicy som styr hur och när en emission sker. Det händer att bankerna kommer med propåer om tänkbara emissioner, men de kommer knappast att kunna genomföras om de inte sammanfaller med emittentens upplåningsbehov. (Emittent 3; Emittent 2) Som vi har nämnt ovan finns det flera olika typer av emissionsförfaranden. Vilken typ som än väljs så är det viktigt för alla parter att vara väl informerade om hur marknadsläget ser ut och vilka prisnivåer som är rimliga. Tack vare de löpande samarbeten som existerar med bankerna kan emittenterna förhållandevis enkelt få tag marknadsinformation. Genom att ringa och prata direkt med välinformerade personer som sitter mitt i marknaden kan emittenterna snabbt och billigt skaffa sig en god in- och överblick på marknaden. (Emittent 3) För emittenterna är det nödvändigt att föra en kontinuerlig dialog med banker och emissionsinstitut, då det är de som sitter på investerarkontakter och marknadsöverblick. (Emittent 1)

Av just den anledningen är det viktigt för bankerna att kunna erbjuda ett bra och tillförlitligt informationsflöde till emittenterna. Genom att förse en emittent med mycket mer information och beslutsunderlag än konkurrenterna är kan en bank placera sig i en premierad position. (Bank 1) Risken att en bank skulle utnyttja sitt övertag på information genom att rekommendera ett pris som inte är marknadsmässigt är dock liten. Antalet deltagande banker i kombination med emittenternas insikt i marknaden är för hög. (Emittent 1)

Bankerna hjälper också till att bygga relationer och förmedla information mellan emittenter och investerare genom att arrangera olika typer av möten och presentationer. Detta är ytterligare ett sätt för en bank att bygga en relation med emittenten och försöka profilera sig i konkurrensen med andra banker. Generellt sett sker den mesta kontakten mellan emittent och investerare via banken. (Bank 1)

### **Prissättning**

Som vi har nämnt tidigare är en företagsobligations pris uppbyggt av riskfri ränta<sup>38</sup>, kreditriskpremie och likviditetspremie. Det sker en löpande dialog med de affärsbanker som emittenten har samarbete med om hur företaget ligger till och vilken prissättning som är rimlig. Utöver det tittar företagen och bankerna på vad eventuellt redan utestående obligationer handlas till. En andrahandsmarknad där det finns transparens i prissättningen fungerar som en viktig vägledning vid prissättning vid nya emissioner. (Emittent 2) Utöver eget utställda obligationer finns det andra tänkbara på referenstransaktioner, dels på företag inom samma bransch och dels på företag med motsvarande kreditrating. (Emittent 1) Ett tredje sätt som används för att hitta rätt nivå är att ta kreditderivatmarknaden till hjälp<sup>39</sup> (Emittent 2).

### **Kostnader för emittenten**

Utöver räntan tillkommer vissa kostnader för det emitterande bolaget. Det finns en praxis att bankerna får en försäljningsprovision som i regel utgör ca två punkter per år. Utöver det tillkommer en del administrativa kostnader som

---

<sup>38</sup> På dagens marknad används för löptider upp till ett år och sedan tar prissättningen på swap-marknaden över. (Emittent 3)

<sup>39</sup> För vidare diskussion kring kreditderivat se 4.6.1

banken har, och dessutom utgår en viss avgift till arrangörsbanken och de olika handlare som ingår i emissionen. De stora kostnaderna utgörs dock av provisionen till banken. (Emittent 3; Emittent 2) Hur stora dessa provisioner är beror på hur hård konkurrensen är mellan bankerna och hur avancerad produkten är. Rör det sig om en ”plain vanilla<sup>40</sup>” obligation kan idag spreaden som banken tar vara nere i en till en halv räntepunkt. Rör det sig om en mer komplicerad produkt med till exempel inbakade valutaswappar<sup>41</sup> så kan bankerna ta ut en större spread. (Bank 5) Det spelar även roll på vilken marknad emittenten ställer ut, väljer den att emittera under sitt EMTN-program får den generellt räkna med högre avgifter än om emission sker i Sverige, i synnerhet jämfört med en ”private placement<sup>42</sup>” (Emittent 2).

#### **4.3.4 Intermediärer – De stora affärs- och investmentbankerna**

På den svenska företagsobligationsmarknaden finns det ett antal ganska väletablerade aktörer som fungerar som intermediärer. Det rör sig nästan uteslutande om större affärsbanker. Dessa 5-6 stycken större banker har alla olika motiv och strategier med sin obligationshandel. (Bank 1; Investerare 2) När det gäller konkurrensen mellan investmentbankerna i Sverige är det så att vissa har riktat in sig mer på företagsobligationer än andra. Framför allt två av affärsbankerna har vuxit sig starka (Nordea och SEB), och är inom det här segmentet tonsättande genom sina satsningar på företagsobligationer. (Investerare 2)

---

<sup>40</sup> Alltså en standardobligation.

<sup>41</sup> Ett finansiellt instrument som möjliggör att man kan byta sina kassaflöden till en annan valuta. Se Hässel *et al* (2001)

<sup>42</sup> Se punkten 3.2.1

För att lyckas som intermediär på företagsobligationsmarknaden krävs det att banken kan tillhandahålla en rad olika tjänster till såväl emittent som investerare. För det första är det viktigt med en stark distributionsplattform. Alltså att ha dedikerade personer som har som enda uppgift att diskutera med investerare vad det är för tillgångar, sektorer, löptider och strukturer som de söker. (Bank 1)

Den andra biten som är nödvändig är att kunna handla med obligationerna. Att banken alltid möjliggör för en investerare att kunna gå ur sin position genom att ha kapacitet att agera motpart även när de inte kan hitta en köpare på marknaden är en nödvändig del. (Bank 1). Den tredje aspekten är analyskapacitet. De måste ha en oerhört stark kapacitet att utreda företag och branscher med avseende risker och möjligheter. Samt att kunna skapa sig en uppfattning om vilka prisnivåer som är lämpliga att handla på. (Bank 1)

Den fjärde komponenten är att ha en legal kapacitet. Att ha möjlighet att bygga en legal plattform varunder varje specifik emittent kan emittera på ett sätt som står i överensstämmelse med företagets övriga kapitalanskaffning. Detta är en avgörande del för att kunna se till att transaktionerna genomförs på ett riktigt sätt som inte låser in aktörerna i lånestrukturer som kan vara svåra att lösgöra. (Bank 1)

Den femte aspekten är vad bankerna kallar ”origination”, vilket är att alltid ha full kontroll på emittenternas aktiviteter. Till exempel att ha koll på de kapitalstrukturförändringar som företagen idag håller på med. De för även en löpande dialog med företagen om deras kapitalbehov. För att komma åt den

typen av information och lyckas öppna upp en bra dialog är det viktigt att lära känna företagen och veta vilka behov de har. (Bank 1)

### **Lönsamheten**

Hur lönsam den här typen av verksamhet är för bankerna är svårt att bedöma. Bland de aktörer som har intervjuats råder det en ganska skild uppfattning. De emittenter vi intervjuat upplever att det sannolikt rör sig om en relativt lönsam verksamhet för bankerna. (Emittent 1; Emittent 2; Emittent 3) Om inte annat med tanke på att de enheter som hanterar företagsobligationer ofta är de mest lönsamma hos bankerna (Emittent 3).

Bankerna själva beskriver en ganska splittrad bild av lönsamheten på den här marknaden. Vissa banken upplever att det överlag har varit en ganska god lönsamhet över tiden, och menar att det ska vara så med tanke på de investeringarna som den här verksamheten är förknippat med. Det krävs en hel del personal och mycket teknologi för att kunna hålla sig ajour med marknadsutvecklingen. (Bank 1) Andra banker menar att obligationsaffären i sig inte är särskilt lönsam utan den är mer en produkt som investmentbankerna ställer upp med, för att kunna få del av andra typer av affärer (Bank 4; Emittent 2). Oavsett lönsamheten så är alla banker överens om att företagsobligationshandel är en viktig faktor för att kunna upprätthålla en nära relation med de stora företagen. (Bank 4; Bank 1; Bank 5)

### **Konkurrenssituationen**

Även om emission och handel av företagsobligationer upplevs som varierande lönsamt av bankerna så är ändå konkurrensen om affärerna hård mellan dem (Emittent 1). Vilket leder till att det är svårt för nya aktörer att etablera sig på

marknaden. Det finns inte mycket pengar att tjäna och marknaden i Sverige är så väl utvecklad att det sannolikt inte kommer att dyka upp många nya aktörer framöver. (Bank 4) Ett tänkbart alternativ är om redan existerande utländska aktörer skulle välja att ta sig an den svenska marknaden (Bank 5).

Att konkurrensen mellan bankerna är stor visar sig i de låga avgifterna och kreditspreadarna. Vid en emission för ett större och väletablerat bolag kommer utöver de ovan nämnda affärsbankerna även utländska aktörer kunna vara med och konkurrera med hjälp av valutaswappar. (Bank 4)

#### **4.3.5 Transaktionen mellan Bank och Investerare**

Vid en emission på primärmarknaden går det typiskt till så att ett bolag ger en bank i uppdrag att emittera obligationer, alternativt inleder ett auktionsförfarande. Banken ringer då runt till sina investerarkontakter och informerar om förutsättningar och eventuellt pris i syfte att skapa sig bild av hur stort intresset är. Investerarna lämnar sedan om de är intresserade bud på hur mycket de vill köpa. Efter det så erhåller investeraren tilldelning från banken. Det här är en process som tar cirka två dagar. Det är inte helt ovanligt att emissionen blir övertecknad vid tillfällena då intresset från investerarna är stort. (Investerare 2)

För emittenterna är det sällan av vikt vem som köper och äger deras obligationer, bara att de får in den önskade mängden kapital till det önskade priset. De har enligt lag inte heller rätt att se vem som innehar deras obligationer<sup>43</sup>. (Emittent 3) Det är dock, precis som vi har nämnt tidigare,

---

<sup>43</sup> Till skillnad ifrån Aktier där man har så kallade öppna aktieböcker.

viktigt för många emittenter att vårda sin marknad och se till att ha goda kontakter med sina investerare. Intresset hos emittenterna för att kommunicera öppet med investerarna varierar, vissa emittenter är väldigt måna om sina investerare. Det gäller ofta banker och finansiella bolag som vill förklara sin upplåningspolicy. Intresset varierar också över tiden beroende på hur viktig obligationsmarknaden är som finansieringskälla för det enskilda företaget. Kontakten med obligationsinnehavare blir sannolikt också viktigare när ett bolag hamnar i svårigheter. Vissa amerikanska och europeiska bolag är väldigt noga med att förklara sin upplåningspolicy. Generellt sett är svenska företag dåliga på den här typen av verksamhet. (Investerare 2)

### **Kontakten och relationen med investerarna**

I stort sett all kontakt mellan investerare och banker sker med hjälp av telefon. Det är enligt flera av våra respondenter ett nödvändigt sätt att sköta informationsöverföring och handel på. Dels på grund av att det oftast rör sig om stora volymer, och dels på grund av att den aktuella marknadssituationen är starkt avhängig vilka innehav och intentioner andra aktörer har. Det är ofta omöjligt att skaffa sig en tillräcklig marknadsöverblick för att kunna gå till handelsbeslut utan att vända sig till en eller flera av bankerna. (Investerare 2; Bank 3)

Den typ av marknadsinformation som bankerna tillför är främst handels-, och innehavsmässig. När det gäller information kring de emitterande företagen så finns det generellt sett gott om publik information. I synnerhet om det gäller ett företag som är rateat och har ett MTN-program. Om det däremot rör sig om en ny låntagare utan tidigare rating genomför banken en så kallad

skuggrating och kreditresearch som de distribuerar till sina investerarkontakter. (Bank 4; Investerare 1)

En investerare har typiskt valt en eller ett fåtal av affärsbankerna som den väljer att göra affärer med. Det är generellt sett viktigt att ha en nära relation med sina motparter och bankerna utvärderas, förutom utifrån förmågan att ställa bra priser, också utifrån servicenivå och utbud på analyser. Det är viktigt för affärsbankerna att ha stora analysstabbar som gör research och arbetar fram material som löpande kan erbjudas investerarna. (Investerare 2) Eftersom marknaden inte är hundra procentigt genomlyst är det väldigt viktigt vad och hur banken kommunicerar med investerarna. Det handlar om långa processer för att skapa förtroende och bygga goda relationer med sina motparter (Bank 3). Det räcker inte med att ha en bra produkt, det måste även finnas en bra relation med kunden om det ska vara möjligt att skapa affärer. (Bank 2)

Det händer även att en bank skräddarsyr en analys åt en specifik investerare. Investerarna är så pass få på marknaden att deras relationsbanker har god insikt i deras strategi, marknadsuppfattning och innehav. Något som investerarna även uppmuntrar genom att vara öppna med den här typen av information mot sina banker. Denna öppenhet möjliggör också för bankerna att kunna bevaka om det finns eventuella köpare av de obligationer som en viss emittent innehar. (Investerare 2)

Den svenska företagsobligationsmarknaden karaktäriseras av att bankerna mäklar positioner och de har sällan själva stora lager. Vilket innebär att om en



aktör vill sälja en obligation måste banken hitta en köpare. Det är därför viktigt att tänka långsiktigt. Det går till exempel sällan att gå ur en position idag för att köpa tillbaka den om två veckor. Det är inte säkert att det då finns en säljare. När handel väl sker ringer investeraren runt bland sina banker och kollar priser på den aktuella obligationen. Affär görs oftast med den bank som ger bäst pris, men om priset skiljer väldigt lite kan den aktör som gett bäst service få affären. Investerarna försöker även att sprida sin handel så att den speglar den mängd information och service de fått ifrån en viss bank. Det är oftast samma personer på respektive bank investeraren gör affärer med. Genom att bygga upp personliga kontakter kan bank och investerare lära känna varandras behov och på ett enklare sätt förmedla den information som motparten är i behov av. (Investerare 2)

### **Informationsöverföring och informationssystem**

Ett problem med telefonhandel är transparensen i prisbilden, i dagens läge måste en investerare e-posta eller ringa runt till flera olika motparter för att få faktiska priser och information om vad som finns utestående. Även om det går skapa sig en hyfsad prisbild med hjälp Bloombergs och Reuters så måste investerarna nästan uteslutande ta kontakt med en eller flera banker. Framför allt för att få veta vem som innehar obligationerna och vem som kan tänkas vara intresserad av dem. Denna information är det bankerna som tillhandahåller och det är också de som ställer priser på olika obligationer. (Investerare 2; Bank 5; Investerare 1; Bank 4)

De mer aktiva affärsbankerna har ofta någon form av intern databas där de värderar företagsobligationer. Framst gäller detta de obligationer som bankerna varit med och emitterat samt de obligationer där banken garanterar

andrahandsmarknaden. Dock har de större bankerna även priser på de flesta övriga utestående obligationer. Hos vissa banker kommer den här informationen investeraren till godo, vilket betyder att de stora investerarna som köper företagsobligationer löpande kan gå in och se vad deras innehav är värda. Andra banker väljer att behålla den typen av information internt. (Bank 1; Bank 4; Bank 5)

Det här systemet syftar till att underlätta för investerarna att skapa sig en bild av marknaden och därmed oftare våga ta säljbeslut. Bankerna är dock ganska selektiva när det gäller vilka som får tillgång till deras system. De vill absolut inte att deras konkurrenter ska få tag på den informationen, även om de är medvetna om att konkurrenterna har liknande system. Det kan tänkas finnas en viss risk att investerarna sprider vidare den information de får tillgång till via dessa system, men bankerna upplever att en aktör som har tillgång till information som är värdefull också inser att det är värdefullt att inte sprida den informationen alltför vitt. (Bank 1)

Det är tänkbart att dessa banker sitter med ett informationsövertag över många av de investerare de handlar med. I synnerhet gentemot mindre investerare som inte har tillgång till dessa informationssystem. För sådana aktörer kan marknaden te sig svårpenetrerad och asymmetrisk. (Investerare 1) Bankerna upplever dock att dessa mindre investerare, som inte har tillgång till systemet, inte heller har något behov av det. De kan få all nödvändig information de behöver direkt från banken via telefon. (Bank 1)

När emissionen väl har genomförts läggs informationen i regel ut på ett större informationssystem i stil med Bloombergs. Syftet med detta system är dock endast att redovisa villkoren för respektive obligation. Generellt går det inte att hitta köp- och säljkurser i dessa system. Det som finns är information av typen emittent och dess rating samt storlek, löptid, arrangör och yield. (Bank 4; Bank 2)

### **Köp för egna böcker**

Det är inte helt ovanligt att en bank vid en emission väljer att köpa en del av obligationen själv, så kallat för egna böcker (Emittent 1). Det kan ske på grund av att banken har gjort en underwriting och inte lyckas sälja vidare hela obligationen. Det kan också vara en frivillig position som banken tar för att förbättra distributionen på marknaden. Det är så att det finns ett antal stora investerare, till exempel AP-fonderna, som idag dominerar marknaden. Vid en emission så är ambitionen generellt ifrån bankerna att så fort som möjligt sälja ut den till investerare. Något som innebär att de mindre och medelstora investerarna, som sitter på portföljer mellan 25 och 500 miljoner, får svårt att hinna med. Det händer att hela obligationer går åt när banken gör en första rundringning bland de stora investerarna. Det uppstår ibland en form av dragkamp mellan stora och mindre investerare. Därför väljer vissa banker att ha en ganska stor portfölj med obligationer som de kan tillgodose sina mindre investerares behov med. (Bank 1; Investerare 1) Det händer även att bankernas fondförvaltare köper in sig i obligationer. Dock agerar de egna fondera mycket professionellt och handel sker alltid till marknadsmässiga priser. (Bank 4)

#### **4.3.6 Investerare – Stora fonder och försäkringsbolag**

Den svenska obligationsmarknaden domineras sedan länge av få och stora investerare och har hög transparens med avseende på vilka som är aktiva investerare. Den första delen och traditionellt största av investerarna är AP-fonderna. De hade länge förhållandevis restriktiva investeringsreglementen där det stipulerades vilka fonder och vilka typer av instrument som de hade mandat att investera i. Dock har dessa regler lättats de senaste åren. (Bank 3; Asgemyr *et al*, 2000)

Försäkringsbolag och pensionsfonder utgör den andra delen av de dominerande investerarna (Bank 2). Även de har traditionellt varit reglerade i sina investeringsmöjligheter, men har på senare tid fått större möjlighet att styra sina investeringar som ett led i EU-harmoniseringen. Andelen företagsobligationer i AP-fondernas, försäkringsbolagens och bankernas obligationsportföljer har traditionellt varit liten jämfört med stats- och bostadsobligationer. Dock går det att se en svagt positiv trend på den andel som företagsobligationer utgör under de senaste tio åren. (Asgemyr *et al*, 2000)

#### **Investeringsfilosofier**

De flesta av aktörerna på företagsobligationsmarknaden, främst i form av försäkringsbolag, pensionsbolag och fondförvaltare, är så kallade buy-and-hold<sup>44</sup> -investerare. (Bank 1; Bank 4; Bank 3) Det finns dock ett flertal betydelsefulla aktörer som sysslar med aktiv ränteförvaltning. Genom att

---

<sup>44</sup> Med ”Buy-and-hold” menas köp av en obligation med avsikt att behålla den till förfall och därmed inte omsätta den på andrahandsmarknaden.

bilda sig en uppfattning om hur räntorna kommer utvecklas, hur centralbankerna kommer att agera, utvecklingen på creditspreadarna och hur avkastningskurvan kommer att se ut tar de olika positioner. Det finns också en rad ytterligare faktorer som gör att investerarna omsätter sina innehav; det kan vara ändrad rating, ägarskiftningar eller ändrade bokföringsregler. (Bank 3; Investerare 2)

När det gäller försäkringsbolagens investeringsfilosofier så är de ganska spridda. För vissa, i synnerhet sakförsäkringsbolag, är det viktigt att ha en marknad som är likvid. Framför allt för att kunna gå ur positioner om något händer som skulle innebära stora utbetalningar. Sakförsäkringsbolagen undviker ofta aktier med dålig likviditet och de handlar i regel inte i instrument där det inte finns en fungerande elektronisk marknad. Något som gör att företagsobligationsmarknaden, i varje fall den svenska, inte ter sig som speciell lämplig. (Investerare 1) Dessutom blir risktänkandet något annorlunda när företagsobligationer användes jämfört med att uteslutande ha statspapper. För investerare som applicerar ett durations-tänk<sup>45</sup> i ränteplaceringarna så utgörs inte längre risken bara av durationen, utan nu även av kreditrisk. Ytterligare en aspekt som påverkar en investerare som baserar sina investeringar på duration är att det idag är svårt att på ett enkelt och billigt sätt förändra durationen i en företagsobligationsportfölj. (Investerare 1)

---

<sup>45</sup> Något förenklat att matcha sina tillgångar mot sina utbetalningar. Se även Hässel (2001).

För att kunna mäta sin prestation jämför sig nästan alltid investerarna mot ett index, eller något annat benchmark. Inte sällan leder det till att den enskilde investeraren väljer att återspegla indexet med sin portfölj och över- eller undervikta vissa tillgångar beroende på sina egna prognoser. (Bank 2)

#### **4.3.7 Återförsäljarmarknaden**

Hushållens direkta investeringar i obligationer har historiskt varit låg men tog i och med räntenivåerna 1992 fart ordentligt och har sedan dess utgjort en viktig del av obligationsmarknaden. Det gäller dock inte för företagsobligationsmarknaden där hushållen fortfarande utgör en försvinnande liten del av investerarna. (Asgemyr *et al*, 2000) Skälet till att privatpersoners andel är ganska låg beror sannolikt på att privatpersoner inte känner till företagsobligationer i så stor omfattning (Bank 3).

Generellt upplever bankerna att det finns ett växande intresse bland privatpersoner att investera i företagsobligationer (Bank 1; Bank 3). I till exempel Schweiz, USA och England är den typen av marknad välutvecklad. (Investerare 2) Det finns inte några direkta hinder för att en del av de obligationer som ställs ut skulle kunna placeras hos privatpersoner. Dock kan det finnas viss divergens mellan de tekniska utformningar som emittenter och privatpersoner föredrar. Mindre investerare vill sannolikt ha nollkupongare, främst av skatteskal. Medan många av de emitterande bolagen hellre ser en mer traditionell struktur med löpande utbetalningar. (Bank 1)

Några av de banker vi talat med har de senaste åren inlett distribution av företagsobligationer via sina kontorsnät till mindre kunder, privatpersoner och

små företag. De har medvetet arbetat med att utveckla den här marknaden. Framför allt efter att många kunder förlorat pengar på börsen började privatpersoner efterfråga ett säkrare alternativ. Det kan dock enligt bankerna ta ett tag innan det får ordentligt genomslag, särskild med tanke på att Sverige traditionellt har varit ett aktieland. (Bank 3; Bank 1) Att företagsobligationer skulle vara svåra att förstå ser bankerna inte som ett problem. De mindre investerarna upplevs ha god insikt i vad företagsobligationer handlar om. En obligation är dessutom både enklare och tryggare än en aktie. Investeraren vet vilken avkastning den får, löptiden är fastställd och hålles den bara till förfall så får investeraren alltid tillbaka sina pengar. (Bank 2; Bank 3)

Det finns en aktör som specialiserat sig på den här marknaden. SOX är en automatiserad marknad i OMX's regi för handel i företagsobligationer som riktar sig mer specifikt mot små och medelstora investerare. Det är där de riktigt små beloppen handlas. (Bank 3) Den generella bilden aktörerna på obligationsmarknaden har av SOX är att den fungerar bra och är uppskattad av de mindre investerarna, men inte lämpar sig för institutionell handel och därmed bara kan hantera en bråkdel av de idag utestående obligationerna. (Bank 1; Bank 4)

## **4.4 Andrahandsmarknaden**

### **4.4.1 Sekundärmarknaden**

Precis som med primärmarknaden så domineras handeln på andrahandsmarknaden av en OTC-baserad telefonmarknad (Bank 1; Investerare 1). Aktörerna kan i likhet med primärmarknaden komma åt information genom att antingen ringa de banker den brukar handla med eller,

om investeraren utgör en större kund, få tillgång till de informationssystem som de större bankerna tillhandahåller (Bank 1; Bank 3). Bloombergs och Reuters finansiella informationssystem innebär viss vägledning för dem som har tillgång till dem. Dock upplevs dessa system ofta som knapphändiga i sin information och överblickbarhet, i synnerhet med avseende på information kring köp- och säljkurser. (Emittent 3; Bank 3)

Emittenterna uttrycker generellt att de har ett intresse i att det finns en fungerande andrahandsmarknad i deras obligationer. Dels för att kunna få en bra bild av prissättningen vid nyemissioner, och dels för att kunna hitta en motpart när de själva vill gå in och ändra sin kapitalbindning. De är dock sällan beredda att aktivt arbeta för att en sådan marknad ska uppstå, till exempel genom att genomföra större emissioner. De menar att det är något som banker och investerare får sköta. (Emittent 3; Emittent 1; Emittent 2) Ytterligare ett skäl som nämns av emittenterna är att en bättre fungerande andrahandsmarknad kan leda till högre likviditet och en förmånligare prissättning (Emittent 2). Handeln i företagsobligationer är idag ganska begränsad, vilket kan bero på att de relativt fort hamnar hos slutinvesterare (Emittent 3). Likviditeten anses dock vara ganska god på grund av att de större bankerna ofta agerar motpart. Dock kan investeraren ibland bli tvungen att betala ett ganska högt pris i form av köp- och säljspread för att komma till avslut. (Bank 1; Emittent 3)

#### **4.4.2 Kostnader**

Det fungerar lite annorlunda på räntemarknaden gentemot till exempel aktiemarknaden gällande avgifter. Aktiemarknaden bygger på courtage-



handel, i räntemarknaden är det istället skillnaderna mellan köp och säljkurs som gör att bankerna tjänar pengar. (Investerare 2; Investerare 1) Det blir därför kostsamt att handla ofta i obligationer. Om investeraren handlar frekvent i samma papper förlorar investeraren punkterna mellan köp- och säljkursen varje gång en affär genomförs. (Investerare 2)

## **4.5 Dagens situation**

### **4.5.1 Säljarens marknad**

Situationen på den svenska företagsobligationsmarknaden idag är något speciell. Den fungerade generellt sett bättre för ett par år sedan, men på grund av en överkapitaliserad marknad med många investerare och få emittenter har emissioner och handel på andrahandsmarknaden minskat. (Emittent 3; Investerare 1; Investerare 2) Finansieringsbehovet för svensk industri är idag mycket begränsat. Företagen har i väldigt stor utsträckning minskat sin skuldsättning och istället använt sina vinster för att finansiera sin verksamhet. Detta i kombination med att bankerna har väldigt mycket pengar att låna ut ifrån sina egna balansräkningar har gjort att mängden utestående företagsobligationer idag är liten. (Bank 1; Bank 4; Emittent 3; Emittent 1) Många låntagare har idag så mycket kapital att de inte har något behov av att nyttja obligationsmarknaden. I stort sett är det bara de emittenter som traditionellt använt sig av obligationsfinansiering som är aktiva på marknaden, främst då för att behålla sin marknadsnärvaro. (Bank 4; Investerare 1)

Detta i kombination med att det fortfarande finns gott om investerare har lett till att kreditspreadarna är mycket pressade. Något som tillsammans med den

låga marknadsräntan ger en situation som är mycket gynnsam för emittenterna. (Emittent 3; Investerare 2) De kan få tag i kapital extremt billigt, oavsett om de lånar på den inhemska marknaden eller i euromarknaden (Bank 4). Dock leder inte detta till att fler bolag utnyttjar obligationsfinansiering. Emittenterna styrs i större utsträckning av sitt upplåningsbehov än av kostnaden för att låna upp. (Bank 4) Däremot har det gjorts att utländska investmentbanker har fått upp ögonen för den svenska marknaden och börjat genomföra emissioner här för att sen swappa om det till en någon annan valuta. Något som till viss del har berikat det annars ganska skrala utbudet. (Investerare 2) Det tunna utbudet på obligationer har också lett till att emittenterna i dagens läge relativt lätt kan få ut sina emissioner till önskade nivåer. Det har till och med gått så långt att många börjar använda sig av ett auktionsförfarande mellan sina affärsbanker för att få ett så fördelaktigt pris som möjligt. Den här typen av emissionsförfarande har växt påtagligt de senaste åren, även om det fortfarande är i minoritet. (Bank 2)

Dagens marknadssituation påverkar även investerarna, inte bara genom de låga kreditspreadarna, utan också genom det begränsade utbudet. Att det finns så få emittenter gör att investerarna tenderar att behålla sina obligationer längre än vad de annars skulle ha gjort. Istället för att släppa obligationerna vidare till andrahandsmarknaden väntar investeraren fram tills den vet vad som kan köpas istället. (Investerare 2; Bank 1) Hade det funnits större utbud på marknaden så skulle det sannolikt gå att driva fram en större aktivitet på andrahandsmarknaden. Denna brist på emittenter kan ses som en av huvudorsakerna till att marknaden inte är mer utvecklad och likvid. (Bank 1; Bank 4; Investerare 1)

## 4.6 Närliggande marknader

*Det finns några närliggande marknader till den svenska företagsobligationsmarknaden som vid ett flertal tillfällen har omnämnts av våra respondenter samt dragits paralleller till. Även om dessa marknader inte ingår i studien primärt har det visat sig vara nödvändigt att beakta den inverkan de har på den marknad vi undersöker.*

### 4.6.1 CDS–marknaden

Credit Default Swap (CDS) är ett kontrakt som gör det möjligt att köpa och sälja skydd mot kreditrisken i ett visst bolag. Om en investerare har ett stort innehav i företagsobligationer och vill minska sin riskexponering är det möjligt köpa skydd via en CDS. Köparen av försäkringen får rätten att sälja en obligation till par-värde vid en eventuell kreditförlust. För detta betalar han under swappens livstid en löpande avgift. (Hull, 2003) Om en aktör på den finansiella marknaden vill köpa ett default-skydd betalar den till sin motpart ett antal räntepunkter per år. Det som styr priset på skyddet är i princip skillnaden mellan räntan på företagsobligationen och riskfri ränta, exempelvis Stibor. (Bank 4)

Eftersom likviditeten i svenska företagsobligationer är ganska låg, kan den som vill ta en position istället vända sig till CDS-marknaden där likviditeten är bättre. En investerare kan ta en lång position i en default swap istället för att spekulera i de sämre omsatta obligationerna. (Bank 5) CDS-marknaden är därmed tätt sammankopplad med företagsobligationsmarknaden, men det är svårt att avgöra vilken marknad som är den styrande. (Bank 4)

#### 4.6.2 Eurobond-marknaden<sup>46</sup>

Det finns skillnader mellan den svenska marknaden och euromarknaden, i den senare ställs det ut i mycket större volymer och det finns fler emittenter. På vissa lån i europamarknaden går det att på en skärm få en uppfattning om priset, men det gäller bara de riktigt stora lånen. Ett av flera exempel på en elektronisk marknadsplats utanför Sverige är Tradeweb<sup>47</sup>, där lägger aktörerna ut en order till sina motparter elektroniskt och om någon svarar genomförs affären direkt och elektroniskt. Det går på Tradeweb att handla i bättre rateade obligationer i Dollar, Euro och Sterling. Det krävs alltså att lånen är på viss storlek och att det finns intresse att handla i dem för att det elektronisk ska gå att skapa en bra prisbild. På grund av stora förvärv genomförde många nordiska emittenter i början på 00-talet lån stora nog för att detta skulle vara möjligt. Dock har marknaden de senaste åren krympt för emissioner i företagsobligationer och det är idag ovanligt med så stora lån (Bank 2).

#### 4.6.3 Fler valutor

I Sverige kan ett bolag emittera i SEK och i Euro. Det beror på att värdepapperscentralen endast klarar att registrera lån i de valutorna. När en emission däremot genomförs inom ramen för ett EMTN-program fungerar det

---

<sup>46</sup> Det råder en viss begreppsförvirring bland våra respondenter när det gäller skillnaden mellan Eurobond-marknaden, och marknaden för obligationer noterade i Euro. Den förstnämnda är en marknad för obligationer som är underwriteade av en eller flera internationella aktörer under engelsk lag och kan vara noterad i en mängd olika valutor (Levish 2003; Bank 3). Den sistnämnda utgörs, precis som det låter, av obligationer i Euro. Gränsdragningen är dock inte avgörande för den här studien, utan det rör sig snarare om en diskussion kring alternativa marknader för svenska aktörer att vända sig till. Vi vill dock reservera oss från eventuella missförstånd som uppstått mellan oss och våra respondenter som följd av denna begreppsförvirring.

<sup>47</sup> Se <http://www.tradeweb.com/default.aspx>

med vilken valuta som helst. Oftast sker det dock i Euro. När det gäller svenska bolag emitterar många av dem på båda marknaderna. För de stora låntagarna är möjligheterna lika stora att emittera i Euromarknaden som i svenska marknaden. Var ett bolag väljer att ställa ut obligationer är oftast en kostnadsfråga, men ibland avgör även valutan. Det händer att företag ställer ut obligationer i en valuta för att sedan swappa om kassaflödet till en annan. (Bank 4)

Den svenska marknaden har traditionellt sett, jämfört med den internationella, varit billigare när det gäller att emittera i kronor. Det är dock så att även om ett företag väljer att emittera via sitt EMTN-program så placeras det oftast i Sverige. Investeringarna blir alltså, givet valuta, de samma oavsett program. (Bank 4)

## **4.7 Framtidsutsikter**

*I den del av våra intervjuer som behandlade företagsobligationsmarknadens framtid var bilden vi fick något skiftande, det vi primärt undersöker här är huruvida det är möjligt med en mer automatiserad marknad. Nedan följer delarna av intervjuerna som handlar om detta, under rubriken "emot" hamnar de delar av intervjumaterialet som talade emot en automatiserad börs och det motsatta gäller för rubriken "för". Samma respondent kan vara representerad under båda rubrikerna.*

### **4.7.1 Emot**

När det gäller obligationshandel är det till stor del kvalitativ information som skall förmedlas, vilka affärer som går att genomföra och vart investeringarna finns. Det är affärsprocessen och kommunikationen med motparten som är

viktig, själva avslutet är en ren teknikalitet. Obligationer är för ostandardiserade för att passa i en elektronisk marknad och lämpar sig mer för OTC-handel. (Emittent 2)

Just den personliga kontakten med bankerna är något som investerare uppskattar. Att kunna kommunicera med välinformerade personer som sitter mitt i marknaden är värdefullt. (Emittent 3)

Att marknaden är elektronisk är inte det viktiga, det viktiga är att den är likvid. Investerarna vill kunna ringa sin bank och få sina köp- och säljpriser till det belopp de önskar handla, detta kanske inte går att genomföra elektroniskt. (Bank 3)

Ett skäl till att det inte utvecklats en automatiserad marknad är att företagsobligationer emitteras i för små volymer, det kanske inte finns några skalfördelar med den typen av marknadsplats (Emittent 1).

Utbudet av obligationer kommer att vara begränsat även i framtiden, andledningen är att företagsobligationer inte är en så vanlig finansieringskanal för svenska bolag. Någon börshandel är inte möjlig. Det som kan förbättras är informationen på marknaden, att prisbilden klargörs bättre. (Investerare 2)

Frågan är om ett sådant system skulle hjälpa bankernas syften, dessutom är det svårt att säga om intresset från investerarna faktiskt skulle öka om marknaden blev mer elektronisk (Bank 2).

#### 4.7.2 För

Som det ser ut nu finns det en del samarbeten mellan bankerna som syftar till att utveckla marknaden. Ett exempel är att de gemensamt upprätthåller likviditeten i lån emitterade av Stora Enso, här garanteras investeraren god likviditet. Detta är dock inget generellt utan gäller endast specifika emittenter. (Bank 1)

Det finns förutsättningar för en aktionsmarknad, de avslut som idag görs per telefon kan mycket väl genomföras elektroniskt. Men för att utvecklingen skall gå mot en sådan marknad måste den drivas av banker eller investerare. Troligt är dock bankerna inte särskilt intresserade av den typen av förändring, de har en aktiv roll i dagens marknad och eventuellt försöker de hindra en sådan process. (Emittent 3)

Försök har gjorts med något som kallas för E-bonds och resultaten var relativt goda, både emittenter och investerare gillade konceptet. Men för att marknaden skall utvecklas måste bankerna få bolagen att våga satsa på en annan emissionsteknik och därigenom nå en bredare investerarbas. För två till tre år sedan minskade dock emittenternas upplåningsbehov vilket medförde ett minskat intresse för utveckling av marknaden. Troligtvis vänder utvecklingen om finansieringsbehovet ökar. (Bank 1)

Det är en tidsfråga innan marknaden blir mer elektronisk, det finns redan vid valutor så tiden kommer snart till obligationer. Handel via Internet kommer att bli naturligt när det gäller riktigt stora låntagare då information om dessa är lätt att få tag på. När det gäller mindre bolag eller om produkten är

komplex kan det däremot vara bra med en telefonmarknad och personlig kontakt. (Bank 4)



## **5. Analys och Diskussion**

*Vi kommer här att med utgångspunkt i våra frågeställningar använda de teorier vi tidigare redovisat för att analysera den data vi insamlat och beskrivit i empirin. Syftet är att det hela ska utmynna i så heltäckande och gedigna svar som möjligt på våra frågeställningar.*

### **5.1 Den svenska företagsobligationsmarknadens effektivitet**

I det här stycket ämnar vi att analysera hur våra respondenter har beskrivit företagsobligationsmarknaden utifrån de teorier vi tidigare presenterat kring en effektiv finansiell marknad. Detta i syfte att utröna utifrån vilka aspekter dagens marknad kan eller inte kan ses som effektiv.

Våra respondenter har beskrivit marknaden utifrån olika perspektiv, erfarenheter och uppfattningar. Det största flertalet har en generellt positiv bild av det idag rådande systemet. För att möjliggöra en diskussion kring huruvida deras uppfattning stämmer överens med en mer teoretisk bild av en fungerande marknad utgår vi i detta stycke uteslutande ifrån de beskrivningar och förklaringar av marknaden som vi fått under intervjuerna och bortser ifrån de mer värderande åsikter som uttryckts.

#### **5.1.1 Informationseffektivitet**

En av de centrala aspekterna av en finansiell marknad är dess förmåga att allokera kapital på ett effektivt sätt. Något som leder till att kapital alltid investeras i de tillgångar och projekt som är mest lönsamma.

En avgörande aspekt när effektiv allokering diskuteras är tillgången till information. Precis som Coase argumenterade är det nödvändigt för oss att här släppa på antagandet om rationella aktörer och fullständig information för att kunna beskriva den komplexa verklighet som företagsobligationsmarknaden utgör. På dagens svenska marknad råder det långt ifrån fullständig information. Precis som vi har beskrivit i empirin finns det gott om aktörer som antingen saknar information, eller bara kan komma åt den till höga kostnader.

När det gäller information kring företagen och deras kreditrisk är det relativt enkelt och billigt att komma åt information. Antingen genom att ta del av den publika information som står till buds eller, i de fall det finns, använda sig av företagets kreditrating. Det kan dock vara så att denna information tidvis är något inaktuell. Ratingbolagen genomför i regel sina kreditvärderingar i samband med att ett företag släpper en rapport vilket kan innebära att informationen ibland är ouppdaterad. Även för de o-rateade bolagen kommer informationen generellt marknaden till godo främst vid de tillfällen de offentliggör rapporter. Dock finns det oftast ett löpande informationsflöde ifrån företagen via kanaler såsom Reuters och Bloomberg vilka möjliggör för en investerare att överbrygga de här tidsmässiga gapen av bolagsspecifik information. Emittenterna är också noga med att inte släppa ifrån sig någon information utöver detta och att inte premiera någon part informationsmässigt. Inte ens de banker som de har ett nära samarbete har tillgång till icke publik information. Så i denna aspekt är marknaden tämligen väl genomlyst och symmetrisk med avseende på information.

Dock är situationen en helt annan när det gäller marknadsmässig genomlysning. På primärmarknaden yttrar sig det i att bara stora och väletablerade investerare som har en tidigare relation med intermediären får information vid en emission. Det händer även att mindre investerare får tillgång till denna information, men bara de som på förhand visat intresse. Informationsutbytet sker också uteslutande via telefon, vilket kan leda till att investerarna måste ringa runt bland flera banker för att skapa sig en uppfattning om det aktuella utbudet.

Även på andrahandsmarknaden är den marknadsmässiga genomlysningen bristfällig. De informationssystem<sup>48</sup> som finns saknar antingen delar av den relevanta informationen eller, som i fallet med bankernas egna system, bara kommer större och mer trogna kunder till godo. Detta leder till att endast vissa investerare kan skapa sig en bra bild av marknadsläget. De övriga är precis som på primärmarknaden hänvisade åt att ringa runt bland bankerna. Bankerna sitter på den här marknaden med ett påtagligt marknadsmässigt informationsövertag gentemot både emittent och investerare. Det går därmed att utifrån Feldman och Stephensons definition att argumentera för att transparensen på företagsobligationsmarknaden är dålig. Det finns också risk för att så kallade informationsfickor uppstår. Alltså att en stor intermediär, tack vare att den har insikt i en stor del av den handel som sker, har en större förmåga att bilda sig en rättvis marknadsbild än vad en mindre intermediär har.

---

<sup>48</sup> Det vill säga Reuters och Bloombergs.

Denna bitvis bristfälliga information leder till att prissättningen och därmed den information som finns inkorporerad i priset inte alltid är fullständig. På primärmarknaden agerar uteslutande stora investerare med god insyn i både företags- och marknadsspecifik information och där är prissättningen och informationseffektiviteten ganska god. Vilket innebär att priset vid en emission sannolikt speglar både situationen och likviditeten på marknaden samt situationen i företaget.

Dessvärre är bilden en annan på andrahandsmarknaden. Här måste priset spegla mer än bara den ögonblicksbild som ett emissionstillfälle innebär. Den bristande handeln på denna marknad, och för många aktörer bristande transparensen, gör att priserna som råder långt ifrån speglar all relevant information. I de obligationer som bankerna ställer priser är det dock troligt att priset väl speglar informationen, främst med tanke på att bankerna generellt sett har en mycket god tillgång på information och knappast skulle underlåta att ta den i beaktning när de prissätter. Dessvärre finns den informationen bara att tillgå hos bankerna och kommer inte alla till godo.

### **5.1.2 Allokeringseffektivitet**

I dagens kraftigt överkapitaliserade marknad är det inte aktuellt att diskutera om den emittent som är beredd att betala det högsta priset är den som får tillgång till kapitalet. De företag som har ett intresse i att emittera obligationer får nästan uteslutande igenom sina emissioner. Det finns ett sådant överskott på kapital att det uppstår en dragkamp mellan investerarna om obligationerna. Vilket gör att det inte är en fråga om, givet kreditrisken, vilken emittent som är beredd att betala den högsta räntan utan vilken investerare som är beredd

att acceptera den lägsta avkastningen. Med tanke på den konkurrens som råder mellan dessa investerare är det sannolikt så att bara de som har en god förmåga att hantera den medföljande risken, och som därmed är beredda att acceptera en förhållandevis låg ränta, kommer att vilja köpa. Detta i kombination med de stora multiplar som obligationer handlas på idag utesluter i stort sett alla investerare förutom de riktigt stora.

Tänker man sig å andra sidan en marknad med mindre multiplar är det möjligt att även mindre investerare skulle kunna delta på marknaden. Dock är det inte sannolikt att dessa skulle kunna hantera risken bättre än dagens aktörer. Vilket innebär att de, antaget att de inte har annorlunda riskpreferenser, inte heller skulle vara beredda att acceptera ett lägre pris. Det är dock enligt vår mening tänkbart att det finns mindre aktörer med en annan riskpreferens<sup>49</sup>. De investerare som idag väljer att köpa in sig i räntefonder där företagsobligationer ingår är i realiteten innehavare av företagsobligationer. Dock tvingas de avstå en del av sin avkastning till banken i form av avgifter. Vilket innebär att de är beredda att acceptera en lägre ränta än den idag rådande för att bära kreditrisken.

Med det resonemang vi fört ovan för ögonen ter sig den svenska företagsobligationsmarknaden ha tämligen god förmåga att allokera kapital och risk. Givet tillgång till information om kreditrisk samt diversifieringsmöjligheter och likviditetspreferenser, så allokeras kapital och

---

<sup>49</sup> Vi har inte undersökt små investerares riskpreferenser specifikt i den här uppsatsen, och har därmed en ganska bristfällig uppfattning om denna. Resonemanget bygger hur dessa investerare agerar idag och, allt annat lika, borde agera om de fick direkt tillgång till företagsobligationsmarknaden.

risk på dagens företagsobligationsmarknad rimligt väl. Det är dock tänkbart att det finns investerare som innehar en annorlunda likviditetspreferens och som idag utesluts ifrån marknaden. Vilket tyder på att det kan gå att hitta en högre nivå av allokerings effektivitet på marknaden.

### **5.1.3 Systemeffektivitet**

Utöver en marknads förmåga att förmedla information, kapital och risk är det också viktigt att beakta hur riskfyllt det är att gå ifrån köpbeslut till fullkomligt avvecklad affär.

#### **Primärmarknaden**

Vid en emission registreras idag i stort sett alla obligationer via VPC och det är även via dem som administration och utbetalningar av kuponger sker. Den enskilda emittenten har ingen insikt i vem som köper eller äger deras obligationer och dessutom sker nästan all direkt kontakt med investerarna vid emission via de intermediärerande bankerna. Risken att motparten vid en emission inte skulle uppfylla sin del av avtalet, alltså motpartsrisk, är enligt vår uppfattning liten. Dels genom de ganska omfattande kontrakt som sätts upp vid en emission. Och dels genom de relationer som finns mellan aktörerna på marknaden. En aktör har sannolikt mer att förlora i anseende och framtida uteblivna affärer, än att vinna på att försöka lura sin motpart. MTN-programmen i kombination med de relationer som existerar fyller även ett syfte när det gäller att öka smidigheten och minska kostnaderna vid en emission. Genom att aktörerna känner sin motpart och dessutom har klara kontraktuella ramverk slipper de att insamla ny information vid varje tillfälle.

Vid de tillfällen emittenterna i kombination med en emission även behöver blanda in andra marknader är det viktigt att dessa på ett fungerande sätt går att länka ihop. Till exempel när en valutaswap behöver användas för att växla över ett kassaflöde till en annan valuta. Våra respondenter har inte på något djup gått in på hur väl dessa system är sammanlänkade, men heller inte uttryckt att det skulle innebära några märkbara risker, vilket leder oss till slutsatsen att systemeffektiviteten i den här aspekten i alla fall är tillfredställande.

### **Sekundärmarknaden**

På andrahandsmarknaden sker handeln generellt mellan antingen olika större investerare, eller mellan en av dessa och någon av de större affärsbankerna. Denna process tar ca två dagar innan affären är fullt avvecklad, något som precis som i fallet med primärmarknaden påverkar systemeffektiviteten negativt.

## **5.2 Instrumentets egenskaper**

En relevant fråga med avseende på vår problemställning är huruvida företagsobligationens uppbyggnad och egenskaper bidrar till vilken marknadstyp som lämpar sig bäst. I vår teoretiska referensram tar vi upp hur egenskaper hos ett finansiellt instrument kan tänkas påverka vilken marknadsstruktur som lämpar sig. Företagsobligationer är ett bra exempel på hur det går att skapa ett instrument av en finansiell tjänst genom att bygga ett handlingsbart värdepapper. Dock har det visat sig vara en svår uppgift att skapa ett tillräckligt standardiserat instrument för att möjliggöra elektronisk handel. Företagsobligationer har förutom en mångfacetterad teknisk struktur också en omfattande uppsättning faktorer som påverkar dess värde. Om det

inte finns ett system för att på ett effektivt sätt överföra relevant information kan det vara svårt för en aktör att sätta sig in i och jämföra olika obligationers egenskaper samt värdepåverkande faktorer.

Denna heterogenitet gällande den tekniska utformningen ställer även vissa krav på vilket system för handel som lämpar sig. Det kan i många fall vara svårt att på ett enkelt sätt framställa information, främst marknadsmässig, på ett överskådligt sätt då obligationerna skiljer sig åt i den tekniska utformningen. Den komplexa tekniska utformningen utgör enligt våra respondenter inte ett problem i sig, utan de menar att det är främst vid notering av kurser och handel som problem uppstår.

Det finns ingen anledning att tro att företagsobligationer som instrument skulle ha en hög nivå av unikhets<sup>50</sup>. Med tanke på hur en obligation är uppbyggd kan innehavaren alltid hålla den till förfall och på så vis få tillbaka sina pengar. Till saken hör också att det sannolikt skulle gå att med hjälp av närliggande marknader omforma sin obligation via till exempel CDS-marknaden, och sen belåna innehavet för att återfå sin principal.

---

<sup>50</sup> Se diskussionen i 3.3.1 för en definition vad som menas med ”unikhets” i det här fallet.



## 5.3 Intermediering

*Vi kommer här att utgå ifrån de aspekter av transaktionskostnader och informationsasymmetrier samt intermediation av dessa som vi tagit upp i vår teoretiska referensram. Detta i syfte att utröna vilka transaktionskostnader som idag existerar i de olika leden på marknaden samt hur de överbryggas av intermediärer.*

### 5.3.1 Transaktionskostnader och deras intermediering

Ponera ett scenario där det varken existerar banker eller någon annan marknadsplats för företagsobligationer, det enda som existerar på marknaden är emittenter och investerare. Om vi vidare bortser från det institutionella ramverk som finns i marknaden kommer flera av de transaktionskostnader Eggertsson tar upp att bli synliga. Det vill säga; kontraktuella svårigheter mellan emittent och investerare, förhandlingskostnader samt informationssökningskostnader. Lyfter vi in ett fungerade institutionellt ramverk med lagar, sanktioneringsmöjligheter och övervakande organisationer<sup>51</sup> kommer de kontraktuella transaktionskostnaderna att överbryggas till stor del. Kvar är då informationssökningskostnader och förhandlingskostnader, vilka bankerna idag överbryggat. Det som är intressant utifrån vårt syfte är huruvida det system som råder idag med banker som överbryggare av de här transaktionskostnaderna är det mest optimala alternativet.

---

<sup>51</sup> Motsvarande finansinspektionen och värdepapperscentralen.

### **5.3.2 Transaktionen på marknaden**

Utgår vi ifrån resonemangen i föregående stycke där det finns ett institutionellt och legalt ramverk och tittar på transaktionen som sker mellan emittenten, de intermediärer bankerna och investerarna kan en rad olika transaktionskostnader observeras.

#### **Upprättande, övervakande och genomdrivande av kontrakt**

Mycket av den ovan väl fungerande systemeffektiviteten kan, förutom av de nödvändiga legala aspekterna, förklaras av den omfattande kontraktsskrivning som krävs vid emission av företagsobligationer. Att skriva dessa kontrakt skulle sannolikt utgöra en avsevärd kostnad för emittenterna om inte MTN-programmen existerade. Kostnaden för att övervaka och administrera kontraktet är även den relaterad till den systemeffektivitet vi diskuterat ovan. I det här fallet är bankernas roll som intermediär mycket begränsat. Notering och administration av obligationerna sker generellt via VPC och eventuell sanktionering av en motpart om den underlåter att leva upp till kontraktet kommer att skötas via det legala ramverket. Genom sina relationer och den insikt bankerna har i företagen kan de förutom att enbart hjälpa till att sätta upp kontrakt även fylla en övervakande funktion. Även om emittent och investerare inte har en direkt relation så gör bådadas relationen med banken att opportunistiskt beteende motverkas.

#### **Informationsproduktion, informationsförmedling och asymmetrier**

En annan och ofta viktig transaktionskostnad på obligationsmarknaden är alla de kostnader som är förknippade med sökandet efter information angående pris och egenskaper på obligationen, samt sökandet efter motparter och information kring dessas beteende och förutsättningar. Med andra ord

aspekter som har med marknadens genomlysning att göra. Emittenterna som även om de har fullständig information kring sina egna obligationer skulle i en situation utan banken sannolikt vara tvungna att gå igenom en mycket omständlig och kostsam process. Detta för att samla in information kring lämpligt pris, eventuella motparter och deras preferenser. De skulle bli tvungna att själva ta kontakt med alla eventuella investerare för att skapa sig en bild av hur stor intresset är och vilken prisnivå som är möjlig. De skulle dessutom troligtvis inte kunna skapa sig en helhetsblick genom bara en rundringning, utan det skulle krävas en tidskrävande och mödosam process. Detta förutsätter dessutom att emittenterna ifrån början har en uppfattning om vilka aktörer som skulle kunna vara tänkbara motparter. Om de sedan tidigare inte har ett nätverk av investerare skulle processen sannolikt bli monumental. Något som skulle skapa nästintill exkluderande inträdesbarriärer för nya emittenter.

Ashadi och Karels menar att en finansiell intermediär ofta kan bygga en så nära relation med aktörerna att den får tillgång till privat information. Vi har under våra intervjuer funnit ett starkt stöd för att det råder djupgående relationer mellan både emittenterna och banken, och mellan banken och investerarna. Detta möjliggör för bankerna att skapa sig en omfattande och djupgående bild av emittenten och dess behov, men att detta skulle medföra att banken har tillgång till privat information finns det dock inget stöd för. Båda parter är noga med att påpeka att bankerna bara får tillgång till publik information. När det gäller investerarna så har vi funnit att vissa av bankerna faktiskt har viss tillgång till privat information. För att möjliggöra för banken att kunna erbjuda lämpliga produkter och investeringsobjekt släpper vissa av

investerarna information kring sina innehav, behov och investeringsstrategier. Detta sker dock bara mellan de banker och investerare som har byggt upp en mer långvarig relation.

Det är också troligt att en sådan situation, utan någon form av intermediär, skulle riskera att behöva dras med påtaliga informationsasymmetrier. Det är fullt tänkbart att utan en tredje part skulle det naturliga informationsmässiga övertag som en emittent har gentemot investerarna om obligationens egenskaper och kreditrisk att bestå. Det finns då risk att den information som emittenterna offentliggör skulle bära inslag av marknadsföring och inte fullt spegla sanningen. Dessutom skulle kostnaderna för att överföra information och investerarnas begränsade förmåga att ta in och analysera den kunna leda till att de tvingades bygga sina handelsbeslut på ofullständig information och förenklade bedömningsmodeller. Det är till och med tänkbart att investerarna skulle tvingas ta till tumregler eller generaliserade bedömningskriterier i sina beslutsprocesser.

Detta kan i värsta fall leda till att investerarna skulle tappa förmågan att urskilja mellan hög- och lågkvalitativa<sup>52</sup> obligationer. Något som med största sannolikhet skulle leda till en ”lemons”-marknad i likhet med den Akerlof beskriver. Alltså att bara obligationer med lägre kvalitet än det på marknaden rådande riskpremien skulle gå att emittera.

---

<sup>52</sup> Alltså i det här fallet innebär låg respektive hög kreditrisk.

På dagens marknad går bankerna, med sitt breda kontaktnät av emittenter och investerare, in och överbryggar lejonparten av dessa kostnader. De fyller en informationsskapande funktion genom att enkelt kunna skapa sig en bild av vilken prisnivå som är lämplig på en obligation via dels sin insikt de övriga emissionsflöden de sköter, och dels genom den andrahandsmarknad de garanterar. Denna information förmedlar bankerna sedan löpande till de emittenter de samarbetar med. Bankerna har även en mycket god insikt i investerarna, och deras förutsättningar. Vilket möjliggör för bankerna att enkelt kunna hitta lämpliga investerare åt en emittent samt att dessutom fungera som medlare vid prissättningen. Med hjälp av sin insikt i marknaden och dessutom i egenskap av utomstående part kan bankerna avsevärt underlätta en prissättning och villkorsspecifikation som annars skulle ha kunnat bli en utdragen förhandlingsprocess. De relationer vi nämnde tidigare blir även här en viktig faktor. Genom att banken har en upprepad kontakt med en aktör så kan den på effektivare sätt bilda sig en uppfattning om sin motpart genom att slippa samla in all information vid varje tillfälle. Något som inte är möjligt mellan en emittent och investerare som sannolikt skulle mötas mycket mer sällan.

Det är alltså så att bankerna, tillsammans med ratinginstituten<sup>53</sup> och de stora informationssystemen fyller en avgörande funktion för att överbrygga de informationsasymmetrier som annars skulle riskera att skapa en ”market for lemons”. Anledningen till att många investerare och emittenter försvarar detta mäklarsystem är det i dag inte finns några bra alternativa informationskanaler.

---

<sup>53</sup> Se resonemanget under 5.1.1 tredje stycket.

De enda stället att vända sig till för information är just banken och då kan det vara svårt att föreställa sig något annan lösning. Vår bestämda uppfattning är dock att om det skulle finnas en mer börsliknande marknadsplats med ett välfungerande informationssystem skulle våra respondenter lättare kunna inta en kritisk hållning mot dagens mäklarmarknad. Med en mer transparent marknad blir också bankerna av med det de primärt säljer idag, information.

### **Övriga typer av intermediering**

Det finns även vissa inslag av storleksförmedling mellan investerare och emittent ifrån bankens sida. I de fall där banken gör en regelrätt underwriting, vilket idag är ganska sällan, köper de i praktiken upp hela lånet ifrån emittenten för att sen dela upp det i mindre poster och sälja de vidare till investerare. Det rör sig dock generellt fortfarande om multiplar i storleksordningen en miljon kronor.

Något som de inte arbetar med i större utsträckning är tidsmässig medling, svenska banker brukar inte sitta på stora lager av obligationer. Investerare som har för avsikt att spekulera i företagsobligationer på kort sikt kan inte göra det eftersom marknaden är så illikvid. De kan förvisso sälja obligationer när de så önskar eftersom det finns banker som alltid agerar motpart, men har banken ingen att sälja obligationen vidare till kan investeraren tvingas sälja till ett undermåligt pris. De här två sista formerna av intermediering; tidsmässig medling och storleksmedling, är något som verkligen skulle kunna legitimera bankernas roll som intermediärer. Det finns på dagens marknad så vitt vi vet ingen som fyller den typen av funktion.

### **Återförsäljarmarknaden**

Bankerna ägnar sig även på återförsäljarmarknaden åt vissa former av intermediering, exempelvis åt riskförmedling. Flera stora räntefonder innehåller företagsobligationsportföljer vilka småsparare inte kan sätta ihop själva på grund av de stora multiplar obligationerna handlas i. Bankerna diversifierar alltså i någon mening åt mindre investerare. Detta kan också ses som en form av storleksförmedling där bankerna köper in dessa stora multiplar till sina räntefonder och för att sedan dela upp dem i poster små nog åt mindre investerare. Vad banker dock inte gör är storleksmedling i aspekten att bryta ner enskilda obligationer. Det hade varit gynnsamt för mindre investerare med preferenser för företagsobligationer om bankerna köpt upp större multiplar på marknaden och brutit ner dem till mindre poster så de kan handlas av dessa mindre kapitalstarka aktörer. De funktioner av informationsintermediering som vi nämnde att bankerna fyller ovan gäller i mycket liten utsträckning gentemot små investerare. Vilket innebär att dessa möter avsevärt högre transaktionskostnader än större investerare gör om de vill investera i företagsobligationer.

### **Andrahandsmarknaden**

Dagens andrahandsmarknad har en tydlig prägel av en decentraliserad kontinuerlig och telefonbaserad mäklarmarknad. Flera stora affärsbanker agerar market maker genom att de garanterar likviditet i ett stort antal obligationer. Det finns ingen direkt koppling mellan de olika bankernas system och heller ingen central marknadsplats som aggregerar och sammanställer orderflödet. Det finns dock elektroniska informationssystem i form av Reuters, Bloombergs och bankernas egna system. Dessvärre kommer

dessa system inte alla investerare till godo. Det är också så att de kurser som ställs via dessa system har mer av en indikativ karaktär och investerarna måste generellt ta kontakt med banken via telefon för att komma till avslut.

Detta leder till att marknaden har en genomgående låg nivå av marknadsmässig genomlysning. Det är svårt för investerare att skapa sig en god bild av orderflödet och de är hänvisade antingen till information de får via telefonkontakt med banken, eller till att lita på att de priser som bankerna ställer inkorporerar all den information banken har. Den bristfälliga genomlysningen kan dock vara något som ligger i bankernas och investerarnas intresse. Som vi nämnde i vår teoretiska referensram har större investerare ofta intresse i att dölja sina handelsbeslut för den övriga marknaden, något som dagens system ger goda möjligheter till. Även bankerna har ett intresse i den låga genomlysningen. De stora affärsbankerna sitter i dagens läge på en position mitt i marknaden med en överlägsen tillgång till information kring orderflödet. Det medför att det råder påtagliga stordriftsfördelar på marknaden. Ju större banken är, desto större orderflöde och desto större insikt i marknadsutvecklingen. Bankerna kan utnyttja den här positionen på två sätt.

För det första har de genom sin överlägsna insikt i marknaden större möjlighet än någon annan att bedöma prisläget och därmed ställa priser som för dem är fördelaktiga. Alla eventuella motparter har banken och dess priser som enda informationskälla, vilket leder till att banken har ett kraftigt övertag. Dock skulle det krävas att banken i de här situationerna ställde köp- och säljpriser som var något felaktiga till deras egen fördel. Till exempel genom



att ta en större köp- och säljspread än vad likviditetssituationen på marknaden verkligen påbjuder. Det finns här tydliga ekonomiska incitament för ett opportunistiskt beteende. Men med tanke på de relationer som finns investerare och bank emellan ter det sig osannolikt att bankerna skulle ha att vinna på ett sådant beteende i längden.

Det andra sättet som bankerna kan utnyttja sin situation är genom att sälja den extra information de har. I dagens läge gör de det genom att bara låta vissa av sina kunder få tillgång till sina informationssystem och därmed skapa en form av inlåsningsseffekt. Genom att vara den som förser investeraren med mest relevant information kan banken också säkerställa att den får genomföra affärer åt investeraren, och även i viss mån minska priskonkurrensen. Det finns även en koppling till förstahandsmarknaden här. Med tanke på att det ofta är samma investerare på första- och andrahandsmarknaden så blir den relation som byggs upp på andrahandsmarknaden avgörande för vilka banker som kan vara aktiva och hitta investerare på primärmarknaden.

Att bankerna sitter som central part på sekundärmarknaden där de samlar ihop och distribuerar information är idag en intermedieringsfunktion som är oundgänglig. De banker och investerare vi talat med uttrycker att det är nödvändigt att ha kontakt med en bank för att få tillgång till relevant marknadsinformation. Detta får dock vissa följder för de aktörer som idag inte får tillgång till denna information, ofta mindre eller medelstora investerare. Utifrån de teorier Rajan och Zingales har är det tänkbart att dessa mindre investerare utesluts ifrån marknaden då de är medvetna om att motparterna de möter vid en eventuell affär alltid är bättre informerade. De vet då också att

dessa motparter bara skulle vara villiga att handla till det rådande priset om detta pris var felprissatt till den bättre informerade partens fördel. De mindre informerade aktörerna skulle då, antaget att de är rationella, alltid välja att avstå affär.

## **5.4 Aktörers egenintresse och strategisk beteende**

Som vi pekat på i punkten ovan så kan bankernas intermediering i mångt och mycket ses som ett resultat och en överbrygning av de transaktionskostnader som råder mellan emittent och investerare. Det är dock inte så att intermediärerna enbart är ett resultat av sin omgivning och de transaktionskostnader som gäller, utan de har ofta även möjlighet att själva påverka förutsättningarna. Huruvida det är lönsamt för en aktör att driva ett förändringsarbete av en marknads utformning och förutsättningar är ofta avhängigt hur lönsamhetssituationen i utgångsläget ser ut. Därför inleder vi här med ett resonemang kring de olika aktörernas lönsamhet.

### **5.4.1 Lönsamhet**

För emittenterna är det lite svårt att tala om lönsamhet. De styrs av sina lånebehov och sköter denna upplåning på det sätt som de upplever som mest fördelaktigt. Kapitalanskaffning är generellt sett en kostnadspost och inte föremål för lönsamhet. Dock är det tänkbart att den idag låga likviditeten på andrahandsmarknaden leder till att de tvingas betala en likviditetspremie. Vilket allt annat lika gör att jämfört med en mer fungerande företagsobligationsmarknad är det idag förhållandevis kostsamt att emittera.

Det råder delade meningar om hur lönsam den här typen av verksamhet är för bankerna, men den övervägande delen av våra respondenter menar dock att

det är en lönsam verksamhet med höga marginaler. Dock varierar marginalerna med hur avancerad en produkt är. På helt standardiserade kontrakt är marginalerna förhållandevis små, medan på mer komplexa produkter är situationen den omvända. Det är även tänkbart att bankerna kan ta ut marginaler på andra typer av produkter som de säljer till emittenterna. Något som vi delvis har funnit belägg för under våra intervjuer.

När det gäller lönsamheten för investerarna så handlar det om huruvida de kan skapa avkastning via sina företagsobligationsportföljer som mer än kompenserar för den risk de tar på sig. Ur kreditriskaspekten är det inte sannolikt att dessa portföljer skapar en högre avkastning än den faktiska kreditrisk obligationerna har. Detta bygger vi på att vår uppfattning är att informationsöverföringen gällande kreditrisk idag fungerar bra, och att detta leder till en förhållandevis rättvis prissättning. Tittar vi på likviditetspremien blir dock vår uppfattning en annan. Med tanke på hur situationen på andrahandsmarknaden ser ut idag är det sannolikt så att emittenterna tvingas betala en likviditetspremie. Dock är det stora flertalet av investerarna så kallade buy-and-bold investerare. Vilket innebär att de har för avsikt att behålla obligationen till förfall och därmed lägger mycken liten vikt vid att kunna omsätta den. Det kan då tänkas att investerarna får en likviditetspremie som de egentligen inte kräver och därmed får en form av överavkastning. Det kan också tänkas att en mindre, eller ingen likviditetspremie alls betalas ut.

Vilken av dessa två situationer som råder på marknaden är mycket svårt att direkt mäta, men borde enligt vår uppfattning vara starkt avhängigt hur konkurrensen ser ut på marknaden. På en marknad där investerarna relativt

emittenterna har en stor förhandlingsstyrka borde, allt annat lika, likviditetspremien överförs till dem. Om det omvända råder ser vi det som troligt att en mindre, eller ingen premie alls krävs för den bristande likviditeten. Investerarna skulle här konkurrera med varandra fram tills den punkt där marginalinvesterares likviditetspreferens motsvarar den faktiska likviditetspremien. Förbi den punkten skulle en lägre premie leda till att marginalinvesterares inte skulle se investeringen som hållbar och dra sig ur, vilket innebär att hela emissionsbeloppet inte skulle kunna emitteras.

Utifrån det här resonemanget håller vi det för sannolikt att på grund av de stora och dominerande investerarnas låga behov av likviditet i kombination med det låga utbudet av obligationer så är likviditetspremien på marknaden är låg. Låg i den aspekten att den faller under den nivå som en investerare utan buy-and-hold strategi, är därmed fullt behov av likviditet, skulle kräva. En situation som i vår mening utesluter alla dessa investerare på marknaden och delvis kan förklara den investerarsituation som råder<sup>54</sup>.

#### **5.4.2 Strategiskt beteende**

Frågan är nu om aktörerna på något sätt agerar strategiskt för att behålla nuvarande marknadsstruktur. North skriver att institutionell utveckling är en läroprocess som organisationerna genomgår, och för att hänga med i konkurrensen på marknaden måste aktörerna investera i kunskap. De kunskapsinvesteringar aktörerna väljer att göra kommer att bilda den

---

<sup>54</sup> Den finns även en rad andra viktiga förklaringsfaktorer såsom de stora multiplarna och avsaknad av information.

plattform där uppfattningar om framtida möjligheter för lönsamhet bildas. Det är detta som i förlängningen kommer att förändra och utveckla marknaden.

Det är enligt vår uppfattning främst för bankerna, och i viss mån investerarna, som detta resonemang blir intressant. Emittenterna har vissa incitament till en bättre fungerande marknad, men är på grund av sin position och inställning till marknaden inte intresserade av att spela en avgörande roll i något utvecklingsarbete. De är främst intresserade av att fylla sitt upplåningsbehov så billigt och smidigt som möjligt och har enligt vår uppfattning varken nu eller tidigare haft makt eller incitament för att påverka marknadsstrukturen.

När det gäller bankerna är vår uppfattning en helt annan. Obligationshandel är för dem en lönsam verksamhet och de fyller på dagens marknad en oumbärlig intermediationsfunktion. Det skulle, precis som de flesta av våra respondenter uttrycker, vara nästintill omöjligt att emittera eller handla i en obligation utan att vända sig till en eller flera banker. Bankerna har på ett mycket effektivt sätt anpassat sig till de transaktionskostnader som råder och de lyckas enligt vår mening överbrygga merparten av dem på ett funktionellt sätt. Detta har sannolikt skett genom den process<sup>55</sup> som North beskriver mellan aktion och feedback. De har genom att få feedback kring lönsamheten på sin verksamhet utvecklat de funktioner som tillför mest nytta utifrån de på marknaden rådande förhållandena.

---

<sup>55</sup> Se 3.3.3 andra stycket för en mer utförlig diskussion kring denna process.

Det är dock, med Norths tankar för ögonen, så att bankerna har fler intressen än att rent altruistiskt överbrygga transaktionskostnader och möjliggöra handel. De har i dagens läge en mycket stark marknadsposition och är sannolikt obenägna att släppa denna lönsamma verksamhet. De har gjort stora investeringar för att bygga upp den kapacitet de har idag, och har enligt vår uppfattning stora möjligheter att påverka vilken riktning marknadens utveckling tar. Detta, av North kallade riktningberoende, tror vi i stor utsträckning påverkar både hur marknaden ser ut idag och dess möjligheter att utvecklas. Det är osannolikt att bankerna skulle vara intresserade att medverka i uppbyggnaden av ett system som skulle innebära ett alternativt sätt att överbrygga de transaktionskostnader de idag själva tjänar pengar på att överbrygga. Med tanke på dagens hårda konkurrenssituation mellan bankerna är det tänkbart att en eller flera banker skulle se en möjlighet att ensamma verka för ett mer fungerande system, och därmed kunna skapa konkurrensfördelar. Dessvärre är det så att de fåtal banker som idag är starkast på marknaden är de enda som har insikt det mycket viktiga orderflödet och de har också mycket att förlora på att släppa den informationen till resten av marknaden. De mindre starka bankerna som inte har lika mycket att förlora på en utveckling har dock inte samma insikt i orderflödet, vilket gör det svårt för dem att ensamma starta upp en mer effektiv marknadsplats.

Såsom vi har argumenterat tidigare är det främst när det gäller marknadens genomlysning som bankerna fyller en viktig funktion, i synnerhet på andrahandsmarknaden. Därmed är det också i denna aspekt som bankerna har mest att förlora på att se en marknadsutveckling. Vad som, enligt vår mening,

skulle vara nödvändigt för att ett elektroniskt och orderdrivet handelssystem skulle kunna fungera är att ett fungerande system för överföring av marknadsrelaterad information kom till stånd. Ett sådant system skulle på ett alternativt sätt kunna överbrygga många av de informationsasymmetrier som råder på marknaden och möjliggöra att även aktörer som inte har en tidigare relation med en bank kommer åt marknaden. Ett sådant system skulle också i många aspekter göra bankerna som intermediärer överflödiga. Det är naturligt att det inte ligger i bankernas intresse att skapa ett system som i sin förlängning allvarligt kan skada deras marknadsposition. Vi har här alltså en situation där bankerna har formats av de krav som marknaden sätter på dem, men där de i sin tur i egenskap av intermediärer kan forma marknaden på ett sätt som gör dem outhärliga.

Vi tycker oss även ha kunnat se ett visst strategiskt beteende hos investerare, med den diskussion vi förde tidigare kring likviditetspremie i åtanke är det tänkbart att dessa investerare inte har intresse i att fler aktörer kommer in på marknaden. Dels på grund av det skulle leda till högre konkurrens på primärmarknaden och därmed pressade likviditetspremier, och dels på grund av att en förbättrad likviditet på andrahandsmarknaden skulle leda till att den premie som dagens investerare eventuellt får ”gratis” skulle försvinna. Det är därmed tänkbart att dagens investerare inte har intresse att verka för att fler investerare kommer in på marknaden, exempelvis genom att acceptera mindre multiplar.

## 5.5 Utvecklingsmöjligheter

### 5.5.1 Övergång till automatiserad marknad

Enligt vår uppfattning är situationen på dagens företagsobligationsmarknad något cementerad. Aktörerna har i bästa fall vissa incitament till att utveckla marknaden, och har i sämsta fall en hel del att förlora på en sådan. Det är främst aktörer som i dagens läge inte får utrymme på marknaden som skulle ha att vinna på ett bättre fungerande system, exempelvis i form av en elektronisk börshandel. Ett av de stora hindren för att ett elektroniskt handelssystem, såsom SOX, inte kan fungera i dagens läge är att informationstillgången är koncentrerad till några få aktörer för vilka det är lönsamt att på olika sätt sälja denna information. Det skulle parallellt med ett sådant system behöva finnas ett system där en aktör enkelt och till låg kostnad kan få tillgång till den information de idag saknar.

Ett tänkbart tillvägagångssätt som prövats på andra liknande marknader<sup>56</sup> är att det i övergången till ett mer orderdrivet system tillåts en övergångsfas där de tidigare marknadsgaranterna fortfarande fyller en funktion. Genom att låta dessa marknadsgaranter behålla en del av sitt informationsövertag och fortfarande låta dem agera som intermediärer, men samtidigt koncentrera handeln till ett centralt system, kan god likviditet upprätthållas. Tanken är att med tiden kommer handeln på den här centraliserade marknaden att bli så aktiv att priserna faktiskt speglar all relevant information och alla de olika aktörerna har tillgång denna information.

---

<sup>56</sup> Till exempel Tradeweb, se även den diskussion som Niemeyer (2000) för på sidan 325.



Eftersom likviditet har en tendens att koncentreras till ”noder” är tanken att systemet sedan ska växa av sig självt och med tiden fungera så väl att det kan ta över några av de funktioner som de tidigare intermediärerna har fyllt. Enligt vår uppfattning skulle det här vara ett tänkbart tillvägagångssätt även på den svenska marknaden. Att skapa en centraliserad börs där de olika bankerna fungerar som marknadsgaranter eller så kallade ”liquidity providers”, men fortfarande tillåts tjäna pengar på en köp- och säljspread är en tänkbar metod för utveckling av sekundärmarknaden. En förutsättning för att små investerare skulle få tillgång till systemet är att det sker i förhållandevis små multiplar, något som både banker och investerare motsätter sig då de menar att det skulle leda till en för dyr administration. Vi menar dock, att på en marknad där allt sköts elektroniskt, och via VPCs väl utbyggda system, skulle det inte behöva bli mycket mer kostsamt än dagens aktiehandel.

På primärmarknaden ser vi också möjligheter till utveckling. En stor del av dagens emissioner sker via ett auktionssystem. Det har redan gjorts försök med både så kallade E-bonds. Det finns enligt vår uppfattning ingen anledning, givet att det tidigare nämnda informationsöverföringssystemet<sup>57</sup> fungerar, till att dessa auktionsprocesser inte skulle kunna skötas elektroniskt. Om investerarna har tillgång till all relevant information skulle anbud lika gärna kunna läggas elektroniskt som att ske via ett telefonsamtal till en bank. Dock skulle banken även under ett sådant system fylla en värdefull funktion

---

<sup>57</sup> Med bland annat en väl fungerande kreditrating.

gentemot emittenterna genom att hjälpa till med underwriting och kontraktsskrivande.

### **5.5.2 Paralleller till future- och forwardmarknaden**

Ett komplement till dagens system som domineras av mäklarhandel kan vara en centraliserad marknadsplats av den typen som futures handlas på. De riktigt stora multiplarna kan fortfarande handlas via mäklare, men vi menar att en helt ny handelsplats med standardiserade obligationer skulle effektivisera marknaden.

Vår undersökning har visat att heterogeniteten hos företagsobligationer försvårar handel på en elektronisk orderdriven marknad<sup>58</sup>. Vi tror att det genom en annan typ av marknad är möjligt att skapa mer homogena produkter. Den skulle i så fall kunna fungera som komplement till dagens mäklarmarknad på samma sätt som future-marknaden kompletterar forwardmarknaden. Grundprinciperna i vår hypotetiska marknadsplats är följande:

#### **Standardiserade instrument**

För att underlätta jämförelse mellan obligationer utställda av olika bolag kan speciella förfallodagar fastställas. Vissa datum stipuleras, förslagsvis en gång i halvåret, då obligationer får löpa ut. Om det antas att den längsta löptiden är 10 år kommer det att finnas 20 olika förfalldatum. Kombineras detta med att endast nollkupongare får emitteras underlättas jämförelser bolag emellan än mer. Om dessutom multiplarna är tillräckligt små kan bolagen bygga syntetiska kupongobligationer genom att emittera flera små nollkupongare

---

<sup>58</sup> I likhet med den som beskrivs i 3.3.3

och ställa ut en stor obligation på slutet som motsvarar den sista kupongen plus principalen. De obligationer som handlas på den här marknaden kommer alltså att vara standardiserade med avseende på förfalldag, teknisk struktur och nomineringsform, men kommer att skilja sig åt i kreditrisk. De obligationer som av investerare uppfattas ha likvärdig kreditrisk, till exempel tillhör samma ratingkategori, kommer eventuellt att kunna handlas som substitut.

### **Standardisering med avseende på kreditrisk**

Ett bra sätt att strukturera marknaden är att ha separata listor för varje ratingkategori<sup>59</sup>, olika bolag i samma kategori kommer att prissättas relativt likadant och jämförelser dem emellan blir enkelt då förfalldagarna är standardiserade. Givet att likviditeten blir god på marknaden kommer en avkastningskurva att träda fram inom varje ratingsegment och företagen kommer att kunna ställa ut obligationer direkt på marknaden med önskad löptid. Emissionsförfarandet blir enklare eftersom emittenten då endast behöver läsa av avkastningskurvan för att därefter låna pengar i de punkter på kurvan som passar företaget bäst. Därigenom kan emittenten på ett effektivt sätt justera durationen på balansräkningens passivside<sup>60</sup> vilket idag inte är möjligt i samma utsträckning.

---

<sup>59</sup> För en närmare beskrivning av rating se Hässel *et al* (2001).

<sup>60</sup> Genom detta kan företagen matcha kassaflöden på balansräkningens aktiv- och passivside. Med andra ord blir durationen på skulderna blir likadan som durationen på tillgångarna, metoden kallas Asset Liability Management och finns beskrivet i Hässel *et al* (2001) s. 402.

### **Kupongintermediering**

För att överbrygga de preferenser som vissa företag har för kupongobligationer är det tänkbart att en eller flera aktörer kan fungera som intermediärer. Det vill säga göra om kupongobligationer till nollkupongare genom att mot en avgift köpa kupongobligationer direkt från bolagen och placera kupongerna riskfritt för sedan ställa ut paketet som en nollkupongare på marknaden.

### **En Utopi**

En ytterligare förbättring skulle vara om det gick att samla alla obligationer i samma ratingkategori under en och samma obligationstyp. Vilket skulle leda till att de utestående papperen bli helt anonyma och därigenom utgöra perfekta substitut till varandra. Det skulle då för varje given förfallodag endast finnas en obligation som det gick att handla med i varje ratingkategori. Något som ytterligare skulle samla likviditeten och förbättra marknadsbilden. Dessvärre skulle sannolikt detta system bli ohanterligt att administrera med tanke på att företag ibland flyttas mellan ratingkategorierna, varför vi upplever ett sådant sista steg som en utopi

## 6. Slutsats

*Med utgångspunkt ifrån studiens syfte konkretiseras här de svaren på våra frågeställningar. Vidare redovisar vi aspekter av ytterligare forskning som kan utvidga den bild som målats upp i studien samt komplettera och förbättra våra slutsatser.*

### **Hur ser dagens svenska företagsobligationsmarknad ut med avseende på effektivitet, aktörer, deras beteende, och transaktioner dem emellan?**

Gällande de tre sistnämnde aspekterna av den här frågan hänvisar vi läsaren till studiens empiriavsnitt då de är av utstuderad deskriptiv natur, en kortfattad slutsats är således inte möjlig. Beträffande marknadens effektivitet har vi funnit att den är tämligen väl genomlyst och symmetrisk med avseende på företagsspecifik information, men har stora brister och asymmetrier med avseende på marknadsmässig information. Vidare har vi funnit att marknaden inte kan uppvisa en optimal nivå av allokerings effektivitet men att systemeffektiviteten ligger på en tillfredställande nivå.

### **Lämpar sig företagsobligationer som instrument för att handlas på en elektronisk auktionsmarknad?**

Det har hittills visat sig vara en svår uppgift att skapa tillräckligt standardiserade företagsobligationer för att möjliggöra en elektronisk handel. Heterogeniteten i teknisk struktur ställer till problem vid överförande av marknadsmässig information och försvårar jämförelse mellan olika obligationer. Dock menar vi att en ökad standardisering av instrumenten är tänkbar. Detta i kombination med ett fungerande informationsöverföringssystem för marknadsmässig information kommer enligt vår

uppfattning att lösa de problem som hittills omöjliggjort en elektronisk auktionsmarknad. Det finns alltså med avseende på instrumentets struktur och egenskaper goda förutsättningar för automatiserad handel.

**Kan det idag dominerande systemet utan en elektronisk auktionsmarknad förklaras och försvaras med de transaktionskostnader som existerar på företagsobligationsmarknaden?**

Vi menar att systemet kan förklaras med de aktuella transaktionskostnaderna. Bankerna, tillsammans med ratinginstituten och de stora informationsystemen fyller idag en oundgänglig funktion för att överbrygga de rådande transaktionskostnaderna. Däremot är inte dagens system nödvändigtvis det enda tänkbara. Givet en standardisering av instrumenten och ett fungerande informationsöverföringssystem menar vi att en elektronisk auktionsmarknad på ett likvärdigt eller bättre sätt kan överbrygga dagens transaktionskostnader. Systemet kan därmed förklaras, men inte försvaras av de rådande transaktionskostnaderna.

**Kan den uteblivna utvecklingen förklaras av strategiskt beteende hos de idag existerande aktörerna?**

Vi har funnit stöd för att det finns strategiskt beteende som motverkar en vidareutveckling av marknaden hos flera typer av aktörer. Främst bankerna, men även vissa typer av investerare, har att förlora på en utveckling mot en elektronisk auktionsmarknad. En mer automatiserad handel med tillhörande informationssystem skulle göra att bankerna inte kan mäkla information på det sätt de gör idag, och kan för vissa investerare innebära sämre lönsamhet. Detta i kombination med att bankerna sitter på en väldigt stark position gör att marknaden tenderar att inte utvecklas.

### **Vad krävs för att en utveckling mot en elektroniks auktionsmarknad skulle kunna ske?**

Det som primärt skulle behövas är ett fungerande system för överföring av marknadsrelaterad information, något som bankerna idag sannolikt skulle förlora på. Det blir därmed nödvändigt att hitta en väg där bankerna kan fortsätta att inneha en viktig position informationsmässigt, men samtidigt centralisera handeln. Dessutom finns det möjlighet att på olika sätt standardisera obligationer och öppna upp för en marknad liknande den som futures handlas på.

### **Vidare forskning**

*Vi upplever att svaren på våra frågeställningar på ett tillfredställande sätt uppfyller syftet med studien. Det finns dock aspekter som ytterligare kan öka förståelsen kring den svenska företagsobligationsmarknaden och bredda den bild vår studie ger.*

Det skulle vara intressant att med hjälp av kvantitativa metoder analysera svensk aktiedata om huruvida information kring emission, och förlängning av företagsobligationer påverkar aktiekurserna positivt i likhet med de studier på amerikanska företagsobligationer som Ashadi och Karels diskuterar (1997, s. 33).

Vidare kan en studie som undersöker hur eventuella kopplingar till alternativa finansierings- och investeringskällor påverkar den svenska företagsobligationsmarknaden och dess utvecklingspotential utgöra ett viktigt bidrag till kunskapen om den här marknaden.

En studie kring skillnader i risk- och likviditetspreferenser mellan större och mindre investerare på företagsobligationsmarknaden är av intresse med tanke på dels de antydningar till skilda preferenser som funnits i den här studien, och dels med tanke på utvecklingspotentialen för retail-marknaden.



## 7. Referenser

### 7.1 Tryckta källor:

Ahlqvist, N. Magnusson, P., (2004) ”Värdet av företagsrating” D-uppsats, Linköpings Universitet, Linköping

Akerlof, G. A. (1970) ”The market for ”Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No 3 (Aug), s.488-500

Asgermyr, Öqvist Jegnell (2000) “A guide to the Swedish bond and Money Market” *Economic & Financial Reference Library no 22*, Januari 2000, Handelsbanken Markets

Ashadi, Karels, (1997) “Modern Financial Intermediaries and Markets”, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey

Björklund, C (1999) ”Clearing och avveckling av svenska värdepapper” *Bilaga 13 till Finansmarknadsutredningen*, Stiftelsen Kapitalmarknadsgruppen

Boisen, Karlsson, (2003) ”Den svenska marknaden för företagsobligationer” D-uppsats, Linköpings Universitet, Linköping

Carlton, D.W., Perloff, J.M., (1994) "Modern Industrial Organization", second edition, Harper Collins, New York

Claesson, K (1987) "Effektiviteten på Stockholms Fondbörs", *Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm*, EFI, Stockholm

Daltung, S., (1999) "Finansiella intermediärers roll i finansiella systemet – En översikt av den akademiska literaturen" *Bilaga 20 till Finansmarknadsutredningen*, Stiftelsen Kapitalmarknadsgruppen

Eggertsson, T., (1990) "Economic behavior and institutions" Cambridge surveys of economic literature, Cambridge University Press, Cambridge

Fama, E. F., (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* 25, 383-417

Feldman, L., Stephenson, J., (1988) "Stay small or get huge – Lessons from securities trading", *Harvard Business Review*, May-June, 116-123

Frängsmyr, T., (Red.), (2002) "Les Prix Nobel. The Nobel Prizes 2001" Nobelstiftelsen, Stockholm

Harris, L., (1990) "Liquidity, Trading Rules, and Electronic Trading Systems", *Monograph Series in Finance and Economics*, 1990-4, New York, New York University, Salomon Brothers Center

Hull, J. C., (2003) "Options, Futures, and Other Derivates", Femte upplagan, Prentice hall, Saddle River, New Jersey

Hässel, L. Norman, M. Andersson, A., (2001) "De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv", 3e upplagan, SNS Förlag, Stockholm

Kohn, M., (1993) "Financial Institutions and Markets, McGraw & Hill, New York

Levish, R. M., (2001) "International Financial Markets: Prices and Policies International Edition", Second Edition, McGraw-Hill Book Co, Singapore

Lundal och Skärvad, (1999) "Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer", Studentlitteratur, Lund

Matthews, R.C.O., (1986) "the Economics of Institutions and the Sources of growth." *Economic Journal* 96, december, 903-910

Niemeyer, J., (2000) "Värdepappershandel i Sverige", *Bilaga 12 till Finansmarknadsutredningen*, Stiftelsen Kapitalmarknadsgruppen

North. D. C., (1993) "The new institutional economics and development" Washington University, St Louis

North. D. C., (1994:A) "Institutional Change: A Framework of Analysis," *Economic History* 9412001, Economics Working Paper Archive at WUSTL, revised 14 Dec. 1994

North. D. C., (1994:B) "Institutional Competition" *Economic History* 9411001, Economics Working Paper Archive at WUSTL

Persson, T., (Red.), (1997) "Nobel Lectures in Economic Sciences 1991-1995", World Scientific Publishing Company

Rajan, R.G. och Zingales, L., (2000) "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth", *bilaga 23 till Finansmarknadsutredningen*, Stiftelsen Kapitalmarknadsgruppen

Sveriges Riksbank (2004) "Den svenska finansmarknaden", Sveriges Riksbank, Stockholm

## **7.2 Metodkällor**

Bryman, A., (2001) "Samhällsvetenskapliga metoder", 1a upplagan, Liber Ekonomi, Trelleborg

Kvale, S., (1997) "Den kvalitativa forskningsintervjun", Studentlitteratur, Lund

Lantz, A., (1993) "Intervjumetodik", Studentlitteratur, Lund

Lundal, Skärvad, (1999) ”Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”, 3e upplagan, Studentlitteratur, Lund

Paulsson, U., (1999) ”Uppstatser och rapporter – med eller utan uppdragsgivare”, Studentlitteratur, Lund

Svenning, C., (1997) ”Metodboken”, 2a upplagan, Lorentz förlag

Thurén, T., (1991) “Vetenskapsteori för nybörjare”, 1a upplagan, Liber, Malmö

Wärneryd, B., (1990) “Att fråga”, 5e upplagan, statistiska centralbyrån, Sverige.

Yin ,R. K., (1994) ”Case Study Research, Design and Methods”, Second Edition, Sage Publications, USA

### **7.3 Muntliga källor**

Emittent 1: Anna Styrud, Vasakronan, 2005-03-30

Emittent 2: Anders Wallin, Scania, 2005-04-05

Emittent 3: Mats Nyström APFastigheter, 2005-04-22

Bank 1: Johan Wennerholm, SEB, 2005-04-01

Bank 2: Jan Hernqvist, Handelsbanken, 2005-04-25

Bank 3: Mats Garnås, Handelsbanken, 2005-04-25

Bank 4: Tony Lindlöf, Handelsbanken, 2005-03-22

Bank 5: Ulf Stejmar, Nordea, 2005-04-22

David Andersson, Claes Larsson

Investerare 1: Monica Andersson, Östgöta Brandstodsbolag, 2005-04-06

Investerare 2: Samuel Rundle, 4e AP-fonden, 2005-04-05

# **Appendix A1 – Intervjusammanfattningar**

## **Emittenter**

### **Intervju med Anna Styrud, Vasakronan, 05-03-30**

#### **Respondenten**

Anna Styrud arbetar som finanschef och hon ansvarar för att Vasakronans finansiering. Det gäller dels gällande dagliga likviditetsåtaganden och dels finansiering på längre sikt.

#### **Emissionförfarandet**

Anna tycker, i egenskap av emittent, att dagens system för emittering av obligationer fungerar bra. I början av året aviserar Vasakronan för banker och emissionsinstitut hur stort lånebehovet är och ungefär när under året behovet uppstår. Detta för att bankerna ska vara förberedda på när Vasakronan tänker aktiva på marknaden. Det som styr obligationernas tekniska utformning beror dels på bolagets räntebindningsprofil, och dels på vad investerarna efterfrågar.

Sen när det väl är dags att låna pengar finns det flera sätt att gå till väga. En variant är att gå ut till bankerna och berätta vilken kreditspread som önskas för olika löptider och efter det sker försäljning till den bank som först replikerar. Alternativt, som Vasakronan gjorde senast, kan ett auktionsförfarande genomföras där bankerna får bjuda mot varandra. Anledningen till auktionsförfarandet användes vid senaste tillfället var bland annat osäkerheter kring en adekvat prisnivå.

Anna berättar vidare att Vasakronan försöker sprida ut emissionstillfällena så gott det går, oftast en gång i månaden om en snittvolym på två till trehundra miljoner kronor. Vilket sker inom ramen för Vasakronans MTN-program.

Vasakronan anser att på lång sikt är obligationsmarknaden den mest priseffektiva varför den än bolagets primära finansieringskälla. Dessutom har Vasakronan relativt andra fastighetsbolag mindre tillgång till pantbrev.

### **Prissättning**

Man tittar ofta på referenstransaktioner, dels på företag inom samma bransch och dels på företag med motsvarande rating, alltså bolag med liknande kreditrisk. Ibland är det dock svårt bedöma prissituationen. För tillfället är det väldigt få företag ute marknaden, vilket innebär att man kan få låna lite billigare än vad som hade varit möjligt om utbudet varit större. Priset styrs med andra ord av kreditvärdigheten, utbudet och på efterfrågan på placeringar. För att få en så bra bild av marknaden som möjligt är det även viktigt att föra en kontinuerlig dialog med banker och emissionsinstitut, då det är de som sitter på investerarkontakter och marknadsöverblick.

### **Kontakten med banker**

Det är ofta samma personer som Vasakronan har kontakt med på bankerna. Vad som styr vid valet av bank varierar, ofta försöker de få med bankerna så långt det är möjligt menar Anna. Vasakronan kan dock lämna företräde till en viss bank om den till stor del är involverad i bolagets övriga finansiering.



Anna upplever att konkurrensen mellan bankerna är hög och även om det i regel är en lönsam verksamhet för dem. Dock bedömer hon att lönsamheten minskat på senare år till följd av det lägre utbudet av obligationer.

På frågan om hon ser någon risk i att bankerna i någon mening agerar motpart samtidigt som de är med rekommenderar priset på en obligation, svarar Anna att det inte är något problem eftersom det alltid är flera banker inblandade i emissionsprocessen. Dessutom är viktigt själv bevaka marknaden och titta på vilka transaktioner som görs berättar Anna.

Ibland händer det att bankerna själva köper på sig obligationer och säljer vidare med vinst alternativt förlust. Dock ser Anna helst att obligationerna hamnar direkt hos slutinvesterare.

### **Information**

Anna poängterar att eftersom Vasakronan är ett publikt bolag som står under ett börskontrakt, så har alla aktörer tillgång till lika mycket information om företaget och dess kreditvärdighet.

### **Andrahandsmarknad**

Anna berättar att det ligger i Vasakronans intresse att en investerare som bidragit med kapital kan omsätta obligationen på andrahandsmarknaden om han så önskar. Dock gör inte bolaget själv något för att främja likviditeten i marknaden. Det som skulle kunna göras är att öka likviditeten genom att emittera extra stora tranchar. Det har dock undvikits på grund av den då ökade finansieringsrisken förklarar Anna. Det är viktigt med en bra och jämn förfallostruktur på lånen.

Vasakronan har inga obligationer noterade på SOX-börsen eftersom bolaget primärt riktar sig mot stora institutionella investerare. Eftersom låneportföljen är så stor som 15 miljarder, passar det bättre att enbart rikta sig mot institutioner som handlar med riktigt stora multiplar (poster). Det skulle bli en för tung apparat att rikta sig mot småsparare förklarar Anna.

Andledningen till obligationsmarknaden inte utvecklats till en fungerande auktionsmarknad tror hon är mycket den personliga faktorn. Många låntagare och investerare har väldigt stor möjlighet att själva skaffa information och göra egna kreditanalyser, medan andra har större behov av direktkontakt och hjälp från banker.

En viss typ av handel skulle dock kunna ske mer automatiserat menar Anna. På frågan om Vasakronan skulle emittera obligationer direkt på en sådan marknadsplats, utan hjälp av banker, svarar Anna att de kan tänka sig det som ett komplement till nuvarande verksamhet. Anledningen till att det inte finns en sådan marknadsplats idag tror hon beror på att det handlas i relativt små volymer på obligationsmarknaden och att det kanske är svårt att hitta skalfördelar genom automatisering. Däremot kan hon inte se något i instrumentets egenskaper som hindrar att en sådan marknad uppstår.

## **Intervju med Anders Wallin, Scania, 05-04-05**

### **Respondenten**

Anders Wallin har arbetat med Scantias obligationsprogram sedan hösten 2004 och varit ansvarig för tre emissioner så här lång. Han påpekar att han därför inte har full insikt i alla aspekter marknaden och kanske inte fullt ut kan svara på alla frågor.

### **Företagsobligationsmarknaden**

Anders upplever att marknaden utifrån ett emittentperspektiv fungerar bra. Rent praktisk skiljer sig förfarandet åt lite grann mellan de olika emissionerna. I grunden har Scania en finanspolicy som ställer upp ett regelverk och en ram för hur de ska täcka sina kapitalbehov. Utifrån det så definierar de vad de själva vill göra i marknader och utöver det för de en löpande dialog med deras motparter i bankerna. Detta gör att det får en god uppfattning av hur prisbilden ser ut. Anders Wallin kan tänka sig att det skiljer sig mycket om det rör sig om en likvid eller en illikvid marknad (m a o. lätt respektive svårt att hitta investerare). För närvarande är det mycket lätt att låna pengar, det är i princip bara att lyfta luren och antingen ge mandat till någon, eller att acceptera ett erbjudande ifrån någon. På en illikvid marknad är detta enligt Anders uppfattning mycket svårare. Han uppskattar att likviditeten kan försämrats något framöver, men det kommer ändå att fortsätta vara relativt billigt att låna.

Man kommer överens om ett pris och utöver det rör det sig mest om pappersarbete antingen man gör det under sitt MTN-program eller sitt EMTN-program. Vid vissa tillfällen sker prissättningen och diskussionen med

bankerna genom att man låter marknaden få veta att man önskar genomföra en emission vid ett visst tillfälle och sen får bankerna komma in med anbud på det. Något som skulle kunna liknas vid ett auktionsförfarande där man går på bästa pris.

Hela den här processen är något som sköts via telefon. När det gäller möjligheten att sköta ett sådant här förfarande elektroniskt så menar Anders att det kan tänkas vara en för hög grad av kvalitativ information som måste förmedlas, till exempel vad är som möjligt att göra för tillfället och var investerarna finns. Det har gjorts vissa sådana försök på produkter som är mer standardiserade som t.ex. valutor och Anders upplever obligationsförfarandet kan tänkas vara något för ostandardiserat för att passa på en elektronisk marknad.

Det är av intresse för Scania att det finns en fungerande andrahandsmarknad i deras obligationer. En andrahandsmarknad där det finns transparens i prissättningen fungerar som en viktig vägledning vid prissättning vid nya emissioner, genom att man kan se vad Scantias nuvarande utestående obligationer handlas till. Detta fungerar dock bäst i EMTN-marknaden. Dessutom kommer en fungerande andrahandsmarknad innebära bättre likviditet och därmed förmånligare prissättning.

Likviditeten i den svenska företagsobligationsmarknaden har Anders inte någon bra uppfattning om. Scania emitterade mycket på den marknaden för några år sedan, men är inte fullt lika aktiva idag. Det har gjorts en emission i Sverige i år. Emissioner sker alltid inom ramen för ett MTN-program. Totalt

sett har de gjort tre emissioner så här långt i år på runt 1,8-2 miljarder och det kommer sannolikt att komma ett antal till. Anders bedömer att de kommer vara i storleksordningen från 400 miljoner SEK till större eurobondobligationer på uppåt 5 miljarder.

### **Kostnadsstrukturen**

Det finns vissa avgifter i samband med till exempel börsregistrering, fast de utgör inte några större kostnader, omkring 30- till 50 tusen kronor. Den stora delen av kostnaderna ligger i någon form av provision till banken. Vid publika emissioner på Eurobondmarknaden är det höga avgifter medan när det rör sig om mindre private placement blir det billigare. Det har också att göra med hur likviditeten ser ut, idag kanske det rör sig om någon räntepunkt som går till banken, om det är sämre likviditet går troligtvis att ta ut mer ifrån bankens sida.

Större företag har i dagens läge en facilitet hos bankerna, som ofta är syndikerad, vilken man använder som en form av reserv eller säkerhet. Utöver det sker större delen av all upplåning via certifikats- eller obligationsmarknaden. Att det ser ut på detta sätt beror i mångt och mycket på den utveckling mot securityzation som skett de senaste årtionden. Det kostar mycket i balansräkningen för bankerna att låna ut pengar direkt till företagen och man kan numer uppnå bättre prissättning genom att bankerna bara förmedlar affären. Det blir då inte samma fråga om kapitaltäckningskrav.

I stort sett all kontakt med investerarna går via bankerna och den information de kommer åt är uteslutande av publik natur. Hur situationen ser ut gentemot rating institut är Anders inte insatt i.

Vilken bank som fungerar som huvudarrangör vid en emission varierad från gång till gång. Dock handlar de bara med sina så kallade relationsbanker, alltså de som ”kommittar” balansräkning till Scania i form av faciliteter. Detta rör sig sällan om en vinstaffär för bankerna utan de gör det för att få vara med på andra affärer som FX, räntor, kapitalmarknad eller Cash management. Det är därför Scania uteslutande handlar med sina relationsbanker. Det råder dock konkurrens mellan de banker som är med på faciliteterna. Det kan röra sig om upp till 15-18 stycken.

Det sker en löpande dialog med de affärsbanker som ingår i MTN-programmet om hur Scania ligger till och vilken prissättning som är rimlig. Utöver det tittar man på vad de utestående obligationerna handlas till och man tar även kreditderivatmarknaden till hjälp. Det gäller då främst på Eurobondmarknaden.

Hur lönsam den typen av verksamhet för bankerna är väldigt svårt att bedöma enligt Anders, men han upplever att den borde vara relativt lönsam.

## **SOX**

Scania har obligationer noterade på SOX, men Anders upplever att han har lite för tunn erfarenhet på just det området för att egentligen kunna uttala sig mer precist.

### **Obligationer som instrument på en elektronisk auktionsmarknad**

Jämfört med till exempel aktier, där Scania har en A- och en B-aktie, och det egentligen bara sker handel i ett homogent instrument, så menar Anders att obligationer har en mycket mer heterogen karaktär. Man ställa ut dem i olika

valutor, under olika program eller med olika löptider. Dessutom förändras en obligation alltefter man närmar sig löptidens slut. Precis som med strukturerade produkter upplever Anders att obligationer lämpar sig mer för OTC-handel än att ha en elektronisk plattform. Det krävs så mycket kommunikation med motparten att själva avslutet bara blir en teknikalitet. Det är på obligationsmarknaden affärsprocessen innan som man behöver lägga tid på, till skillnad ifrån valuta eller aktiemarknaden där man bara behöver priset som input för att fatta ett beslut.

## **Intervju med Mats Nyström, AP Fastigheter, 05-03-23**

### **Respondenten**

Mats Nyström är finanschef på APFastigheter och jobbat där i 6 år, ansvarar för den strategiska allokeringens av företagets upplåning, och varit med och etablerat deras två kapitalmarknadsprogram.

### **APFastigheter**

APFastigheter har ett certifikat/commercial paper-program, och ett MTN-program, med omfattning på 6 respektive 10 miljarder. I båda fallen är SEB arrangör och SEB, Danske Bank, Nordea, Swedbank samt Handelsbanken är så kallade dealers.

De utnyttjar 2-4 miljarder på certifikatprogrammet som en viktig del i bolagets korta upplåning och till viss del som en form av checkkredit och cirka 6 milj på MTN-programmet, vilket används upp till 2,3 4 år av mer strategiska skäl. För längre krediter används banklån. På grund av investeringsreglemente som utesluter valutaexponeringar ställs bara obligationer ut på den svenska marknaden.

Förutom Mats finns även en handlare som genomför transaktionerna samt ett Backoffice som ansvarar för den finansiella administrationen

Det händer att de investerar eventuell överlikviditet i certifikat, även om det inte tillhör vanligheterna



### **Företagsobligationsmarknaden:**

Mats upplever att marknaden i stort sett fungerar bra, dock emitterar de enbart på den svenska marknaden. När de emitterar gör de avslut med sina dealers på affärsbankerna genom att ringa upp banken och personligen göra upp pris, kreditmarginaler och övriga egenskaper på obligationen.

Avslut sker via telefon, en affärsnota skickas som matchas mot deras affärssystem i Backoffice och likvid sker tre dagar senare. Han ser det som lite gammaldags att utnyttja en sådan manuell process, i alla fall i jämförelse med hur aktiemarkanden fungerar.

### **Tillgång på information, 2a handsmarknaden:**

Mats Nyströms uppfattning är att obligationerna ofta hamnar hos slutinvesteraren ganska fort, det sker relativt liten handel i deras obligationer. De kan dock följa obligationerna i SOX-systemet. Dock kan de inte i sitt SIX-trader system se orderdjup, eller vad olika banker ställer för priser på deras obligationer, alltså vilken kurs de ställer, men Mats har bilden av att det förekommer en del handel. Obligationsemittenter har ingen laglig rätt att se vem eller vilka som investerar i ett specifikt bolags obligationer, vilket skiljer kreditmarknaden från t ex aktiemarknaden där aktieboken är offentlig information.

De kan också förtidsinlösa, eller göra en förlängning på en existerande obligation, de kommer då överens om pris och kurs, vilket de bygger på vad de skulle emittera en ny obligation med motsvarande löptid till. Dessutom

kollar de med banken vad de tror att marknaden (investerare) har för uppfattning.

Bankerna agerar som intermediärer vid emissioner och även om de kan handla för egna böcker så hamnar obligationerna förr eller senare hos slutinvesterarna. APFastigheter har ingen preferens vart obligationer hamnar i slutändan, det viktiga är att få ut obligationen till den nivå de vill ha.

De har ett visst intresse att ha en fungerande andrahandsmarknad, men det är bara vid de tillfällen som de själva är aktiva på andrahandsmarknaden, vilket är när de vill ändra ränte- eller kapitalbindningen i sina portföljer, eller vill förlänga en obligation. De upplever att det är ganska god likviditet på marknaden. Dock är det alltid en prisfråga, det går att sälja eller köpa, men det är en fråga om pris.

### **Den tekniska utformningen**

APFastigheter emitterar bara kupongobligationer. Antingen fasträntelån, så kallade bullets, vilka har en fast kupong som faller ut fram till slutlikvid, eller så kallade FRN (Floating Rate Notes). Vilket är lång kapitalbindning med rörlig ränta som ändras var tredje månad. Ofta ligger Stibor i botten för en sådan med ett antal punkter i spread.

Det utbyts aldrig några fysiska papper numer, det skrivs dock en emissionsbilaga med ett rambelopp som man kan emittera upp till. Det är inte säkert att man inledningsvis fyller hela ramen, men man har då möjlighet att vid ett senare tillfälle låna upp mer. Ränta, kupong och förfallodag står fast

även vid det senare tillfället men eventuell förändringar i förutsättningar regleras i priset, man kanske emitterar till 101 istället.

Det hela registreras via VPC och i stort sett alla obligationer börsregistreras, vilket möjliggör handel via andrahandsmarknaden. Undantag är när man gör en strukturerad produkt där man använder APFastigheter-obligation som grund för en aktieindexobligation. Det är då affärsbanken som ansvarar för obligationen och det finns inget behov att börsregistrera. Mats menar även att många investerare har restriktioner på att bara kunna handla i börsregistrerade obligationer, vilket gör det blir ett krav för vanliga emissioner.

### **Kostnadsstrukturen**

Det finns en praxis att bankerna får en försäljningsprovision, vilket i och för sig är förhandlingsbart, men de tar i regel två punkter per år. Utöver det tillkommer en del administrativa kostnaden som banken har, och dessutom utgår en viss avgift till arrangörsbanken och de olika dealers som ingår i emissionen. Dock är de förhållandevis små. De stora kostnaderna utgörs av provisionen till banken.

### **På SOX**

Det kostar 10000 per noterad obligation på SOX, dessutom tillkommer lite rörelsekostnader i form av VPC-kostnader på grund av att all kupongutbetalning sker via VPC. Det finns till skillnad från aktiebolag inte en så kallad öppen aktiebok, APFastigheter har enligt lag inte rätt att veta vilka som investerat i deras obligationer. Så VPC får fungera som en form av filter som tar emot pengarna och fördelar ut det till innehavarna. Detta tar de naturligtvis en avgift för.

### **Obligationslån gentemot Traditionella banklån**

APFastigheter har förmånen att kunna pantsätta sina reala tillgångar i form av pantbrev på deras fastigheter.

Den billigaste formen av upplåning är i certifikatmarknaden, vilket utgörs av Stibor plus ett antal punkter. Hur många punkter styrs normalt av ratingkategorier. Dock har AP Fastigheter valt att ta bort sin rating och lagt till en så kallad "change of control"- klausul som innebär att en innehavare av en obligation kan återlösa sina obligationer om mindre än 51 procent av aktierna ägs direkt eller indirekt av 1a till 4e AP-fonden. Det fyller samma funktion som rating när det gäller att trygga risken. Ett certifikat löper per definition upp till max 360 dagar. Upp till tre fyra år det för AP Fastigheter förmånligt att använda obligationsmarknaden. På längre sikt är det banklån som är mest förmånliga. Det är sammanfattningsvis så att ju längre ut på räntekurvan vi kommer ju billigare, relativt sett, blir banklån. Vilket beror på att de har, jämfört med certifikat och obligationer, en högre startnivå men en flackare avkastningskurva. Runt fem år blir det för AP Fastigheter förmånligare att använda banklån framför obligationer

### **Husbank**

Mats menar att alla dealers sitter på samma info. Det är inte så att arrangören har några former av förmåner. Det rör sig om vem som kan finna investerare och erbjuda bäst villkor. Alla dealers har samma rätt att ställa ut obligationer under programmet och det händer att initiativet kommer ifrån banken. Att de har en köpare till vissa villkor, och om det sammanfaller med APFastigheters

lånebehov genomförs ett avslut. Dock är det alltid APFastigheters lånebehov som styr.

APFastigheter släpper samma information till sina banker som de släpper publikt till t.ex. investerare. Pga. av att de inte är börsnoterade är de inte skyldiga att rapportera i samma utsträckning som ett börsbolag, men de har som mål att vara börsfäiga. Vilket innebär att de vill hålla en motsvarande nivå på informationsflödet. De träffar regelbundet sina investerare vid seminarier, frukostmöten och liknande tillställningar. Mats upplever dock inte att det är så att bankerna har tillgång till mer information än någon annan aktör på marknaden. Det rör sig om information som är tillgänglig för alla genom till exempel PRV. Som komplement till det släpper de även en årsredovisning som informationsmässigt riktar sig till investerare och kreditgivare.

Det är enligt lag högre informationskrav på de obligationer som ligger på SOX på grund av de är börsnoterade. Detta krav finns inte på de fåtal obligationer som inte ligger på SOX, men de väljer ändå att släppa samma info. Större händelser inom företaget, så som t.ex. köp och försäljning av en viktigare fastighet, eller en större nyuthyrning tillkännages löpande via pressmeddelanden till börsen och till nyhetsbyråer.

### **Relationen till Banken**

De har inte resten av sin bankverksamhet hos SEB, och de samarbetar med alla de stora svenska affärsbankerna. Till exempel har de all sin cash management hos Handelsbanken, som inte har varit arrangör för någon av

deras program. Mats menar att APFastigheter arbetar mycket brett i sina bankkontakter.

### **Prissättningen**

Det är i stort sett marknaden som avgör hur många punkter över Stibor (eg. swap. Stibor gäller på löptider upp till 1 år, därefter tar prissättning på swapmarknaden vid) som en obligation ställs ut på. Bankerna har ganska bra uppfattning om vilken nivå som är rimligt att ställa ut på. Det är dock alltid AP Fastigheter som enhälligt bestämmer priset vilket till stor del är en funktion av utbud/efterfrågan och kreditvärdighet. Det är viktigt för APFastigheter att vara informerade av vad som gäller på marknaden. Alla affärsbankers analytiker följer löpande de bolag som finns på kapitalmarknaden och lämnar löpande rekommendationer. Till exempel finns det något som heter "Credit Weekly", där information löpande släpps om bolagen. Naturligtvis håller de ett extra öga på vad Vasakronan och liknande företag emitterar till. Dock använder de inte bostadsobligationerna, t.ex. Spintab som benchmark alls.

Mats upplever att det generellt är ett mycket lågt lånebehov från bolagens sida på dagens marknad, vilket drivit ner marginalerna. Tillsammans med den låga marknadsräntan har det gett en historisk billig upplåning. Det beror på att det idag finns få emittenter och många investerare. Vilket leder till att kreditspreaden har blivit liten idag.

Det är även så att de svenska företagen är överkapitaliserade, vilket dels leder till att de finansierar sig med ITM och dels till att det kommer bli

rekordutdelningar i år. Dessa utdelningar kommer i sin tur att återplaceras av aktieägarna i t.ex. fonder, vilket skapar en form av cirkeleffekt på marknaden.

### **Konkurrensen mellan bankerna**

De har god relation med alla bankerna, de har många kontakter på varje bank. Beroende av vilken typ av upplåning de vill genomföra vänder de sig till olika personer på de olika bankerna. De olika bankerna skiljer sig dock något åt vad det gäller ”placing power”, vilket alltså är bankens förmåga att få ut en obligation på marknaden via sitt investerarnätverk. De skiljer sig även åt vad det gäller interna regler när det gäller möjlighet att köpa obligationer för egna böcker.

### **Lönsamt för bankerna**

Mats tror att det överlag är en lönsam bransch för bankerna. Som exempel menar han att SEB merchant banking, där obligationshandel ingår, är den mest lönsamma avdelningen inom SEB. Han påpekar dock att det ingår en rad andra delar i merchant banking.

De gör bara affärer med de banker som de har ett dealer avtal med, vilket är regel inom MTN-program. Inom EMTN-program kan man dock ha så kallade ”dealer of the day”, där man tar in en tillfällig part som samarbetat vid en emission. Dokumentationen inom ett EMTN är också mycket mer omfattande.

Man använder i regel MTN-program men det beror på hur den strategiska positionen i låneportföljen ser ut. Har man till exempel utrymme att låna upp

mer kortfristigt via certifikat är det oftast mer attraktivt. Det beror helt på vilket tidsperspektiv man har sitt upplåningsbehov.

### **Företagsobligationers lämplighet att handlas på en auktionsmarknad**

Mats menar att det finns alla förutsättningar för vi skulle kunna ha en fungerande auktionsmarknad för företagsobligationer i Sverige. Det rådande systemet med möjlighet att börsregistrera och VPC skulle kunna fungera väl. Han ser heller inga hinder för att man elektroniskt skulle kunna göra de avslut som idag görs via telefon, men det är inget som APFastigheter driver, eller har något större intresse i att driva. Det är en förändring som i så fall skulle komma ifrån banksektorn eller möjligen ifrån investerarrhåll, men han tror att bankerna kanske inte skulle vara så pigga på en sådan förändring. Man ska dock inte nonchalera vikten av att tala med en fysisk person som sitter direkt i marknaden med viktig information om andra emittenter och investerare.

### **Bilden av SOX**

APFastigheter har inte mycket med den att göra, förutom att deras obligationer noteras där. De kan se en del via SIX trader, men har inget egentligt intresse att följa sina obligationer. Andra realtidssystem som t e x. Reuters eller Bloomberg har betydligt mer och djupare information, men å andra sidan är de avsevärt mycket dyrare. Det innebär inget mervärde för dem om det handlas i deras obligationer. Dessutom hamnar de allra flesta av deras obligationer hos slutinvesterare tämligen omedelbart.



**Vad skulle krävas för att steget mot en auktionsmarknad skulle kunna  
tas.**

Alla grundläggande faktorer i form av infrastruktur finns enligt Mats för att en elektronisk marknad skulle kunna fungera. Det kan dock hända att bankerna har en aktiv roll i dagens marknad och att de i någon mån hindrar att handeln glider över mot ett mer elektroniskt system. Han påpekar dock att hur handeln sker är inget som APFastigheter egentligen bryr sig om. Den personliga kontakt och den relation man har med sina bankkontakter är någon som de idag uppskattar. Den naturliga och mänskliga kontakten med människor mitt i marknaden och som är välinformerade värderar han högt. Det skulle dock enligt hans mening vara möjligt att förändra.

## **Banker**

### **Intervju med Johan Wennerholm, SEB 05-04-01**

#### **Respondenten**

Johan är ansvarig för Origination på SEB, vilket är låntagarbevakning på Corporate bond - marknaden. De ansvarar för kontakten med alla institutioner och företag som anskaffar kapital genom att emittera olika typer av obligationslån. Det kan röra sig om emissioner på den svenska så väl som den europeiska marknaden.

#### **Företagsobligationsmarknaden**

Johan menar att det finns lite olika emissionstekniker, beroende på vilken typ av institution det är som vill emittera, men att marknaden utifrån ett emittentperspektiv generellt fungerar på ett effektivt sätt. Det går en trend mot att emittenterna väljer att utnyttja auktionsförfaranden i allt större utsträckning. Någon som drivits av en allt starkare konkurrens mellan de banker som är aktiva på obligationsmarknaden. När Johan började inom branschen för många år sedan var det mer av en förmedlingsmarknad där de industriföretagen annonserade att de skulle vilja anskaffa kapital på en viss löptid och banken indikerade på vilka villkor de bedömde att det skulle vara möjligt. Företaget gav sedan banken ett rent förmedlingsuppdrag till banken som på "best effort" genomförde en emission. Numer väljer emittenten oftare att gå ut till flera banker med en fråga där bankerna får komma in med olika typer av bud, där de specificerad på vilka villkor banken skulle vara villig att emittera obligationen. Det rör sig inte om en formell underwriting, men i praktiken kommer de banker som har bäst kontakter med investerarna och vet

vad dessa vill ha, vara de som vågar ställa bäst priser. Priser som i praktiken ofta innebär att man gör ett formellt köp, eller en formell underwriting.

Hur ofta SEB gör en underwriting beror i mångt och mycket på vilket segment av marknaden som emissionen gäller. De segment som finns är staten och bolåneinstitutet, vilken utgör den dominerande delen, kommuner och landsting och slutligen företag. Inom företagssektorn finns dels de traditionella stora företagen som Volvo och Eriksson, och dels de mindre och förhållandevis oetablerade bolagen. När det gäller det förstnämnda så är konkurrensen mellan bankerna så hård att få genomföra transaktioner åt företaget att emission via auktionsförfarande, och som därmed innebär en underwriting, är i majoritet.

Tittar man istället på den de mindre etablerade bolagen, alltså lån från företag som inte är så stora eller kreditvärdiga, så är situationen en annan. Där förekommer inte alls någon underwriting, utan det är fortfarande mycket frågan om en förmedlingsmarknad. SEB för där en diskussion med de stora institutionerna som investerar i obligationer, t.ex. fonder, försäkringsbolag och stora penningmarknadsaktörer. SEB förklarar här hur kreditprofilen ser ut för det specifika bolaget, vad för- och nackdelarna med bolaget är, hur en obligation ska prissättas och hur obligationen kan passas in i den specifika investerarens placeringspolicy. Det finns här ingen tendens till att bankerna skulle vilje ta på sig större del av risken. Den typen av emissionen rör sig ofta om efterställda eller förlagslån, något som av bankerna förknippas med något högre risk.

Om det har gått så långt att det har blivit ett rent auktionsförfarande finns det inte längre mycket annat än priset kvar att konkurrera med. Det blir svårt att motivera för det emitterande företaget som har mängder med banker som ligger på med olika erbjudanden varför de ska acceptera ett sämre pris. SEB jobbar dock på att säkerställa att emittenten, innan han har kommit till beslutet om ett auktionsförfarande, har fått så mycket mer information ifrån SEB, att han väljer att premiera just SEB. De vill att emittenten får så mycket information av hur flödet i marknaden ser ut och hjälp med att arrangera möten investerare att han känner att den relation som byggts upp är så pass värdefull att han inte tar till ett auktionsförfarande. Det är den roll som SEB tar på marknaden. Det är för dem avgörande att bygga djupa relationer med emittenterna på marknaden.

Som SEB ser det finns det fem komponenter som är helt avgörande för att kunna vara nummer ett på den här marknaden.

Distribution: Man måste för det första ha en stark distributionsplattform, man måste ha dedikerade personer som har som enda uppgift att diskutera med investerare vad det är för tillgångar de söker, vilken typ av sektorer, löptider och strukturer man som investerare söker. Om de är realränteobligationer, nollkupongare eller traditionella nominella obligationer.

Trading: Den andra biten som är nödvändig är att kunna handla de här obligationerna. Att SEB alltid möjliggör för en investerare att kunna gå ur sin position genom att ha kapacitet att agera motpart även när de inte kan hitta en

köpare på marknaden. De gäller då att SEB kan hantera den kredit- och valutarisk som det innebär.

Analys: Den tredje aspekten är research-kapacitet. De måste ha en oerhört stark kapacitet att utreda företag och branscher med avseende risker och möjligheter. De måste kunna skapa sig en uppfattning om vilka prisnivåer som är lämpliga att handla på.

Legal: Den fjärde komponenten är att ha en legal kapacitet. Att ha möjlighet att bygga en legal plattform varunder varje specifik emittent kan emittera på ett sätt som står överensstämmande med företagets övriga kapitalanskaffning. Detta är något som Johan upplever att många andra aktörer på marknaden förbisett medan SEB ser det som en avgörande för att kunna se till att transaktionerna genomförs på ett riktigt sätt som inte låser in aktörerna i lånestrukturer som kan vara svåra att låsa upp.

Den femte aspekten är originationsidan, vilket är att alltid ha järnkoll på vad de specifika bolagen håller på med. Till exempel att ha koll på de kapitalstrukturförändringar som företagen idag håller på med, där man ökar upp sin hävstång med olika former av inlösenprogram för att nå en kapitalstruktur som bedöms som mer adekvat ur ett teoretiskt perspektiv. De pratar även med företagen löpande om deras kapitalbehov, om de till exempel står inför expansiva faser med större investeringar. För att komma åt den typen av information och lyckas öppna upp en bra dialog är det viktigt att lära känna företagen och veta vilka typ av behov de har. Det enda sättet att göra detta är att träffa bolagen och komma med olika typer av förslag.

Det är alltså absolut nödvändigt för SEB att ha en oerhört bra relation med emittenterna då det är genom dessa relationer som de kommer åt den typ av information som de i sin tur kan förmedla till sina tilltänkta investerare. Genom att veta mycket om bolagens behov kan SEB dels effektivisera processen och dels särskilja sig ifrån den rena priskonkurrensen.

Johan bedömer att de kan få tillgång till en mer långtgående information än övriga marknaden tack vare de relationer de har med emittenterna. Ju oftare de kommer med förslag som är unika, till exempel produkter som adresserar olika typer av risker. Såsom deras försök att hjälpa företag att hantera sina ökande kreditrisker. Desto närmare kommer de företagen. Den typen av värdehöjande verksamhet som banken har stor erfarenhet av, men som företagen inte har erfarenhet av, är något som Johan upplever att företagen premierar. I de diskussionerna kan SEB lära känna bolagen på en bättre nivå. Dessutom kan SEB utnyttja att de har kontakt med emittenterna på så många olika nivåer.

### **Husbank**

Johan menar att oavsett vilket husbank man har, så anses det att den banken som står till tjänst med egen kreditgivning, också har en mycket nära relation med företaget, och därigenom har större möjlighet även sätta upp andra transaktioner. SEB utnyttjar att de har en stark balansräkning och har möjlighet att tillhandahålla det som bolagen efterfrågar i form av back-up-faciliteter och syndikerade banklån. Givetvis trycker SEB då också på att få vara med på andra affärer också. Tar de på sig risk så vill de ju också på ett eller annat sätt få ersättning för det. Och att vara med på en

obligationsemission är ett sådant sätt. Det binder inget kapital och är därmed en höglönsam verksamhet för dem så länge de inte behöver ta på sig för stora risker. Dock går trenden mot att fler och fler bolag hamnar i en situation där de kan tvinga banken att ta på sig mer risk genom att köpa för egna böcker. Det är något som SEB i grunden ser positiv på, då det möjliggör för banken att kunna tillfredställa de investerare som hela tiden söker olika typer av kreditobligationer.

SEB vill ha obligationer i egna böcker då distributionen är ganska speciell på marknaden. Det finns ett antal investerare, såsom till exempel AP-fonderna, som är mycket stora och sitter på flera hundra miljarder. Dessa investerare är naturligtvis mycket viktiga för banken och de har en mycket bra kontakt med dem. Vid en emission så är ambitionen att så fort som möjligt sälja ut den till investerare, dock innebär det att de mindre och medelstora investerarna, som sitter på portföljer mellan 25 och 500 miljoner, får svårt att hinna med. Det kan hända att hela obligationer går åt när SEB gör en första rundringning bland de stora investerarna. Därmed är det viktigt för SEB att ha en ganska stor portfölj med obligationer som de kan tillgodose dessa mindre investerares behov med.

Det uppstår ibland en form av dragkamp mellan stora och mindre investerare. Något som drivits fram av det långvariga underskott på obligationer som existerar. Om det omvända skulle inträffa, och utbudet skulle bli större än efterfrågan, så skulle situationen bli en helt annan. Det är dock något som man inte sett alls de senaste fem åren och det är svårt att se att det skulle bli så

inom överskådlig tid. Främst med tanke på att den kapitalallokering som vi ser idag är mycket inriktad på räntepapper.

När det gäller vilken typ av kapitalanskaffning de rekommenderar så beror det till stor del på vilket typ av företag det gäller. Det är viktigt att företaget har nått en mer stabil fas och fått en stabil kreditprofil. Att företaget har en tillväxt som är fokuserad på organisk tillväxt och inte främst växer genom förvärv är enligt Johan viktigt. Dock finns vissa undantag i form av till exempel Volvo och Electrolux som traditionellt gör stora förvärv. För dessa tittar man då primärt på obligationslån, medan man för mindre och medelstora bolag som ska göra större investeringar rekommenderar banklån. När det gäller de stora bolagen så genomförs dock båda formerna. Man har ett stort syndikerat lån som ligger i botten men som man inte utnyttjar fullt ut utan står som reservfinansiering. Utöver det utnyttjar man finansmarknaden med hjälp av certifikat och obligationer. Det som driver detta är att det ofta förhållandevis billigt att använda certifikat och obligationer, samt att det ger en eftersträvanvärd diversifiering. Det är inte önskvärt ur företagets synvinkel att endast ha ett syndikerat banklån som förfaller inom till exempel fem år. Det är också bra för företagen att skapa en investerarbask där de har bra kontakter och bra renommé.

### **Andrahandsmarknaden - Information**

SEB har en databas där de värderar de allra flesta svenska företagsobligationerna i realtid, oavsett om de har emitterat dem eller inte. Det betyder att nästan alla de stora investerarna som köper företagsobligationer löpande kan gå in och se vad deras innehav är värda.



Dessutom har investerarna alltid möjlighet att gå ur sina positioner med SEB som motpart, det sistnämnda gäller dock bara för de obligationer som SEB varit med och arrangerat. Allt investeraren behöver göra är att lyfta luren och ringa till SEB tala om vad som vill köpas eller säljas. Johan upplever att det här systemet i stor utsträckning underlättar för investerarna att skapa en bra bild av hur marknaden ser ut och därmed också våga ta beslutet att sälja ibland. Dock är de selektiva när det gäller vilka som får tillgång till det här systemet. De vill absolut inte att deras konkurrenter skulle få tag på den informationen. Johan tror dock att konkurrenterna har liknande system. Det kan vara så att det finns mindre investerare som inte har tillgång till systemet, men Johan bedömer att de knappast har något behov av det heller. De kanske äger någon enstaka obligation och kan få all information de behöver direkt ifrån SEB.

Det är också så att om man har information som är värdefull för investerarna så känner även de att det är värdefullt att inte sprida den informationen alltför vitt.

Det finns vissa samarbeten mellan de stora affärsbankerna att försöka utveckla marknaden. Dock gäller det mer för specifika emittenter än att försöka göra det på en generell basis. Till exempel har sådana samarbeten skett när StoraEnso gjort emissioner för att garantera att en investerare alltid ska ha mycket god likviditet.

Johan menar också att andrahandsmarknaden var bra fungerande för ett par år sedan, men att finansieringsbehovet för svensk industri sedan dess har varit

mycket begränsat. Nästan alla bolag har haft effektivisering och aktieägarvärde i fokus, vilket innebär att man har hållit nere investeringarna, och antalet företagsförvärv har sjunkit dramatiskt. Företagen har i väldigt stor utsträckning minskat sin skuldsättning, vilket har lett till att det är svårt att få investerare till att släppa obligationer till en andrahandsmarknad om de inte ser att de kan köpa andra obligationer istället. Han tror dock att investerarna känner att de har en väldigt god likviditet på grund av att banken ställer priser för väldigt stora volymer. Hade det funnits större utbud på marknaden så upplever Johan att det skulle gå att driva fram en större aktivitet på andrahandsmarknaden.

Den dominerande investerarbasen på företagsobligationsmarknaden, främst i form av försäkringsbolag, pensionsbolag och fondförvaltare, är så kallade buy-and-hold investerare. På senare tid har dock nya investerare, så som hedgefonder, dykt upp på marknaden på grund av att vi under de senare åren har sett några oförutsedda utvecklingsscenario i vissa bolag. Värdet på obligationerna i till exempel ABB och Ericsson har sjunkit kraftigt, vilket öppnat upp för höga årsavkastningar för de som har gått in och köpt. Något som gjort det hela intressant för mer sofistikerade aktörersom har köpt obligationen och blankat aktien.

### **Företagsobligationer som instrument**

Det finns enligt Johan utrymme för vissa bolag att kunna etablera ett mera standardiserat förfarande. Det har gjorts några försök med så kallade e-bonds, med ganska gott resultat. Man fick bra feedback ifrån både investerare och emittenter. De trodde att utvecklingen skulle gå snabbare, men någonstans för

två - tre år sedan sjönk bolagens intresse att utveckla en marknadsplats när deras behov för upplåning minskade. Eventuellt kan de ske någon form av vändning framöver om upplåningsbehovet ökar.

### **SOX**

Enligt Johans bild fungerar SOX bra och är uppskattad av mindre investerare. Det händer att obligationer som SEB är med och arrangerar registreras på SOX. Det sker vid de tillfällen då man gör emissioner som är riktade mer specifikt mot retail-investerare. Till exempel gjordes en sådan för Volvo för ett tag sedan och Johans uppfattning är att det finns ett stort intresse bland privatpersoner att handla i sådana instrument, främst på grund av den extra ränta som en sådan obligation kan ge. Han upplever även att dessa mindre investerare har god insikt i vad företagsobligationer handlar om. Dock har han ingen uppfattning om vad det kostar avgiftsmässigt för dem att handla, utan menar att det i mångt och mycket är en förhandlingsfråga som beror på hur mycket affärer i övrigt man har med den aktuella banken. Väljer man att koncentrera alla sina affärer till en bank så tror Johan att man blir premierad.

Det finns generellt sett inga hinder för att en del av de obligationer som ställs ut skulle kunna placeras hos privatpersoner. Dock föredrar dessa mindre investerare sannolikt nollkupongare, främst av skatteskäl. Medan många av de emitterande bolagen hellre ser en mer traditionell struktur med löpande utbetalningar.

Johan upplever att det finns ett intresse bland privatpersoner att investera i företagsobligationer. SEB skulle aldrig kontakta Volvo för att genomföra en

sådan affär om de inte kände att det fanns ett stort intresse. Att de valde just Volvo beror på det välkända namnet och företagets starka kreditprofil. Dessutom var den omgivande räntemiljön attraktiv. Utöver det här finns det en del företagsobligationer som ligger i botten för en aktieindexobligation.

### **Lönsamheten**

Det har överlag varit en ganska god lönsamhet på den här verksamheten över tiden, och Johan menar att det ska det vara med tanke på de investeringarna som det är förknippat med. Det krävs en hel del personal och mycket teknologi för att kunna hålla sig ajour med marknadsutvecklingen. Det har, och är en bra affär för de flesta banker och anses som en viktig faktor för att kunna upprätthålla en nära relation med de stora företagen, vilket i sig också värdefullt.

### **Vad skulle krävas för en utveckling mot en automatiserad marknad?**

Johan tror att det är möjligt, men att det måste drivas av finansieringsbehoven. Man måste få med sig bolagen som måste vara beredda att satsa på att få en bredare investerarbaser genom att förändra sin emissionsteknik. Något som skulle kunna vara möjligt med hjälp av en utvecklad marknad.

**Intervju med Mats Garnås och <mailto:jaha05@handelsbanken.se> Jan  
Hernqvist, Handelsbanken, 05-04-25**

**Kommentarer kring syftet**

Mats kommenterar syftet med att det redan nu, internationellt går att handla med statsobligationer elektroniskt. Och att även i Sverige har möjligheterna för elektronisk statsobligationshandel ökat.

Redan nu finns det elektroniska plattformar som Bloomberg med mera. Vidare erbjuder Handelsbanken vissa utvalda kunder att handla elektroniskt. Dock är inte detta någon börshandel i traditionell mening. (Mats)

**Respondenten (Mats)**

Mats jobbar på Handelsbanken som market maker för företagsobligationer i nordiska valutor. Han jobbar med en kombination av eget positionstagande, han förvaltar en portfölj med företagsobligationer, och han ställer även ut priser på obligationer åt bankens kunder för att skapa likviditet i andrahandsmarknaden. Detta gäller i första hand obligationer som Handelsbanken varit med och emitterat, men det görs även i andra obligationer. Han har tidigare jobbat med bland annat statsobligationer, bostadsobligationer och ränteoptioner.

Mats arbetar mot bankens kundhandlare som har direktkontakt med Handelsbankens investerare och han har även kontakt med andra banker och mäklarfirmer. (Mats)

### **Respondenten (Jan)**

Jan arbetar med primärmarknaden och med nyemission av företagsobligationer. Han arbetar mitt i mellan debt capital market, de som har direktkontakt med låntagarna, och kundhandlarna som pratar med investerarna. (Jan)

#### **Dagens system för emission och handel i företagsobligationer**

Det är personliga relationer som är helt avgörande, både för att få låntagare att emittera men också för att få investerare att genomföra handel. Särskilt på primärmarknaden är de personliga relationerna viktiga. (Jan)

Vissa företag är traditionella handelsbankskunder, man har gjort affärer långt tid tillbaka. Här finns det naturliga band mellan banker och låntagare. (Jan)

Hela handelsbankens investmentbank samarbetar, det finns en corporate finance sida som arbetar med förvärv. Och vid förvärv är det ju vanligt att man behöver låna pengar och så vidare. (Jan)

När det gäller finansiering finns det flera olika lösningar, såväl kortsiktiga som långsiktiga. Mats och Jan arbetar endast med de långsiktiga lösningarna. Banken har många produkter att erbjuda, bilaterala lån, syndikerade lån och marknadsfinansiering(obligationer). Vid det sistnämnde är inte banken finansiär utan mäklare, och letar upp olika investerare i marknaden. Banken köper en obligation från låntagaren, bryter ner den och säljer den vidare i mindre poster. (Jan)

Det handlar mycket om att lära känna kunden, ta reda på dennes behov, argumentera. Det är en väldigt manuell mekanisk maskin. (Jan)

### **Kundrelationer**

Eftersom marknaden inte är hundra procentigt genomlyst är det väldigt viktigt vad man säger och gör. Det handlar om långa processer för att skapa förtroende och personliga kontakter med motparterna. (Mats)

Samma sak gäller även på investerarsidan berättar Jan, det bygger mycket på en god relation mellan kundhandlare och investerare. Relationen är väldigt viktig. Man kan ha en bra produkt, men det måste även finnas en bra relation med kunden får att det ska bli något. (Jan)

Ofta erbjuder bankerna ungefär samma tjänster, och då är det självklart att den med bäst relation till kunden som får affären. Det är även viktigt att komma med bra lösningar till kunden, helheten blir viktigt och det gäller både mot emittenter och mot investerare.

(Mats)

### **Tillgången på information för investerare på andrahandsmarknaden.**

Den är ganska god, men finns ju ingen benchmark-marknad för företagsobligationer. Det går inte att få fram till exempel en Reutersskärm, som man kan göra vid statsobligationer, och se hur alla företagsobligationer handlas. Man får istället hämta informationen från olika håll. De flesta kunder får information om marknaden direkt från bankerna, de är välinformerade.

(Mats)

I Europamarknaden däremot finns det väldigt stora lån, på minst 500x euro, där kan man på en skärm få en uppfattning om priset, men det gäller bara de riktigt stora lånen. Många nordiska emittenter genomförde sådana stora lån 2000-2001, men sedan dess har ingenting hänt. Vid den tidpunkten gick många bolag igenom en konsolideringsfas, exempelvis Assa Abloy genomförde stora uppköp och behövde därför omfattande finansiering. Och vid så stora lån kan man alltså få en uppfattning om prisbilden via skärmar. (Jan)

Handelsbanken var först Sverige med försök till benchmark-lån. Det var för nordiska investeringsbanken och för Stora-Enzo. Där noterade handelsbanken köp- och säljkurs på skärm vilket också görs fortfarande. Priset kanske inte är exakt, men det är en mycket god indikator om någon vill handla. (Mats)

### **Likviditeten på den svenska marknaden.**

Det finns några stora lån som handelsbanken varit med och emitterat där likviditeten är god, senast var det Stora-Enso på 4,3 miljarder. (Jan)

Storleken på emissionerna är så varierande, det svårt att ha något benchmark eller en tvåvägsmarknad i en emission som bara är på 100 miljoner. (Mats)

### **Standardiserad handel – Är obligationer för heterogena?**

Vid riktigt stora lån kan man tänka sig standardisering, det är bra med sådana benchmark-lån. När det gäller mindre lån blir det svårare, låntagarna har så individuella behov. Lånen måste passa in i kundernas förfallostruktur, de kanske behöver låna olika belopp med olika löptider. Vissa emittenter vill ha



rörlig, medan andra vill ha fast ränta osv. Även placerarna har varierande intressen, vissa vill ha rörlig ränta med en viss löptid andra vill ha fastränta med en annan. Så det blir lite svårt. (Mats)

### **Om Benchmark lån**

Det är ett lån från en större emission som man försöker hålla uppe likviditeten i, det ska vara en marknad i dem. Det ska fungera som måttstock för andra lån. För att det till exempel ska vara benchmark-status på en statsobligation måste det vara ett visst antal miljarder utestående. Till ett sådant lån finns det av riksgälden kontrakterade market-makers som upprätthåller likviditeten genom att löpande ställa köp- och säljkurs. På motsvarande sätt fungerar till exempel Stora-Ensos lån. (Mats)

Ett benchmark är en viktig milstolpe, Stora Enso har en stor likvid femåring ute, Mats handlar i den relativt regelbundet. Lånet fungerar som vägledning för andra emittenter med motsvarande kreditvärdighet. (Jan)

På frågan om det finns någon möjlighet att centralisera alla benchmark-lån till någon form av börs svara Mats att han inte tror det. För närvarande finns inte det behovet även om det kanske kommer. Kunderna vill gärna ringa till banken och få en mer långtgående analys innan de handlar. (Mats)

### **Investerarna – Buy & hold eller handel**

Det är olika, vissa kör buy & hold medan andra försöker köpa ett billigt papper för att sedan sälja om kreditspreadarna rör på sig. Det finns flera faktorer som gör att kunderna omsätter sina papper, det kan vara ändrad

rating, ägarskiftningar och ändrade bokföringsregler, men generellt är det vanligast med en buy & hold -strategi i Sverige. (Mats)

Investeraerna jämför sig alltid mot något index, ett benchmark. Den enskilde investeraeren återspeglar ofta det indexet med sin portfölj. Ibland så överviktat eller underviktat investeraeren beroende på vad han själv tror på. (Jan)

### **Vilket index som följs – vad styr**

Det är placeringreglementena, för att kunna mäta sin prestation använder investeraerna i regel ett index. (Jan)

Fondförvaltare och försäkringsbolag mäts mot varandra och därför så finns det standardiserade index. (Mats)

Det är därför det finns så många index, på handelsbanken finns det skräddarsydda index. I pressen kan man läsa om hur olika fondförvaltare presterat mot index osv. (Jan)

### **Emittering – i praktiken**

Rent praktiskt används telefoner tillsammans med Bloomberg-skärmar. Man berättar till exempel om bolagets rating, det senaste resultatet och vilken typ av verksamhet det är frågan om. Vidare visas till vilken löptid bolaget vill låna och till vilket pris. Priset på företagsobligationer relateras alltid till en swap-nivå. Man pratar uteslutande om priser i termer av swap plus/minus ett antal punkter. Swappen är en form av interbanknivå, och ligger över statens ränta. Företag hamnar oftast ovanför swappen medan kommuner på grund av sin kreditvärdighet hamnar under. (Jan)

Swappen är alltså en förlängning på Stibor som endast gäller ett år framåt. När Stibor är slut tar alltså swapkurvan över. (Mats)

### **Konkurrensen med andra banker vid emittering**

Antalet emitterade obligationer på svenska marknaden har under lång tid varit förhållandevis lågt. Det har funnits mycket kapital på marknaden och man har kunnat se att det blivit vanligare än förr med auktionsförfarande vid obligationsaffärer. (Mats)

Dock är auktionsförfarande som metod fortfarande i minoritet, andledningen till att den ökat på senaste tiden är att det finns så få låntagare som kan agera därefter. Troligtvis är inte detta någon ihållande trend menar Jan. Man når inte det långsiktigaste resultatet på det här viset. Förvisso får låntagaren det bästa kortsiktiga priset, men om detta är långsiktigt bästa priset är inte alls säkert. (Jan)

### **Investerares intresse sig för företagsobligationer.**

I Sverige är det ofta försäkringsbolag och pensionsfonder. Det är ofta som investerarna återkommer och handelsbanken känner väl till vilka personer som agerar i Norden. Vilka som är investerare är väldigt transparent. (Jan)

Det har dykt upp mer och mer företagsobligationer till mindre kunder, privatpersoner och små företag, som säljs via Handelsbankens kontorsnät. Detta är något som banken jobbat med att utveckla i flera år, det var tidigare en del kunder som förlorade en hel del pengar på börsen och som efter det vill ha något säkrare. Då passar företagsobligationer bra eftersom de både ger avkastning och går att omsätta. (Mats)

### **SOX-listan**

Där görs de riktigt små beloppen. Det som Jan och Mats jobbar med handlar oftast om minst miljon belopp. Men det är bra att det finns något för mindre belopp. Köp- och Säljspreadarna är dock lite större på SOX. För att det ska vara möjligt rent praktiskt med den här typen av verksamhet, måste emissionerna göras i relativt stora poster. Tiden skulle inte räcka till annars. (Mats)

### **Företagsobligationer till privatpersoner**

Det finns en viss avsättning med företagsobligationer till privatpersoner, skälet till att den andelen är ganska låg beror nog mycket att privatpersoner inte känner till företagsobligationer i så stor omfattning. Men det intresset ökar mer och mer. Information om företagsobligationer distribueras till privatkunder via bankens regionkontor. Det skickas ut mycket information och det arbetas mycket kring det här området. Sverige har länge varit ett aktieland och det tar ett tag att arbeta in konceptet med obligationer. Det är nog inte så att småsparare upplever företagsobligationer som komplexa. (Mats)

En obligation är både enklare och tryggare än en aktie, man vet vilken avkastning man får, löptiden är fastställd och den går att omsättas. Priset ligger antingen över eller under hundra, och håller man den bara till förfall så får man sina pengar. (Jan)

### **Storleken på multiplarna**

Ju mindre poster som desto dyrare blir det naturligtvis. Affärer kan göras på 100 000 kronors multiplar, men oftast är det på större belopp. (Mats)

### **Om Euromarknaden och Euro bond-marknaden – Skillnad – vilken är vad?**

Euro bonds är företagsobligationer som är utgivna under engelsk lagstiftning, och de kan vara i vilken valuta som helst. Det ser ungefär ut som när emission genomförs under svensk lag fast med lite andra regler. (Mats)

En Euro bond är avsedd att säljas i hela Europa och när man talar om euromarknaden så syftar man på Europa förutom Norden. (Jan)

På frågan om en obligation som är emitterad på euromarknaden alltid emitteras i Euro blir svaret nej. Bara för att man säger Euromarknaden behöver det inte innebära att företagsobligationen är emitterad i Euro. Det finns massor med Euro bonds emitterade i flera olika valutor. (Mats)

### **Om framtiden och marknadens utveckling**

Handelsbanken jobbar alltid på att utveckla marknaden, att den ska bli bättre och större osv. De vill givetvis ha fler kunder, ha fler emittenter, att instrumenten blir fler och att kreditderivatmarknaden skall öka. (Mats)

Det är ju så att mot investerare så marknadsför Jan och Mats den här produkten, de konkurrerar med aktiemarknaden. De hade glädje av de åren det gick sämre för aktiemarknaden och investerarna fick upp ögonen för företagsobligationer. (Jan)

### **Förbättringar i systemet för emission och handel.**

Frågan är om det skulle hjälpa bankens syften. Det svårt att säga om intresset från investerarna skulle öka om handeln blev mer elektronisk. (Jan)

Placerarna vill kunna ringa upp till sin kontakt på banken och få ett köp- eller säljpris till det belopp de vill handla. Det är inte säkert att det går att göra elektroniskt. Det viktiga är att marknaden är likvid snarare än att den fungerar elektroniskt. (Mats)

## **Intervju med Tony Lindlöf, Handelsbanken, 05-03-22**

### **Respondenten**

Tony Lindlöf arbetar på Handelsbanken och är chef för produktområdena inom Debt capital markets. Arbetsuppgifterna är flera, men det han främst sysslar med är marknadsfinansiering vilket innebär företagsobligationer och företagscertifikat.

### **Marknaden**

Till att börja med berättar Tony Lindlöf att det inte finns någon skillnad mellan den internationella och den svenska företagsobligationsmarknaden.

För de stora låntagarna är möjligheterna lika stora att emittera i euromarknaden som i den svenska marknaden. Orsaken till att ett bolag väljer att emittera på den ena och inte den andra är oftast en kostnadsfråga, men det kan också vara en valutafråga.

### **Emittering**

I Sverige kan ett bolag emittera i både SEK och i Euro. Vad som avgör detta är VPC (värdepapperscentralen) som endast klarar att registrera lån i de valutorna. Om ett bolag däremot skulle emittera obligationer inom ramen för ett så kallat Euro MTN-program, kan det göras i vilken valuta som helst. Dock är det oftast Euro man emitterar i. När det gäller svenska bolag emitterar många av dem på båda marknaderna.

### **Vart det är billigast att emittera**

Den svenska marknaden har traditionellt sett varit billigare när det gäller att emittera i kronor, jämfört med internationellt. Å andra sidan om exempelvis

Scania gör en emission i kronor inom ramen för sitt EMTN-program placeras det oftast i Sverige, till samma investerare som hade investerat om Scania hade gjort det med sitt svenska MTN-program. Investerarna blir alltså, givet valuta, de samma i oavsett program. Om det är någonting man kan säga så är det att spreadarna i svenska marknaden har varit mer aggressiva än i euromarknaden. Just nu är det den ”värsta” situationen som varit på marknaden på säkert 20 år. De finns enormt mycket kapital på marknaden, och det gör att kreditspreadarna är väldigt ihoptryckta. Låntagarna får tag i kapital extremt billigt, oavsett om de lånar i euromarknaden, den svenska marknaden eller om de lånar direkt från bank. Det är ”all time low” på kreditspreadar just nu, vilket gör att det inte är gynnsamt för investerare och banker, samtidigt som låntagarna trivs.

### **Utbud på marknaden – Mängd emittenter**

Eftersom kreditspreadarna är så låga, frågar vi Tony om fler bolag än vanligt ställer ut obligationer. Svaret blir att det inte är så många som man skulle kunna tro. Man måste titta i en annan ände. Vad är det som styr om ett företag behöver låna, det är ju kapitalbehovet. Och det har man oftast i en expansionsfas eller i en högkonjunktur. Men den senaste tiden har dock företagen gått väldigt bra och de har genererat kapital via egna vinster. Vilket har gjort att de inte har haft så stort behov av att gå ut och låna i marknaden. Det i kombination med att bankerna har väldigt mycket pengar leder till att det placeras väldigt aggressivt i de obligationer som kommer ut på marknaden.



Många av låntagarna har tillräckligt mycket pengar för att inte behöva gå ut på obligationsmarknaden och lånar dessutom idag billigt i banker. De låntagare vi ser är de som alltid varit på obligationsmarknaden, det är inte speciellt många nya namn som dykt upp. Det kanske är en handfull nya namn om året som kommer ut.

### **Obligationslån gentemot Traditionella banklån**

Handelsbanken försöker ge kunden en produktneutral rådgivning där de tittar på kundens behov . Om man ska tittar på någon form av storleksordning ser det ut så här: Det första ett företag gör är att man lånar direkt från bank, man går in och tar ett bilateralt lån, det andra man gör är att man gör ett banklån med flera banker (det kan bero på att bolaget vill sprida sina risker och inte bara vara beroende av en bank eller att den banken man haft känner: vi kan inte låna ut alla pengar till er nu, vi måste hitta fler banker som gör det.), alltså ett syndikerat lån.

Det tredje i ordningen är att man tar upp certifikatsprogram vilket är program med kort upplåning, upp till ett år. Idag finns ett hundratal sådana låntagare i Sverige, allt ifrån kommuner till företag till statshypotek. Det är vidare en marknad som kräver att du ska ha en rating, en kort rating (K1). Detta är en form av övergång från bankvärlden ut till marknaden, men det är ändå ett steg som är kortare än att gå till obligationsmarknaden direkt. Vilket också ofta är fallet, bolag börjar ofta med certifikatsprogram för att sedan eventuellt gå ut på obligationsmarknaden med löptider över ett år.

Vad handelsbanken rekommenderar skiftar alltså, men om vi tänker oss ett bolag som är moget att gå ut på vilken marknad som helst, vad är det då som gör att Handelsbanken rekommenderar det ena eller det andra? Det är oftast priset som styr. Vad som är billigast för kunden att låna är oftast det som väljs, men det behöver inte vara så. Om kunden till exempel vill diversifiera sig, kan kunden välja ett obligationslån framför ett billigare banklån.

Dessutom kan det vara så att ett bolag har fått kreditlöften i en bank som det inte vill använda direkt utan i stället spara till ett senare tillfälle, till exempel till en framtida förvärvssituation. Då kanske obligationsfinansiering är lämpligare än ett traditionellt banklån trots en relativt större kostnad. Men det är trots allt oftast priset som styr

### **Hur ofta underwriter Handelsbanken en emission?**

Ganska sällan förklarar Tony. Ta ett bolag som är ganska aktivt i marknaden, till exempel Volvo, de har MTN-program både i Europa(Euro) och i Sverige. Så de har hela tiden ramen för att ge ut obligationer. Om Volvo nu har ett lånebehov, säg en halv miljard på fem år, så kontaktar de sina ”core banks” och berättar det. ”Ge oss ett pris” säger bolaget till bankerna.

Då kan vi som bank göra följande; antingen köper vi det till egna böcker, vi underwritear inte egentligen, men vi köper det till egna böcker. Vi tar därigenom en egen position och säljer sedan ut dem på marknaden efterhand.

Eller så går vi ut direkt och hör med investerare och frågar dem. Vad vill ni köpa Volvo till? Då säger de kanske: vi vill köpa Volvo till Stibor plus 20

punkter. Sedan så bygger vi en bok där investerarna står för 380 miljoner och vi kanske står för 120 miljoner, som vi sedan själva säljer ut allt eftersom berättar han.

### **Intern handel**

På frågan om handelsbanken, vid en emission, köper obligationer för egna böcker för att sedan placera dem i egna fonder svarar Tony att det händer men alltid till ett marknadsmässigt pris. Han poängterar även att de egna fonderna agerar professionellt och att de lika gärna kan handla av Nordea och SEB.

### **Övrig bankverksamhet**

I princip i 100 procent av fallen har de bolag som är inblandade i obligationsemittering annan verksamhet hos banken förklarar han. Det är väldigt ovanligt att de jobbar med bolag där Handelsbanken inte har fler affärer.

Obligationens affären i sig är inte särskilt lönsam utan den är mer en produkt som man som investmentbank ställer upp med idag, för att kunna få andra typer av affärer. Framför allt i den svenska marknaden berättar Tony. Därmed inte sagt att handelsbanken är ensam husbank, eller ens husbank. Men oftast finns någon annan form av relation.

### **Andrahandsmarknaden**

När Handelsbanken placerar ut en obligation berättar de alltid för köparna att de finns som motpart om de vill sälja. De ställer alltid pris på det som placerats ut. Allt omsätts dock inte, många investerare håller på obligationen till förfall. Till skillnad från aktiemarknaden där man kan se priser varje dag

fungerar inte företagsobligationsmarknaden likadant, det är en mycket mer dold marknad. Om Handelsbanken till exempel ska gå ut med en obligation från Volvo så sker kontakten till investerarna via telefon, en telefonmarknad. Investerarna själva hittar inte information om detta utan pratar med oss berättar Tony.

Internt i banken finns däremot mer sofistikerade informationssystem där prisnoteringar finns, till exempel på en Volvoobligation. Detta visas dock inte externt ut mot kund. När sedan emissionen är klar hittar man informationen på informationssystemet Bloomberg. Syftet med systemet är dock att hitta villkoren, löptid och så vidare, för respektive obligation. Oftast kan man inte hitta priser på dem såsom köp- och säljkurs. Det som finns är information av typen ”Volvo har gjort en obligation om 500 miljoner på fem år det var Handelsbanken som gjorde den och kupongen var Stibor plus 20” påpekar han.

På frågan om hur han ser på SOX-börsen berättar Tony att det är en liten marknad med låg omsättning. Endast en bråkdel av de obligationer som Handelsbanken är med och emitterar hamnar där. SOX marknaden är en marknad för privatpersoner, ingen institutionell marknad, därav de låga volymerna. Dessutom är det lite bökigt för företagen att ställa ut obligationer där. På SOX handlas det med multiplar om 10000kr medan det handlas till multiplar om 1 miljon kronor när Handelsbanken säljer till institutionella investerare. Och det är svårare för bankerna att få lönsamhet i de mindre multiplarna än i de större. Även från låntagaren kan det finnas ett motstånd att ge ut 10000 kronors multiplar. Eftersom de får kostnader när varje kund

registreras i VPC. Därför kan det vara mer önskvärt sett från låntagarens synvinkel med ett fåtal stora investerare. Dessutom är prospektkraven större på SOX.

Det som avgör om ett bolag vill gå ut på SOX är oftast att det vill sprida sitt namn. Det är då oftast inte en kostnadsfråga, det är ju rätt dyrt att göra någonting på SOX. Olika banker har dessutom av tradition haft obligationer där.

På frågan om Tony skulle rekommendera fler bolag att emittera obligationer om andrahandsmarknaden såg annorlunda ut (en mer välfungerande elektronisk marknad) svarar han att de finns för få låntagare på marknaden. Handelsbanken skulle kunna rekommendera obligationer i större utsträckning. Vilket de också gör hela tiden berättar Tony. Problemet är dock att många bolag inte vill låna då de redan har så mycket pengar. Men visst skulle det finnas en elektronisk handel skulle det vara enklare att göra vissa saker.

### **Brist på låntagare**

Det är också bristen på låntagare som är den enskilt största faktorn till att marknaden inte är mer välutvecklad och likvid menar Tony. En bidragande orsak till detta är bankerna själva har så mycket pengar som de kan låna ut från sin egen balansräkning.

I Sverige finns det, jämfört med i USA, nästan ingen junk bond-marknad, vilket leder till att de sämre låntagarna inte går ut på obligationsmarknaden för kapital, utan lånar i bank. De låntagare som faktiskt ligger ute med

obligationer i Sverige är väldigt bra (de har hög rating). Det är alltså billigare för sämre bolag att låna i bank än vad det är att låna på obligationsmarknaden. Vilket generellt beror på att bankerna har andra typer av affärer med kunderna till exempel valutaväxling osv. Man har en relation med kunden, därför kan man låna ut billigt berättar Tony.

Bankerna har dessutom av tradition varit väldigt billiga i sin utlåning eftersom de har haft så mycket kapital. Och kanske därigenom inte har tagit tillräckligt betalt för den risk de får vid utlåning.

### **Konkurrensen mellan bankerna**

Konkurrensen mellan bankerna är knivskarp, därav de låga kredit-spreadarna. Även avgifterna är låga. Om vi tar Volvo som exempel igen kommer de svenska bankerna konkurrera och vilja ge ut obligationer i SEK inom ramen för Volvos MTN-program, men även utländska banker kan konkurrera här med hjälp av valutaswappar.

När vi frågar Tony hur lätt det är för nya aktörer att etablera sig svarar han att det svårt då konkurrensen är så hård. Dessutom finns det inte mycket pengar att tjäna. Marknaden i Sverige är så väl utvecklad att vi inte kommer få se många nya aktörer förklarar han.

### **MTN-program – vilka kan delta**

När det gäller ett svenskt MTN-program kan endast de banker som finns med i programmet göra emissioner, vilket ofta är de stora bankerna SEB, Nordea, Handelsbanken och Föreningssparbanken.

När det gäller EMTN-program ser det lite annorlunda ut. Det finns ett antal banker som deltar precis som i ett svenskt MTN-program. Men här kan även andra banker ha hand om en emission, en sådan bank kallas då ”dealer of the day”.

### **Relationen till emittenten**

När vi frågar hur ofta det sker att företag som Handelsbanken gett ut obligationer åt återkommer som kund berättar Tony att om kunden har ett MTN-program är den en kontinuerlig låntagare(emittent). Med denne har Handelsbanken en löpande dialog och om de sköter sig återkommer naturligtvis kunderna. Vissa kunder genomför dock endast enstaka emissioner.

När det gäller tillgången till information om kunden berättar han att de endast har tillgång till publik information. De kan inte använda sig av den information som företagen ger till banken vid traditionell långivning. Utan den information som går ut till investerarna är den publika. Oftast behöver man dock inte gå ut med någon information så länge låntagarna har MTN-program och är ratade. Då är de redan så välkända.

Om Handelsbanken däremot tar ut en ny låntagare(oratead) på marknaden gör de en kreditresearch för att sedan gå ut med denna och påtala fördelar och nackdelar för investerarna. En så kallade skuggrating av bolaget genomförs.

Tony berättar vidare att han som ”obligationssnubbe” endast har tillgång till publik informationen, men visst eftersom han arbetar inom fler områden

kommer Tony åt annan information. Men den används aldrig utåt förklarar han, dels av etiska och dels av sekretesskäl.

### **Generellt om marknaden**

Det som håller tillbaka obligationsmarknaden i Sverige är att det finns mycket kapital i bankerna och att låntagarnas lånebehov är litet, de har genom sina stora vinster generat medel internt.

Dessutom har det de senaste åren vuxit fram en CDS (Credit Default Swaps)-marknad, en kreditderivatmarknad. Ett kreditderivat är ett instrument där man kan handla kreditrisk. Ta till exempel Volvo och att deras obligationer handlas på exempelvis 20 punkter över Stibor. Då kan man även handla ett derivat i Volvo på ungefär den nivån. Man kan alltså, via kreditderivatet, köpa eller sälja skydd på Volvo. Om man går till en bank och säger att man vill köpa ett default-skydd på Volvo kanske de säger; det kostar ungefär 20 punkter om året. Vilket på 100 miljoner blir 200000.

CDS-marknaden är en stor marknad. Det finns i de absolut största företagen och detta har alltså blivit ett alternativ till obligationer för vissa investerare. Man köper risk i företagen genom att gå in i CDS istället. CDS är något som bankerna använder för att handla risk med varandra. Sen kan man fråga sig vilken marknad som styr vilken, om är det CDS-marknaden som styr obligationsmarknaden eller tvärtom är svårt att säga, men de hänger ganska tätt ihop i alla fall menar Tony.



### **Framtidsutsikter**

På frågan om Tony ser något hinder i att dagens telefonmarknad blir mer elektronisk svarar han att han inte gör det. Tvärtom tror han att det kommer, det är bara en tidsfråga. Anledningen till att det ännu inte finns vet han inte riktigt, det är relativt nytt vid exempelvis valutahandel, så tiden kommer till obligationer. Men ett skäl kan vara den personliga kontakten. Särskilt om produkten är komplex är det bra att, via telefon, få information om företaget och om alternativa placeringar.

När det gäller de stora låntagarna som statspapper, bostadspapper och exempelvis Volvo så kommer det bli mer naturligt att handla via till exempel Internet, eftersom man här inte behöver veta som mycket om företaget. Dessutom är det man behöver veta är lätt att ta reda på, men ju mer komplex krediten är desto viktigare är det med en telefonmarknad. Exempelvis när det gäller mindre bolag.

## **Intervju med Ulf Stejmar, Nordea, 05-04-22**

### **Respondenten**

Ulf Stejmar är ansvarig för Bond Origination, vilket innebär att han pratar med låntagare och försöker få dem att använda obligationsmarknaden för finansiering.

### **Dagens system för emissioner**

Idag fungerar det inte så bra, just nu har marknaden anammat anbudsförfarande som metod vid emittering. Detta fungerar bra om marknaden är stark, men inte så bra när marknaden är mer osäker på vart spreadarna är på väg och så vidare. Men just nu fungerar det inte särskilt bra när det gäller nyemission på den domestika marknaden. Det beror främst på att den är omogen menar Ulf. Det är hård konkurrens mellan bankerna och man tar lite betalt för sina tjänster samtidigt som spreadarna är låga. Lönsamheten är ganska liten och det är små marginaler. Dessutom fungerar inte anbudsförandet särskilt bra, ofta är motparten för passiv och avvaktar.

Bankerna ser den här typen av verksamhet som en del i ett pussel, man kanske tjänar pengar på andra saker just nu. Det förekommer ofta att de emitterande bolagen har sin övriga verksamhet hos Nordea berättar Ulf, även om det inte alltid är så. Det är sällan man får en obligationsaffär utan att ha en annan relation.

### **Vilka företag som emitterar obligationer**

Ofta stora börsbolag, de som har en skuld man göra något med. Ofta sker det genom så kallade MTN-program, men ibland även via rena ”private placement” där man gör ett obligationslån för endast ett tillfälle.

Bolag som emitterar obligationer har ofta en historia bakom sig, en fungerande verksamhet och genererar ett stabilt kassaflöde.

### **Avgiftsstrukturen**

Tidigare var det cirka två räntepunkter per annum, men nu är det nere i en eller en halv punkt.

### **Obligationslån Vs Banklån**

Det är något som beror på situationen, hur bolaget ser ut. Företaget måste vara ”bondable”. D.v.s. det måste vara ett bolag som det möjligt emittera obligationer åt. Om ett bolag är bondable eller ej beror mycket på storleken på bolaget, och det bör som minst vara 5 – 10 miljarder i market cap. Det går att göra på mindre bolag, men det förekommer sällan.

Skuldsättningen har också betydelse, bolag har, eller som upplevs ha, en rating under investment grade är det svårare för. Dock är ratingen i sig inget krav för att ett bolag ska få emittera. Snarare att kreditvärdigheten motsvarar investment grade.

### **Relationen med emittenten**

Ofta har bolagen fler banker, ju större bolag desto fler banker har bolaget. Företaget låter ofta affärerna rotera mellan bankerna. En gång är det vår tur, nästa gång är det någon annans, berättar Ulf.

### **Bankernas konkurrensmedel**

Viktigast av allt kanske är relationer sen tidigare. Det är viktigt att vara nära kunden så att man vet vad den vill ha, att skapa ett mervärde för denne. Analyskapacitet och distributionsförmåga är också väsentligt. Det är också viktigt att vara kreativ, att komma med rätt idé vid rätt tidpunkt. Ur konkurrenssynpunkt är det viktigt att vara först med en idé eller ett smart upplägg. Alla aktörer försöker vara kreativa, vilket driver marknaden framåt. I vissa fall spelar kreativiteten dock inte så stor roll, utan man gör helt enkelt något ”plain vanilla” och priset är den avgörande faktorn. Men ju mer komplicerat det blir, desto mer kan man skilja ut sig från mängden.

### **Tillgången på information för investerare på andrahandsmarknaden**

De investerare som är aktiva får sin information via sina mäklare, eller sina banker som de handlar med. Det kan vara i form av E-post, Bloomberg eller Reuters, där man kan se pris och händelseutveckling.

Det finns även børsliknande fenomen där bankerna prissätter själva obligationerna. Nordea har egna skärmar och medan de konkurrerande bankerna har sina. Det finns interna system inom banken, men också externa direkt ut mot kund. Nordea fungerar ofta som motpart vid obligationshandel särskilt när det gäller obligationer som de själva varit med och emitterat. Man har ett moraliskt ansvar att ställa pris på det man varit med och emitterat

berättar Ulf. Nordea garanterar alltså likviditet på obligationer de själva varit med och ställt ut.

### **Vilka som kommer åt informationen**

Det som styr är oftast om man har Reuters eller Bloomberg. Men om man är kund finns det en sales-kontakt att tillgå, och via den får kunden tillgång till lite mer information än vad som är synligt på Reuters- och Bloombergsskärmarna.

### **Likviditeten på andrahandsmarknaden**

Mycket varierande berättar Ulf, likviditeten är den största skillnaden mellan företagsobligationsmarknaden och marknaderna för bostadsobligationer och statsobligationer. Det kan vara svårt att handla med stora belopp, marknaden är tunn. Och det är svårt att få överblick över priserna, även om det på senare tid har blivit enklare då man till exempel kan förmedla prisbilden via e-post.

### **Möjligheten till ett stort system där bankernas interna system samordnas**

De flesta obligationer som Nordea har är börsnoterade, det finns listor men ingen uppdaterar priserna. Men de är precis som statsobligationer noterade på en börs, på OMX kurslistor.

### **Om SOX-listan**

Där handlas privatobligationer och det är ingenting som institutioner handlar med. Det har man gjort det till en börs men det handlar om små flöden. Nordea har varit delaktig att emittera obligationer på SOX, men det är inget som Ulf personligen varit inblandad i. Det är inte så ofta det släpps ut företagsobligationer på SOX utan det är oftare bostadsobligationer och bankpapper.

### **Intresset för företagsobligationer hos privatinvestorer**

Det finns ett intresse. Men som skattesystemet är upplagt blir det ganska trist avkastning på företagsobligationer, även om den är högre än avkastningen på exempelvis penningmarknadsfonder. Låga räntor och höga skatter är ingen bra kombination för ränteplaceringar tyvärr, i alla fall när det gäller retail berättar Ulf.

### **Företagsobligationer som instrument på en börsmarknad**

Det är en sådan varierande form av instrument, med till exempel fast och rörlig ränta, Att det när det gäller små emissioner och udda papper blir svårt.

På en börs är det viktigt med standardiserade papper, femåriga Volvoobligationer skulle nog i och för sig gå att handla med. Men den dagen det blir problem i bolaget och likviditeten försvinner så blir det nog ungefär som att handla OTC-aktier, det blir svårt att omsätta någon volym. Ibland kan börserna ge en falsk bild av likviditeten menar Ulf.

Telefonmarknaden har brister men den har också fördelen att den är ganska flexibel, det är lätt att ringa runt och man vet vilka aktörer som ”ställer för bra belopp”. Går man via en börs blir det mer anonymt.

Ulf kan inte se att börshandel är någon lösning, även om det kan fungera i vissa fall. I till exempel Euromarknaden ställs priser i olika index, det finns mängder av olika företagsobligationsindex numera som det går att handla i på terminsmarknaden. Där kan man se officiella priser och man vet vilka volymer som kan omsättas.

Vissa emittenter har försökt att förbättra likviditeten genom att etablera stora lån med samma förfallotid och på så sätt få bättre genomlysning, vilket också en börs syftar till. Men det har inte funnits någon större vilja att handla i andrahandsmarknaden. Det som oftast gäller är buy and hold.

### **Emittenternas intresse för likviditet**

Det finns intresse, för om det finns en likviditet så vet emittenten vart priset ligger om denne vill låna upp mer pengar.

### **Om likviditeten var bättre, skulle ni rekommendera fler bolag att låna på obligationsmarknaden?**

Det viktiga för bolagen är att de kan låna billigt, och det gör de om investerarna tror att de köper en bra produkt. En del investerare tittar dock inte på likviditeten utan nöjer sig med att räntan är bra och att det är sunt bolag som ställer ut obligationen. Vissa tycker till och med att det är bra om det inte är kanonlikviditet då de får en bättre spread. Ju likvidare ett papper blir desto lägre blir ju spreaden.

På frågan om den dåliga likviditeten utestänger investerare med större likviditetspreferenser svarar Ulf att de investerarna antagligen istället handlar på de olika indexen han tidigare nämnt. Vill man spekulera i företagsobligationer finns det bättre papper att investera i än svenska domestika papper. Då är det bättre att gå lång i något index som handlas av kanske ett tiotal banker i Europa och man kan ringa runt och få väldigt tajta priser.

Den här marknaden är en placeringsmarknad, men sedan så finns det trading instrument för företagsobligationsrisk. Om man vill ta en lång position kan man göra det via dessa instrument istället för att göra det i själva ”cash-obligationen”. Man kan exempelvis gå lång i en default swap, som det kan vara enklare att handla i.

Default swap marknaden ökar förövrigt mer och mer berättar Ulf. Förutom bankerna är det vanligt att hedgefonderna handlar med default swappar.

### **Framtidsutsikter**

Han instämmer i påståendet om det är ett överskott på investerare och underskott på emittenter. Ulf menar att det varit så i två års tid. Allt går i cykler och marknaden är här för att stanna, den har ändå ökat markant totalt sett i Europa även om den stått och stampat ett tag i Sverige. Men intresset finns där, investerarna har ökat upp sina limiter och skaffat reglementen som gör det möjligt att investera i de aktuella riskerna.

Den Svenska marknaden kanske inte är den viktigaste för de större investerarna eftersom de även är aktiva på Euro- och Dollarmarknaden. De fokuserar troligen sina framtida investeringar på just Euromarknaden eftersom den är så stor. Men den Svenska marknaden kommer att följa med i utvecklingen, för så länge det finns svenska kronor kommer folk vilja investera i den också.

### **Vad har Euromarknaden som den Svenska marknaden saknar**

Mångfalden av emittenter och sektorer, samt att det finns fler branscher.



**Kommer Sverige få den här mångfalden, eller kommer de som skulle kunna gå in på den svenska marknaden snarare ge sig in på den europeiska?**

Ja, så är det redan nu. Det finns låntagare som inte lånar i Sverige, helt enkelt för att de inte behöver kronor utan de behöver Euro och Dollar för sin verksamhet. Det är också vanligt att man ställer ut obligationer i en valuta och swappar om det till en annan för att utnyttja prisskillnader. Men man emitterar helst i ”rätt” valuta av olika skäl, till exempel pga. att swappar drar limiter.

**Inträdesbarriärer**

För helt nya aktörer är nog väldigt svårt. Men för utländska aktörer är det lättare att etablera sig. Och han håller med oss i vårt påstående om att de aktörer som nu finns på marknaden är de som fortsättningsvis kommer att dominera, det finns inte plats för fler berättar han. Låntagarna vill nog inte dela upp sina affärer på fler aktörer tror han. Det skulle i så fall vara om någon av de nuvarande aktörerna skulle missköta sitt arbete, spekulerar Ulf. Det är nog en ganska svår marknad och komma in i.

**Framtidsutsikter (igen)**

Det är ganska svårt att förbättra marknaden berättar Ulf, de som varit i marknaden ett tag har haft svårt att hitta ett bra sätt att ta sig vidare på.

Om man tar statsobligationer och valutor så handlas de numera mer elektroniskt. Och det finns ett motsatt intresse från bankerna att få det dithän. Möjligheten att tjäna pengar blir ofta mindre.

Det lutar åt att bankerna kommer att lägga mer tid åt komplexa affärer och försöka tjäna mer pengar på dessa, och mindre tid på enklare affärer. Det går inte att ta betalt för en enkel och standardiserad affär längre.

Så fort man lägger något på en börs finns en oro (hos bankerna) att allt blir så enkelt att det blir svårt att ta betalt för sin tjänst. För att kunna använda en börs måste det finnas kunder åt båda hållen och ett underliggande behov att handla i produkten. Ulf är tveksam till om detta behov finns när det gäller företagsobligationer. Vidare finns det nog inget reellt handelsintresse när det gäller de domestika obligationerna. Det kan man i stället göra på Euromarknaden. Att sprida ut likviditet till den lokala norska, den lokala danska och den lokala svenska marknaden tror inte Ulf på. Marknaderna rör sig dessutom ungefär likadant, Volvopapper som finns i flera valutor prissätts relativt lika på de olika marknaderna. Även om det inte alltid är så och kan arbitrage förekomma.

## **Investerare**

### **Intervju med Monica Andersson, Östgöta Brandstodsbolag, 05-03-23**

#### **Respondenten**

Monica Andersson arbetar som kapitalförvaltare på Östgöta Brandstodsbolag med ansvar för räntesidan. De förvaltar cirka tre miljarder på tre personer. Vilket innebär att det har ganska breda arbetsuppgifter. Det är inte hon som har huvudansvaret, men det är hon som sköter handeln och gör beräkningarna.

De har inga egentliga kunder utan förvaltar sina egna pengar då de är ett sakförsäkringsbolag. De förvaltar eget kapital samt det kapital som kommer ifrån de aggregerade försäkringspremierna under tiden fram tills de ska betalas ut i form av ersättning. Deras uppgift går ut på att förvalta kapitalet och se till att det finns likviditet till utbetalningar. Tillsammans med de andra 23 länsförsäkringsbolagen äger Östgöta Brandstodsbolag ett livförsäkringsbolag och en bank. De i sin tur har kunder, men dessa pengar förvaltas inte av Östgöta brandstodsbolag.

Det finns riktlinjer ifrån styrelsen om hur de får placera. Där stipuleras hur mycket som ska ligga i aktier och aktieindex, hur stor andel som ska ligga i obligationer, och att dessa ska matcha tillgångarna med deras försäkringsskuld. Utöver det har de även fastigheter. I deras investeringsfilosofi ingår att inte day-tradea alls.

Andelen (10 miljoner av 600 miljoner) företagsobligationer de har är förhållandevis liten, men de har under de senaste två åren tid varit intresserade av att ge sig in på företagsobligationsmarknaden. Dock har de vissa krav på hur de tycker att en marknad ska fungera, och deras bild är att företagsobligationsmarknaden inte lever upp till det. Den främsta anledningen är att den är för illikvid. De har ett utstuderat durationstänk när det gäller deras obligationshandel, och för att effektivt kunna förändra durationen krävs att man kan vikta om portföljen genom att enkelt köpa och sälja obligationer. Det är något som enligt Monicas uppfattning inte är möjligt idag. Som det fungerar nu ringer en bank upp och erbjuder en obligation ifrån ett företag. Om Östgöta Brandstodsbolag skulle köpa en sådan är det inte säkert att de kan gå ur positionen eller komplettera med andra passande obligationer när och hur de vill. Vilket ligger till grund för deras bild av att marknaden inte är tillräckligt fungerande.

Det viktigt för dem att ha en marknad som är likvid. Dessutom blir risktänkandet något annorlunda då risken inte enbart utgörs av durationen utan även kreditrisk. Något som saknas i statsobligationer.

#### **Företagsobligationsmarknaden (andrahandsmarknaden):**

Monica är inte övertygad om att andrahandsmarknaden inte fungerar i stort, dock menar hon att den inte fungerar för dem. Hon kan tänka sig att den kan vara fungerande för andra företag med andra förutsättningar. De större spelarna har andra möjligheter att ha större portföljer. Östgöta Brandstodsbolag vill ha ca 20-25 olika papper i sin portfölj för att ha bra riskspridning, och det skulle för dem innebära ganska mycket pengar att

exponera sig mot företagsobligationer. Dessutom har de redan en tillräcklig stor exponering mot större svenska företag i form av den aktieportfölj som de innehar. Något som gör att det sannolikt skulle vara mer intressant att investera i europeiska företagsobligationer.

Dock tror hon saken skulle ställas i en helt ny dager om det fanns en fungerande elektronisk marknad för svenska företagsobligationer. För att idag få tillgång till det utbud som finns måste hon idag ringa runt bland banker, eller nöja sig med den information som kommer via e-post. Hon upplever att marknaden idag är för svårpenetrerad.

Det innehav som Östgöta Brandstodsbolag har när det gäller företagsobligationer är i form av en strukturerad produkt med sju bakomliggande obligationer med full riskexponering på varje. Det finns ingen uttalat strategi att hålla den till förfall.

### **Avgiftsstrukturer**

Monica tror att man betalar avgiften när man köper i form av punkter, så fungerar det i alla fall när hon köper statspapper. Men på grund av att hon inte handlar aktivt i företagsobligationer har inte grepp på precis hur det fungerar. Uppskattningsvis gissar hon om att det rör sig om ett par punkter.

De har funderat på att ge sig ut på den europeiska marknaden, men där är det standardiserade minsta beloppet en miljon euro. Vilket, i alla fall i inledningsfasen, innebär för mycket pengar för att kunna ses som något man vill ge sig in på i lärosyfte. Det skulle också innebära för stor insats att sätta

upp en sådan fungerande portfölj i dagsläget. Dock utgör den svenska standarden på en miljon SEK inget problem i sin storlek. Det är för dem ett ganska litet belopp.

### **Information**

Monica upplever att hon har bra om info om bolagen, det tillgodogörs via andra kanaler än obligationsmarknaden. Dock saknar hon information om vad som finns utestående, det går inte att elektroniskt komma åt den informationen idag. Hon måste ringa runt till bankerna och visa sitt intresse för att komma med på de e-postlistor som finns. Att dessutom ta in och sälla i den strida ström av information som bankerna då skulle skicka upplever hon vara en omöjlig uppgift. Vad hon efterlyser är en överblickbar elektronisk informationsplats, i till exempel Reuters system, där hon enkelt kan tillgodogöra sig information om utestående obligationer. Den idag rådande telefonkontakten blir enligt hennes mening dels för tungrodd, och dels för svår att överblicka. Informationen finns där, men det är för ostandardiserat och svårtillgängligt

De handlar i regel inte i instrument där det inte finns en fungerande elektronisk marknad. Det enda fallet är när de investerar i riskkapitalbolag, men då fungerar det oftast så att de blir uppsökta av bolagen och slipper därmed allt besvär med att inhämta information. Dessutom förändrar de inte sina innehav i dessa bolag under tiden.

Med tanke på att de inte handlar i företagsobligationer har de ingen uppfattning om huruvida de har en preferens för obligationer utställda inom

MTN-program eller inte. Dock menar hon att generellt gäller att ju smidigare en process är desto bättre. De vill också helst att de papper de investerar i ska vara noterade, men det är ingen begränsning de har i sitt reglemente. Att de vill det beror dels på att det är enklare att förklara och försvara en sådan investering och dels att det innebär enklare administration.

Hon tror dock att den största anledningen till att marknaden inte fungerar beror på att företagen idag är väldigt överkapitaliserade och har ett litet upplåningsbehov. Utbudet av företagsobligationer är därmed idag mycket litet, samtidigt som efterfrågan är stor på grund av att man vill ha ett alternativ som ger bättre avkastning än stadspapper. Emissionerna går därmed åt tämligen fort via telefonmarknaden, de hinner inte ut på en marknadsplats innan de tar slut. De kan vara så att en obligation som finns att köpa hos en bank ena dagen, är slut nästa. Som det ser ut idag är det något av säljarens marknad, företagen delar snarare ut pengar än lånar upp via obligationsmarknaden. De som ändå ställer ut obligationer, menar Monica, gör det för att upprätthålla någon form av närvaro och goodwill.

### **Bankers lönsamhet**

Hon har ingen uppfattning om hur lönsamt det är för bankerna att hjälpa företag att emittera obligationer. Men uppskattar att det råder en hård konkurrens om de emitterande företagen mellan de fem, sex affärsbankerna som har möjlighet att delta. Hon tror också att företagen kan vara ganska otrogna och vända sig till en annan bank om de inte är nöjda med den de har.

Likviditet är viktig för Östgöta Brandstodsbolag för att kunna gå ur positioner om något händer som skulle innebära stora utbetalningar. De undviker även aktier som är illikvida. Dock kan man inte generalisera detta till alla sakförsäkringsbolag. Det finns en ganska spridd syn på hur och vad man ska investera i för typer instrument. Till exempel undviker de derivat. Det beror dock inte på att de har en uppfattning om vad försäkringstagarna vill att pengarna ska investeras i. Utan syftar snarare till att skapa en så tydlig förvaltning som möjligt. Dock delar inte alla försäkringsbolag den synen utan tillåter handel med derivat, blankning, hedgefonder och motsvarande.

De har i grund och botten ett durationstänk, men som det ser ut nu har de så mycket pengar att det inte blivit aktuellt. Dock är det avgörande att på längre sikt matcha sina tillgångar med skulderna, eller i det här fallet utbetalningsbehovet. Monica nämner återigen att svårigheten att förändra durationen med hjälp av företagsobligationsmarknaden på ett smidigt sätt är en anledning till att de inte använder sig av den. Hon vill kunna se vad som finns, kunna jämföra obligationerna, sätta sig ner och räkna på dem och sedan enkelt gå till avslut. Idag måste hon kanske köpa en på ett ställe, och sälja en annan på ett annat ställe. Något som hon upplever som otymplig.

**Vad skulle hon vilja se, som idag saknas, på  
företagsobligationsmarkanden för att hon ska vara beredd att använda  
den?**

Specifikt behöver hon en fungerande sida i Reuters där all aktuell info finns. Det är idag en uppsplittrad marknad där långt ifrån allt noteras och översiktligheten är tämligen dålig.



Vad som saknas är evlign Monica en gemensam handelsplats för företagsobligationer motsvarande den på aktiemarknaden; -OMHex, nya marknaden, OMX etc.

Hon ser det som tänkbart att det finns aktörer, till exempel banker, som sitter med ett informationsövertag. Alltså att asymmetrisk information skulle kunna råda, och att dessa aktörer tjänar en hel del pengar på dagens mindre effektiva system. Hon menar att det absolut är så att det är transaktionskostnader som till största delen gör att hon inte handlar på företagsobligationsmarknaden, och att bankerna har ett informationsövertag över henne. Däremot upplever hon att hon har samma information som de andra investerarna. De är en så pass viktig kund för bankerna på andra plan att de verkligen får samma information som alla andra investerare. Dock har de eventuellt ett visst underläge när det gäller kunskap och erfarenhet.

## **Intervju med Samuel Rundle, 4:e AP-fonden, 05-04-05**

### **Respondenten**

Samuel Rundle arbetar för 4:e AP-fondens ränteportfölj där han ansvarar för kreditspreadar, främst då på något sämre krediter.

När Samuel arbetar med olika krediter går han väldigt mycket efter rating eftersom det styr vilka obligationer 4:e AP-fonden får handla i. Som det är nu investerar de med obligationer med sämst A-rating, men de ska senare i vår börja med BBB och hela investment grade. Krediterna han arbetar med är i valutorna Dollar, Euro, Sterling och Kronor.

### **Den svenska företagsobligationsmarknaden**

Den svenska marknaden för företagsobligationer fungerar enligt Samuel bra, det är en telefonmarknad precis som alla andra räntemarknader. Ett generellt problem med telefonhandel är transparensen i prisbilden, man får ringa runt till flera olika motparter för att få faktiska priser, men man kan få en hyfsad prisbild av priserna på skärm. Viktigt är dock att veta vem som har obligationerna och vem som är intresserad av dem. Denna information är det bankerna som tillhandahåller och det är också de som ställer ut priser på olika obligationer.

Samuel berättar vidare att det är skillnad på den svenska kreditmarknaden jämfört med dollarmarknaden och (svenska euromarknaden?). I de senare två ställs det ut större volymer, det finns fler emittenter i Dollar och Euro.

Han upplever dock att företagsobligationsmarknaden är en väl fungerande marknad även om det är svårt att se prisbilden, det är inte lika enkelt som på aktiemarknaden.

### **Handel**

Som det är nu finns Bloomberg som har en del elektronisk handel där olika motparter lägger ut sina priser och det är bara att ”klicka och handla” förklarar Samuel.

Vidare berättar han att det fungerar lite annorlunda på räntemarknaden gentemot aktiemarknaden gällande avgifter. Aktiemarknaden bygger på courtage-handel, i räntemarknaden är det istället skillnaderna mellan köp och säljkurs som gör att bankerna tjänar pengar.

Det blir därför kostsamt att handla ofta i obligationer, om man handlar frekvent i samma papper förlorar investeraren punkterna mellan bid och ask-spreaden varje gång en affär genomförs. Det är så bankerna tjänar pengar, de köper billigt och säljer dyrt.

Samuel har bestämda motparter som han handlar med och vill ha en nära relation till. Vilka som blir det bestäms internt inom fjärde AP-fonden, på den svenska marknaden finns det två till tre stycken. Det är endast med dessa motparter som affärer genomförs. Det är inte bara priset som avgör vem som blir motpart, utan även kvalitén på servicen och vilka analyser som erbjuds. Motparterna har stora analysstaber som gör research och arbetar fram materiel som löpande skickas till Samuel.

Ibland skraddarsyr även bankerna analyser åt 4:e AP-fonden. Eftersom motparterna är så få får de mycket information från Samuel om strategi, hans åsikter om marknaden och ibland skickar Samuel även över delar av portföljen, så att de vet vilka obligationer som 4:e AP-fonden sitter på.

Detta för att motparterna lättare skall snappa upp om det finns en intresserad köpare av papperen i portföljen. Den här öppna relationen gäller främst kreditdelen av 4:e AP-fondens ränteportfölj. På övriga marknaden är det nog inte så vanligt med en så här öppen relation berättar Samuel. I det här fallet är det dock möjligt främst på grund av att de låga antalet motparter.

Just när det gäller företagsobligationer är man väldigt beroende av att det finns någon på andra sidan, den svenska marknaden karaktäriseras av att bankerna mäklar positioner och de har sällan själva stora lager, vilket innebär att om man vill sälja något måste banken hitta en köpare. Det gäller att tänka långsiktigt. Tror man tillexempel att kreditspreaden på en obligation kommer att öka och därför så säljer den för att några veckor senare köpa tillbaka samma papper, går inte det alltid. Det är nämligen inte säkert att det finns en säljare i framtiden.

På euro- och dollarkrediter är lite annorlunda, där handlar 4:e AP-fonden med investmentbanker i London som sitter på stora lager. Så där är de inte beroende av att hitta någon på andra sidan i samma utsträckning.

Vidare berättar Samuel att kreditspreadarna i Sverige är väldigt låga eftersom det finns så få emittenter, detta tror han beror på att svenska bolag av tradition

hellre vänder sig till aktiemarknaden för kapital. I Euroland däremot är det mer vanligt än i Sverige att obligationskanalen används för finansiering.

På frågan om 4:e AP-fonden är Buy and Hold investerare svarar Samuel att de inte är det, utan de arbetar med aktiv ränteförvaltning. De bildar sig en uppfattning om hur räntorna kommer utvecklas, hur centralbankerna kommer att agera, utvecklingen på kreditspreadarna och hur avkastningskurvan kommer att se ut. Baserat på det så tar de olika positioner.

### **Svenska andrahandsmarknaden**

Han tycker att den fungerar bra men att det finns för få emittenter och det gör att man sitter på obligationerna längre än vad man annars skulle ha gjort. Det är alltså svårare att förvalta aktivt i Sverige än vad det är i euroland och i Dollar.

Senaste halvåret har spreadarna på svenska obligationer gått ner och det har gjort att utländska investmentbanker har börjat emittera i kronor. Så antalet emittenter från utlandet ökar lite, dock inte så mycket som det skulle kunna göra eftersom de måste swappa om beloppen till Euro eller Dollar vilket kostar pengar.

När det gäller SOX-marknaden berättar Samuel att han inte är så insatt, men att han tycker det bra om man lyckas få igång en marknad för mindre investerare. Han tror det är en finansieringskanal som företagen inte alls utnyttjat. I Schweiz, USA och England är den typen av marknad välutvecklad och det är tråkigt att det inte skett i Sverige i samma utsträckning.

### **Primärmarknaden**

I primärmarknaden går det till så att ett bolag ger en bank i uppdrag att emittera obligationer. Banken ringer ut till investerarna, berättar om priset och kollar hur stort intresset är. Investerarna lämnar sedan bud på hur mycket de vill köpa. Efter det så erhåller investeraren tilldelning från banken. Den här processen tar ungefär ett par dagar. Om intresset från investerarna är väldigt stort händer det att emissionen övertecknas, vilket också är ganska vanligt. Så här ser proceduren ut i kronor, euroland och i dollar. När det gäller svenska kommuner fungerar det lite annorlunda. De berättar hur mycket de vill låna upp, sedan får investeraren själv komma med ett bud på vilken prisnivå denne vill låna ut till. Samuel föredrar den första varianten, vilken också enligt honom kräver mer av emittenten. Men att denne också på detta sätt vårdar sin marknad.

På frågan om det finns någon direkt kontakt mellan honom och emittenterna svarar han att det är väldigt olika, vissa emittenter är väldigt måna om sina investerare. Det gäller särskilt banker och finansiella bolag som vill förklara sin upplåningspolicy. Det varierar också över tiden beroende på hur viktig obligationsmarknaden är som finansieringskälla för det enskilda företaget. När till exempel Ericsson låg som mest risigt till bjöd de in obligationsinnehavarna till finansiella möten för att förklara hur det gick för bolaget. Man märker att kontakten med obligationsinnehavare blir viktigare och viktigare när ett bolag är hamnar i svårigheter. Vissa amerikanska och europeiska bolag är väldigt noga med att förklara sin upplåningspolicy, Ford och General Electric är exempel på sådana bolag. Generellt är svenska företag dåliga på den här typen av verksamhet berättar Samuel

### **Företagsobligationer som instrument och telefonmarknad**

Han menar att telefonhandel är ett måste när det gäller företagsobligationer, det handlar om så stora volymer och är så beroende av vem som sitter på vad att det blir svårt med börshandel.

### **Konkurrens mellan Investmentbankerna**

När det gäller konkurrensen mellan investmentbankerna(i Stockholm) berättar han att vissa riktat in sig mer på företagsobligationer än andra. Nordea och SEB är inom det här segmentet överlägset och de har satsat en del på företagsobligationer. När handel väl sker ringer man givetvis båda två och kollar priser på samma obligation. Affär görs oftast med den bank som ger bäst pris, men om priset skiljer väldigt lite kan den aktör som gett bäst service få affären.

### **Värdet på övriga tjänster**

Varje kvartal tittar Samuel över hur mycket övriga tjänster 4:e AP-fonden fått av bankerna. Om någon av dem kommit med väldigt mycket övriga tjänster, exempelvis analysträffar, i kombination med att denne fått väldigt lite tilldelning, så försöker man göra fler affärer med den banken.

Det oftast samma personer på respektive bank man gör affärer med, varje dag pratar Samuel med en viss person på varje bank. Det är främst av praktiska skäl man väljer att ha det så förklarar han, de blir en personlig kontakt och motparten vet vilken information som efterfrågas.

### **MTN-program**

På frågan om det spelar någon roll om obligationen är utgiven inom ramen för ett MTN-program, svarar han att det inte gör det. Det viktiga är att bolaget har en rating.

#### **Framtidsutsikter – vad kan driva den svenska marknaden framåt**

Det vore bra om det blev fler emittenter. Att bankerna visar sina priser lite tydligare på Reuters eller Bloomberg vore också bra. Får man till exempel en Reutersskärm med en samlad prisbild ökar transparensen på marknaden. Någon börshandel tror som sagt inte Samuel på, utan det handlar om att klargöra prisbilden. Tydligare information om priserna är nyckeln enligt honom.

Redan nu finns det elektroniska handelssystem. Ett exempel är något som kallas för Trade web, där man lägger ut en order till sina motparter elektroniskt och om någon svarar genomförs affären endast genom ett par klick. Det här är en form av elektronisk handel som kommer mer och mer berättar Samuel. De här systemen är bra eftersom just prisbilden klargörs på ett bra sätt fortsätter han. Trade web innefattar bättre ratade dollar, euros och sterlingobligationer. Det innefattar dock inte svenska företagsobligationer.

Att svenska företagsobligationer inte innefattas (på trade web) förklaras av att den svenska företagsobligationsmarknaden är väldigt mycket en så kallad private placement marknad, bolag emitterar och sedan så sitter folk på pappren längre än vad de borde göra. Det är mycket en "buy and hold" marknad, och det hänger ihop med att utbudet är så lågt och efterfrågan så



hög. Vidare tror Samuel på ett begränsat utbud även i framtiden. Detta eftersom företagsobligationer inte är en så vanlig finansieringskanal för svenska bolag.

## **Appendix A2 - Intervjuguider**

### **Mot Emittenter**

#### **Syfte**

Syftet med intervjun riktad mot en emittent är att utröna dennes bild av hur marknaden fungerar och om den på något sätt kan fungera bättre. I huvudsak är det primärmarknaden som skall diskuteras men även synen på andrahandsmarknaden är relevant. Även rent deskriptiva aspekter som hur en emission går till i praktiken är intressant.

#### **Frågor**

##### **Om företagsobligationsmarknaden i allmänhet:**

-Hur upplever ni att dagens system för emission och handel i företagsobligationer fungerar?

Om man ska köpa och sälja obligationer på andrahandsmarknaden, hur ser tillgången på information ut?

Hur upplever ni att likviditeten är i den existerande andrahandsmarknaden?  
Hur tror ni att det kommer sig?

-Är företagsobligationer enligt er mening ett instrument som lämpar sig för handel på en auktionsmarknad likt den som aktier handlas på?

-Vad är din bild av SOX? Hur väl tycker du att den fungerar?

### **Frågor kring emittering**

-Hur går det till när ni gör en emission?

-Hur ofta och i vilka volymer ställer ni ut obligationer?

-Vad kostar det att ställa ut en obligation? Till vem betalar ni? Vad får ni för pengarna?

-I vilken utsträckning använder ni obligationer? Vad får er att välja en obligation framför ett banklån? Hur skiljer sig de båda alternativen åt kostnadsmässigt – finns det andra preferenser än bara kostnader?

-Väljer ni alltid samma typ av obligation? Vad är det som styr den tekniska utformningen av obligationen?

-Har ni något intresse av att det finns en fungerande andrahandsmarknad för era obligationer?

-Har ni obligationer noterade på SOX? Varför/ Varför inte?

-Hur mycket information är ni beredda att släppa till banken? Jämfört med ett kreditvärderingsinstitut(om ni är ratade vill säga)? Släpper ni mer om ni har en mer långvarig relation med banken?

-Väljer ni alltid samma bank? Varför? Hur utvärderar ni bankerna? Finns det någon koppling mellan vilken bank som används för emissioner av obligationer och vilken bank som används i den övriga verksamheten?

Hur upplever ni att maktpositionen ser ut mellan er och banken vid en emission? Vad är det för faktorer som avgör det?

-Hur stor insikt har ni i de priser, avgifter och spreadar som bankerna tar?

Hur svårt upplever ni att det är att skriva kontrakt med bankerna?

-Hur ser ni på MTN (Medium Term Notes)? Använder ni dem? Tycker ni att de på ett bra sätt förenklar emissionsprocessen?

-I hur stor utsträckning lyssnar ni på vad banken har att rekommendera/ vill göra?

-Hur upplever ni att konkurrenssituationen ser ut mellan de emitterande bankerna?

-Hur lönsam upplever ni att denna typ av verksamhet är för bankerna?

Är det vanligt att det dyker upp nya aktörer som erbjuder sig att hjälpa till vid emission?

-Skulle ni kunna tänka er att själva ställa ut en obligation på t.ex. SOX om den, eller någon annan marknad, var fungerande? Eller om ni redan ställt ut obligationer, skulle ni ställa ut fler om marknaden fungerade bättre?

-Har ni något förslag på hur företagsobligationsmarknaden skulle kunna förbättras?

## **Mot en Banks Emittentkontakter**

### **Syfte**

I den här intervjun vill veta bankens bild av marknaden, dock med tyngdpunkt på primärmarknaden. Viktigt är att utröna hur stor konkurrensen är om de emitterande bolagen. Den deskriptiva aspekten vi emissionsförfarandet och olika varianter av detta bör också beröras.

### **Frågor**

#### **Om företagsobligationsmarknaden i allmänhet:**

Hur upplever ni att dagens system för emission och handel i företagsobligationer fungerar?

Om man ska köpa och sälja obligationer på andrahandsmarknaden, hur ser tillgången på information ut?

Hur upplever ni att likviditeten är i den existerande andrahandsmarknaden?  
Hur tror ni att det kommer sig?

Är företagsobligationer enligt er mening ett instrument som lämpar sig för handel på en auktionsmarknad likt den som aktier handlas på?

Vad är din bild av SOX? Hur väl tycker du att den fungerar?

### **Frågor kring emittering av företagsobligationer**

Vilken typ av företag vänder sig främst till er för hjälp vid en emission av en företagsobligation?

Hur går det till rent praktiskt när ni hjälper ett bolag att ställa ut obligationer?  
Vilken typ av underwriting är vanligast?

Skulle det gå att emittera utan underwriting? Vad skulle krävas? Ligger det i ert intresse?

Vad tar ni för avgifter? Och vad upplever ni att det är ni tillför?

Hur ser ni på företagsobligationer som kapitalanskaffningsmetod?

När rekommenderar ni ett mer traditionellt banklån och när rekommenderar ni obligationsfinansiering?

Skulle ni rekommendera fler företag att emittera obligationer om andrahandsmarknaden var bättre fungerande?

Hur mycket information känner ni att ni har om det emitterande företaget, kommer ni åt ”privat” information? Försöker de framställa sig i en bättre dager? Kommer ni närmare inpå ett företag om det är en upprepande process?  
Hur mycket vet ni om olika risker i företaget?

Återvänder ofta samma företag till er vid emissioner?

Är det vanligt att ett emitterande företag har resten av sin bankverksamhet hos er? Kan ni ge ett sådant företag bättre förhållanden?

Hur besvärlig är den kontraktuella situationen? Fungerar MTN-program väl för att förenkla den? Är det vanligt med MTN-program? Upplever ni att någon flexibilitet går förlorad vid inrättandet av ett MTN-program?

Hur stor upplever ni att konkurrensen är om de emitterande företagen? Är det många som idag har möjlighet att delta i en emissionsprocess?

Upplever ni någonsin att det finns konkurrens mellan de emitterande företagen om vem som får tag på kapital?

Hur lätt upplever du att det är för nya aktörer att etablera sig som ”investment bank”?

Ungefär hur lönsam är den här typen av verksamhet?

Om ni nu skall hjälpa ett bolag att ställa ut obligationer när rekommenderar ni en notering på SOX? Och när gör ni det inte? Vad är den mest avgörande faktorn?

Vad tror du skulle krävas för att företagsobligationsmarknaden ska kunna utvecklas mot en automatiserad auktionsmarknad likt den som aktier handlas på?



## **Mot en Banks investerarkontakter**

### **Syfte**

Syftet är att utvärdera hur kommunikationen sker mot investerare, vad en investerare efterfrågar och vilken service banken ger till denne. Sekundärmarknadens funktionssätt och utvecklingspotential skall också utvärderas. Vidare vill vi få en bild om hur mindre investerare ser på marknaden för företagsobligationer.

### **Frågor**

#### **Om företagsobligationsmarknaden i allmänhet:**

-Hur upplever ni att dagens system för emission och handel i företagsobligationer fungerar?

-Om man ska köpa och sälja obligationer på andrahandsmarknaden, hur ser tillgången på information ut?

-Hur upplever ni att likviditeten är i den existerande andrahandsmarknaden?  
Hur tror ni att det kommer sig?

-Är företagsobligationer enligt er mening ett instrument som lämpar sig för handel på en auktionsmarknad likt den som aktier handlas på?

Vad är din bild av SOX? Hur väl tycker du att den fungerar?

### Frågor om investerarkontakter

-Hur går det till när ni säljer vidare en obligation?

-Vilka typer av investerare intresserar sig för företagsobligationer?

Till vilka typer av investerare marknadsför ni företagsobligationer? Stora, små?

Hur går ni till väga?

Tar ni några avgifter av en investerare? Vilken typ? (Spread?)

Vad är det ni tar betalt för?

Ser ni något problem i att posterna generellt är ganska stora?

Hur mycket information om företaget släpper ni till investerarna? Har ni någon form av lojalitet mot emittenterna, eller är det viktigare att bygga relationer med investerarna.

Vad finns det för typer av risker vid försäljning av en företagsobligation? Upplever ni att motpartsrisk föreligger? Fungerar clearingens effektivt (via VPC)? Hur krångligt är det? Föreligger kontraktuella svårigheter?

-Är det vanligt att ni erbjuder samma investerare att köpa obligationer vid flera tillfällen? Typ, har de ett gäng med återkommande investerare?

Vilka är era största konkurrenter när det gäller att hitta investerare?

Hur lätt upplever du att det är för en ny investerare att genomföra ett köp?

Hur ser kostnadsbilden ut?

Är det enligt er mening lätt för en ny investerare att etablera sig på företagsobligationsmarknaden?

Tycker du att det finns för få investerare?

Gör ni något för att få in fler investerare på marknaden?

Finns det obligationer som ni garanterar likviditet i på andrahandsmarknaden?

Om ni gör det, hur kommer det sig?

Hur prissätter ni en sådan marknad? Spread? Likviditet?

Ser ni SOX som en konkurrent till er bankinterna marknad(om ni har en vill säga)?

Om marknaden var mer välfungerande, skulle ni rekommendera företagsobligationer i större utsträckning?

**Frågor relaterade till hur småsparare upplever företagsobligationer.**

-Hur bred är kunskapen om företagsobligationer?

-Hur tror du att det kommer sig att den är så stor/liten?

Skulle det gå att genomföra någon form av utbildning av småsparare?

Skulle ni kunna vara intresserade att delta i en sådan satsning?

Hur tror du att småsparare ser på företagsobligationer som investeringsalternativ?

-Tror du att småsparare upplever företagsobligationer som komplexa instrument?

Upplever ni att marknaden är välanpassad för småsparare, vi har i tidigare intervjuer mött uppfattningen att marknaden är väldigt proffsproducentorienterad? Hur ställer du dig till det?

## **Mot Investerares**

### **Syfte**

Syftet är att undersöka respondentens syn på marknaden, både vid handel på sekundär- och primärmarknaden. Det är också intressant att få veta vad sekundärmarknadens huvudaktörer ser på mäklarmarknad kontra elektronisk marknad. Vidare ska vi reda ut hur handel utförs i praktiken samt vilka investeringsstrategier som respondenten använder.

## Frågor

### **Om företagsobligationsmarknaden i allmänhet:**

Hur upplever ni att dagens system för emission och handel i företagsobligationer fungerar?

Om man ska köpa och sälja obligationer på andrahandsmarknaden, hur ser tillgången på information ut?

Hur upplever ni att likviditeten är i den existerande andrahandsmarknaden?  
Hur tror ni att det kommer sig?

Är företagsobligationer enligt er mening ett instrument som lämpar sig för handel på en auktionsmarknad likt den som aktier handlas på?

Vad är din bild av SOX? Hur väl tycker du att den fungerar?

### **Frågor knutna till kapitalförvaltning**

Varifrån får ni ert kapital?

Var och hur handlar och köper ni företagsobligationer? Även andrahandsmarknad?

Håller ni ofta obligationerna till förfall eller händer det att ni säljer dem innan dess vad är er primära avsikt med obligationerna?

Hur ser kostnads-/ avgiftsstrukturerna ut vid handel? Till vem och för vad är det ni betalar?

Skulle ni köpa mer företagsobligationer om det fanns en fungerande andrahandsmarknad?

Hur mycket information upplever ni att ni har tillgång till ang. de företagen vars obligationer ni köper. Har ni tillgång till någon form av privat information? Vart får ni informationen ifrån?

Vad finns det för typer av risker vid investering i en fgt-obl? Upplever ni att motpartsrisk föreligger? Fungerar clearingen effektivt (via VPC)? Hur krångligt är det? Föreligger kontraktuella svårigheter?

Vänder ni er hellre till en motpart som ni har handlat med förr eller spelar det ingen roll?

Är det viktigt att vara mån om sitt rykte på marknaden?

Spelar det er någon roll om en obligation är utgiven inom ramen för ett MTN-program eller inte?

Hur stor upplever ni att konkurrensen är mellan investmentbankerna?

Vilka är era största konkurrenter?

Är det vanligt att nya handlare etablerar sig?

Ser ni ett hot i att privatpersoner lättare skulle kunna få tillgång till obligationsmarknaden? Till exempel att ni skulle få färre investerare?

**Frågor relaterade till hur småsparare upplever företagsobligationer  
(ställs till både banker och investerare)**

Hur bred är kunskapen om företagsobligationer?

Hur tror du att det kommer sig att den är så stor/liten?

Skulle det gå att genomföra någon form av utbildning av småsparare?

Skulle ni kunna vara intresserade att delta i en sådan satsning

Hur tror du att småsparare ser på företagsobligationer som investeringsalternativ?

Tror du att småsparare upplever företagsobligationer som komplexa instrument?

Upplever ni att marknaden är välanpassad för småsparare, vi har i tidigare intervjuer mött uppfattningen att marknaden är väldigt proffs/producentorienterad? Hur ställer du dig till det?