

Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer

Fredrik Bonthron¹

Författaren är verksam vid Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.

Det sker en strukturell förändring på den svenska marknaden för företagsobligationer på många sätt. Marknaden växer och både den utestående volymen² och antalet emittenter ökar. Samtidigt ökar andelen obligationer som emitteras med lägre kreditvärdighet eller utan kreditbetyg. Det ökade utbudet från företagen har mötts av en ökad efterfrågan från olika typer av investerare. Det starka intresset hos investerarna tycks ha bidragit till att riskpremien på marknaden har minskat. En rad initiativ har samtidigt tagits av marknadsaktörer i syfte att utveckla marknaden. Mycket talar för att marknaden kommer att fortsätta växa framöver. Efterhand som den gör det och dess struktur förändras blir det samtidigt allt viktigare att beakta vilken roll den spelar i det finansiella systemet och för den finansiella stabiliteten.

I Riksbankens arbete med finansiell stabilitet är en viktig del att samla in, sammanställa och sprida information om det finansiella systemet i Sverige (Sveriges riksbank 2013b). Riksbanken gjorde 2011 en kartläggning av den svenska marknaden för företagsobligationer genom Gunnarsdottir och Lindh (2011). En slutsats då var att marknaden var underutvecklad med bristfällig transparens och statistik. Eftersom marknaden har förändrats och vuxit sedan 2011 är syftet med denna ekonomiska kommentar att beskriva utvecklingen som har skett sedan dess. På ett antal områden har analysen dock utökats och fokuserar därför på perioden även innan 2011.

I kommentaren redogörs först för utvecklingen på primär- och sekundärmarknaden samt de initiativ som tagits för att utveckla marknaden. Därefter diskuteras finansiell reglering som kan tänkas ha betydelse för marknadens utveckling. Avslutningsvis diskuteras hur marknaden kan komma att utvecklas framöver.

Den svenska marknaden definieras här som marknaden för de företagsobligationer som emitteras i svenska kronor av icke-finansiella företag.

Utvecklingen på den svenska primär- och sekundärmarknaden för företagsobligationer

Den svenska marknaden för företagsobligationer kan delas in i dels en primärmarknad och dels en sekundärmarknad. Företagen emitterar obligationerna på primärmarknaden. Det gör de genom att ta hjälp av en företrädare, oftast en bank, som hjälper till med emissionerna. Därefter kan obligationerna byta ägare genom att köpas och säljas vidare på sekundärmarknaden mellan olika typer av investerare. Nedan följer en beskrivning av hur dessa marknader har utvecklats och vilken roll bankerna har på dem.

1. Författaren vill tacka Malin Alpen, Jill Billborn, Mia Holmfeldt, Tor Johansson, Reimo Juks, Kristian Jönsson, Anna Lidberg, Jenny Mannent, Sofia Possne, Caroline Richards, Anders Rydén och Jonas Söderberg för värdefulla synpunkter.

2. Med utestående volym avses genomgående det sammanlagda nominella värdet vid emissionstillfället för de obligationer som är utestående på marknaden.

3. Det visar statistik över emissionsvolymerna och riskpremierna från Dealogic respektive Barclays Research.

Utvecklingen på primärmarknaden

Företagsobligationer står för en allt större del av de svenska företagens finansiering

De svenska företagen är traditionellt bundna till bankerna för huvuddelen av sin finansiering (se diagram 1). Det gör att deras finansiering är känslig för störningar i banksektorn. Efter den senaste finanskrisen har många företag till exempel uppgett att de har haft svårt att få tillgång till den finansiering de behöver via banklån (Sveriges riksbank 2012). Marknaden för företagsobligationer är ett alternativ för företag som vill minska sitt beroende av banklån och diversifiera sin finansiering.

Sedan 2011 har företagen i allt större utsträckning ersatt banklån med just företagsobligationer (se diagram 2). Företagsobligationer och certifikat⁴ står därför för en allt större del av deras lånebaserade finansiering⁵ (se diagram 1). Denna finansiering har ökat från drygt 15 procent av den lånebaserade finansieringen i slutet av 2011 till över 20 procent i slutet av andra kvartalet 2014. Knappt hälften av detta, 9 procent, utgörs av emissioner på den svenska marknaden som är huvudfokus i den här kommentaren. I takt med att företagen har ökat sina emissioner på den svenska marknaden har den utestående volymen också ökat och den uppgår nu till 370 miljarder. Det motsvarar strax över 10 procent av Sveriges BNP. Som en jämförelse har marknaderna för stats- och bostadsobligationer i svenska kronor utestående volymer på drygt 770 respektive 1 160 miljarder kronor⁶ och är därmed betydligt större än marknaden för företagsobligationer, även om skillnaden har minskat.

Ökade emissionsvolymerna och fler emittenter på primärmarknaden

Emissionerna⁷ på den svenska primärmarknaden har ökat med 26 procent sedan 2011, från ett värde av 65 miljarder kronor till 82 miljarder 2013 (se diagram 3). Emissionerna har ökat ytterligare under 2014 vilket framgår tydligt av den genomsnittliga emissionsvolymen per månad som har ökat från 5,5 miljarder kronor 2011 till 6,9 miljarder 2013 och över 8 miljarder hittills under 2014 (se diagram 4). Det har också blivit fler företag som emitterar på primärmarknaden. Under 2011 emitterade 34 olika företag obligationer och hittills under 2014 har 56 olika företag emitterat (se diagram 5). Drygt 130 olika företag har emitterat på den svenska marknaden någon gång mellan 2001 och 2014. Stora svenska bolag med högre kreditvärdighet⁸ fortsätter visserligen att stå för huvuddelen av emissionsvolymerna men det har tillkommit fler företag som emitterar mindre volymer. De tio största emittenterna 2013 stod för nästan 53 procent av de totala emissionsvolymerna och de tio minsta för omkring 3 procent. 2011 var motsvarande fördelning 70 procent för de största emittenterna och 6 procent för de minsta. Bland de största emittenterna finns bland annat Vasakronan, Volvo Treasury och Sandvik. Bland de minsta finns BillerudKorsnäs, Magnolia Bostad och Sagax. Utländska företag står för drygt 25 procent av emissionerna på den svenska marknaden och deras andel är relativt oförändrad sedan 2011. Det är framförallt företag i Danmark, Finland, Norge och Tyskland som emitterar.

Företag inom fler sektorer än tidigare finns representerade bland emittenterna nu (se diagram 6). Under 2011 emitterade företag inom 13 olika sektorer obligationer på den svenska marknaden. Det var en ökning jämfört med perioden mellan 2001 och 2010 då knappt 7 sektorer fanns representerade i genomsnitt. Under 2014 finns företag inom samtliga 19 sektorer som ingår i statistiken från Dealogic representerade bland emittenterna. Företag inom vissa sektorer står dock fortfarande för en stor del av emissionerna. 2011 stod företag inom fordonsindustrin för den största delen av volymerna, över 40 procent. Sedan dess har fordonsindustrins andel minskat något och istället står i dag företag inom fastighets- och byggsektorn för den största delen av emissionerna, drygt 42 procent.

4. Företagen kan använda både obligationer och certifikat i sin marknadsfinansiering. Certifikaten står för knappt 3 procent av företagens finansiering. På grund av det och begränsad tillgång till statistik fokuserar denna ekonomiska kommentar på obligationerna.

5. Med lånebaserad finansiering avses här upplåning från svenska och utländska kreditinstitut, koncernlån och upplåning genom emissioner av företagsobligationer och företagscertifikat.

6. Detta enligt SCB:s Värdepappersstatistik. I statistiken över bostadsobligationer ingår inte emissioner av SEB eftersom dessa inte görs genom något bostadsinstitut.

7. Med emissionerna eller emissionsvolymerna avses genomgående det nominella värdet på obligationerna vid emissionstillfället.

8. Med högre kreditvärdighet, "investment grade" på engelska, avses obligationer med ett kreditbetyg som är högre än BB+ (S&P och Fitch), Ba1 (Moody's) eller motsvarande kreditbedömning från banker.

Ökade emissioner av obligationer med lägre kreditvärdighet eller utan kreditbetyg

Andelen obligationer som emitteras med lägre kreditvärdighet har mer än fördubblats sedan 2011. De utgjorde 9 procent av emissionerna 2011 men har hittills under 2014 ökat till 19 procent (se diagram 1).⁹ Bland annat Boliden, SSAB, Arise och SeaDrill har emitterat obligationer med lägre kreditvärdighet under 2014. Andelen obligationer som emitteras helt utan något officiellt¹⁰ kreditbetyg har också ökat (se diagram 7). I samband med finanskrisen 2008–2009 blev det svårare för företag att emittera denna typ av obligationer i Sverige eftersom investerarna efterfrågade säkrare investeringar. Under de senaste åren har investerarna dock börjat efterfråga mer riskfyllda investeringar igen och det har gjort det lättare för företagen att emittera obligationer utan något officiellt kreditbetyg. Under 2011 utgjorde dessa obligationer 21 procent av emissionsvolymerna. Hittills under 2014 har andelen ökat till 53 procent. Omkring två tredjedelar av dessa är obligationer som av bankerna bedöms ha högre kreditvärdighet.

Andelen obligationer som emitteras med rörlig kupongränta har ökat

Företagen kan emittera obligationer med antingen fast eller rörlig kupongränta. På obligationer med rörlig kupongränta ändras kupongutbetalningarna utifrån en referensränta, vanligtvis interbankräntan. På obligationer med fast kupongränta ändras kupongutbetalningar normalt sett inte. Andelen obligationer som emitteras med rörlig kupongränta har ökat från 61 procent 2011 till 74 procent hittills under 2014 (se diagram 8). Att emissionerna med rörlig kupongränta har ökat beror främst på att investerarna efterfrågar det. Marknadsrisken¹¹, eller ränterisken, är nämligen lägre för dem eftersom priset på obligationer med rörlig kupong inte påverkas av förändringar i marknadsräntor på samma sätt som vid en fast kupongränta. Den genomsnittliga löptiden på de obligationer som emitterats är omkring 4 år, och den är i stort sett oförändrad under perioden 2012–2014 jämfört med 2001–2011 (se diagram 9).

Ökat utbud till följd av lägre kostnader och att företagen vill diversifiera sin finansiering

En förklaring till att företagen väljer att emittera obligationer är att de därigenom diversifierar sin finansiering. Det gör att de blir mindre beroende av andra former av finansiering och får bättre förutsättningar för att kunna finansiera sig i tider då bankerna till exempel är mindre benägna att låna ut pengar. Men huruvida företagen väljer att diversifiera sin finansiering eller inte påverkas av hur mycket det kostar att göra detta.

För att få en bild av hur mycket det kostar för företagen att emittera företagsobligationer måste man se både till den absoluta kostnaden och till alternativkostnaden, det vill säga hur mycket det kostar jämfört med andra finansieringsalternativ. Priset på utestående företagsobligationer är en bra indikator på vad emittenterna betalar för att emittera. Den absoluta kostnaden för att emittera tycks ha minskat sedan 2011 baserat på de indikativa priserna (se diagram 10 och avsnittet Stigande indikativa priser på sekundärmarknaden). Många stora företag finansierar sig faktiskt billigare på marknaden än de svenska bankerna (Landeman och Bergin 2014). Även för företag som finansierar sig till samma kostnad eller till en något högre kostnad än bankerna kan kostnaden för att finansiera sig via företagsobligationer fortfarande vara lägre eftersom bankerna måste ta ut marginaler utöver sin finansieringskostnad på utlåningen. När det kommer till alternativkostnaden är det svårare att ge en entydig och rättvisande bild. Om man jämför räntan på utestående företagsobligationer på sekundärmarknaden med bankernas utlåningsränta till företagen tycks den relativa kostnaden för företagsobligationer ha minskat sedan 2011 (se diagram 10).¹² Det talar för att det även blivit mer attraktivt relativt sett för företagen att emittera företagsobligationer.

9. Med lägre kreditvärdighet, "high-yield" på engelska, avses obligationer med ett kreditbetyg som är lägre än BBB- (S&P och Fitch), Baa3 (Moody's) eller motsvarande kreditbedömning från banker.

10. Med officiellt kreditbetyg avses betyg från S&P, Moody's eller Fitch. Bankerna kan fortfarande göra egna kreditvärderingar av dessa obligationer.

11. Marknadsrisken eller ränterisken avser här risken för att en obligation förlorar värde till följd av förändringar i marknadsräntorna.

12. Detta resultat ska tolkas med viss försiktighet, dels på grund av att urvalet av företag i respektive statistik, löptiderna och storleken på lånen skiljer sig åt, dels på grund av att företagen inte nödvändigtvis emitterar obligationer till samma pris som på sekundärmarknaden.

Fondbolag ökar bland investerarna

På grund av brist på statistik avser informationen i det här stycket investeringar på både primär- och sekundärmarknaden i svenska företags obligationer oavsett om de emitterats på den svenska marknaden eller i utlandet. Emissionerna på den svenska marknaden utgör knappt hälften av dessa obligationer. Enligt statistiken står utländska investerare för 61 procent av investeringarna i företagsobligationer emitterade av svenska företag (se diagram 11). Andelen är i stort sett oförändrad sedan 2011. Den största andelen av det utländska ägandet ser ut att komma från investerare i Luxemburg, USA och Tyskland enligt statistik från IMF.¹³ Bland de svenska investerarna står pensions- och försäkringsbolag, andra finansinstitut, som i huvudsak består av fonder, samt företags- och kommuninstitut för en betydande del av investeringarna. Andra finansinstitut som i huvudsak består av fonder är den kategori av investerare som har ökat mest, från 3 procent 2011 till 7 procent i dag. Svenska privata investerare, som hushåll, står för en liten del av investeringarna direkt i dem. Handelsposterna i företagsobligationer är ofta för stora för att de ska kunna investera i dem. Det är vanligt att den minsta handelsposten är 1 miljon kronor. Det är därför vanligare att hushållen investerar genom fondsparande istället.

Antalet företagsobligationsfonder som har den svenska marknaden för företagsobligationer som huvudsaklig placeringsstrategi har ökat markant de senaste åren. 2004 fanns 3 sådana fonder. 2011 hade antalet ökat till 14 och i slutet av 2013 fanns 28 stycken. Det totala värdet på fonderna har också ökat, från 1,3 miljarder kronor 2004 och 28 miljarder 2011 till 76 miljarder kronor 2013 (se diagram 12). Andra typer av svenska obligationsfonder som till viss del också investerar i företagsobligationer har också ökat i omfattning.

Fonderna påverkas av investerarnas insättningar och uttag ur fonden som kan variera från år till år. Det framgår av fondernas nettoflöden som har varierat betydligt över tiden (se diagram 13). I samband med finanskrisen 2008 hade fonderna nettoutflöden. Därefter hade de inflöden 2009–2010. När finanskrisen sedan gick in i en ny fas 2011 hade fonderna återigen utflöden. Under 2012 och 2013 har de däremot haft ett nettointflöde på sammanlagt 40 miljarder kronor. De varierande flödena gör att fonderna köper och säljer delar av sina innehav på sekundärmarknaden.

Stark efterfrågan främst ett resultat av investerarnas jakt på avkastning

En faktor som påverkar investerarnas efterfrågan på företagsobligationer är givetvis avkastningen. Flera centralbankers expansiva penningpolitik de senaste åren har lett till ett historiskt lågt ränteläge. Investerarnas förväntade avkastning på säkrare tillgångar, som statsobligationer, har därmed minskat. I takt med det har många investerare sökt sig till mer riskfyllda tillgångar som företagsobligationer för att få en högre avkastning (Joyce m.fl. 2014). Enligt de marknadsaktörer som svarade på Riksbankens riskenkät under våren 2014 är det den främsta förklaringen till att efterfrågan på företagsobligationer har ökat de senaste åren (Sveriges riksbank 2014c).

Men efterfrågan påverkas också av de risker som är förknippade med obligationerna. En förklaring till den starka efterfrågan skulle kunna vara att marknads-, likviditets-¹⁴ och kreditrisken (Fabozzi 2010) har minskat sedan 2011. De tre faktorerna bedöms nämligen ha störst betydelse för prissättningen av företagsobligationer på den svenska marknaden. När det gäller kreditrisken är det svårt att bedöma hur den har förändrats för marknaden som helhet. Den förväntade konkursgraden bland de största emittenterna har visserligen minskat något, från 0,16 procent 2011 till 0,06 procent i dag.¹⁵ Samtidigt har andelen obligationer som emitteras med lägre kreditvärdighet ökat på marknaden. Likviditetsrisken på sekundärmarknaden kan ha minskat något när omsättningen har ökat i förhållande till den utestående volymen. Bristen på information om priser och omsättning i enskilda obligationer gör dock att det är svårt att bedöma hur risken har ändrats sammantaget. Även när det kommer till marknadsrisken, eller ränterisken, är det svårt att göra en bedömning av hur den har förändrats på grund av

13. IMF:s CPIS-statistik (Coordinated Portfolio Investment Survey) över investeringar i svenska emittenters räntebärande värdepapper inkluderar både icke-finansiella företag, stater och monetära finansinstitutet.

14. Likviditetsrisken avser risken för att inte kunna omsätta ett obligationsinnehav omedelbart eller utan att det förlorar väsentligt i värde.

15. Detta enligt statistik över 54 emittenter från Moody's Analytics. Statistiken består dock nästan uteslutande av företag med högre kreditvärdighet vilket kan vara en förklaring till den låga sannolikheten för konkurs.

bristande information. Värdet på obligationer med rörlig kupongränta ändras inte med marknadsräntorna. Eftersom emissionerna av dessa obligationer har ökat är det möjligt att marknadsrisken sammantaget har minskat något. För obligationer med en fast kupongränta gäller generellt att en längre löptid och en lägre kupongränta medför en större marknadsrisk. Dessa obligationers genomsnittliga löptid är i stort sett oförändrad men den genomsnittliga kupongräntan har däremot minskat vilket skulle kunna tyda på att marknadsrisken har ökat något.

Utvecklingen på sekundärmarknaden

Bristande transparens försvårar analys av handeln på sekundärmarknaden

Det är svårt att göra en utförlig analys av utvecklingen på sekundärmarknaden. Nästan all handel sker fortfarande Over-The-Counter (OTC) där aktörerna kommer överens om villkoren för affärerna per telefon eller via elektroniska handelssystem som exempelvis Bloomberg eller Thomson Reuters. Det finns ingen offentlig information om vilka obligationer som har omsatts under affärsdagen, till vilket pris eller i hur stora volymer och det gör att graden av transparens är låg och att utvecklingen på marknaden blir svårare att följa. Finansinspektionen har dock förslagit ändrade regler för att transparensen ska öka, se avsnittet Ökad transparens kan förbättra marknadens funktionssätt.

Stigande indikativa priser på sekundärmarknaden

Bankerna sätter dagligen indikativa priser för en del av den utestående volymen på den svenska marknaden som finns tillgängliga i olika handelssystem. De indikativa priserna ger en fingervisning om till vilket pris banken kan tänka sig att köpa eller sälja en obligation. Nasdaq har börjat sammanställa statistik över sådana priser på sammanslagen nivå och vissa fondbörvaltare använder den som jämförelseindex för sina företagsobligationsfonder. Den här statistiken indikerar att marknadspriset på de utestående obligationerna på sekundärmarknaden har stigit sedan 2011 och att riskpremien samtidigt har minskat (se diagram 11). Att riskpremien har minskat kan till viss del förklaras av att kreditvärdigheten och löptiden på de obligationer som ingår i statistiken har ändrats. Men riskpremien i Sverige följer de riskpremierna i Europa som har konstant kreditvärdighet och löptid relativt väl. Att riskpremierna i Sverige och Europa har minskat beror snarare på att investerarna efterfrågar högre avkastning.

Omsättningen på sekundärmarknaden ökar

Omsättningen på sekundärmarknaden har ökat något sedan 2011 (se diagram 12). Det visar den omsättningsstatistik för företagsobligationer (SELMA) som Riksbanken samlar in på sammanslagen nivå sedan 2011. Omsättningen har även ökat i relation till den utestående volymen på marknaden. 2011 omsattes knappt 4 procent av den utestående volymen och hittills under 2014 har omkring 6 procent omsatts. Det förklaras sannolikt av att fler och mer aktiva investerare som fondbolag har trätt in på sekundärmarknaden. Statistiken visar också att nära 95 procent av handeln på sekundärmarknaden sker mellan bankerna och deras kunder. Av dessa är drygt 80 procent svenska kunder och resterande utländska. Handeln mellan bankerna står därmed för en liten del av omsättningen.

Även Finansinspektionen (2014) har statistik över omsättningen på sekundärmarknaden som visar att omsättningen har ökat sedan 2011. Om man ser till antalet transaktioner så sker majoriteten av handeln i mindre volymer och tre fjärdedelar av transaktionerna 2013 hade ett värde på under fem miljoner kronor. Tittar man istället på volymerna så utgjorde transaktionerna på under 5 miljoner endast 8 procent av den totalt omsatta volymen på marknaden och huvuddelen av handeln utgjordes då istället av större transaktioner. Transaktioner på över 500 miljoner utgjorde exempelvis 20 procent av den omsatta volymen 2013.

Även om omsättningen har ökat så präglas marknaden fortfarande i stor utsträckning av större investerare som håller obligationerna tills de förfaller. Det är en förklaring till den förhållandevis låga omsättningen på sekundärmarknaden. Omkring 6 procent av den utestående volymen har hittills omsatts per månad under 2014. På marknaderna för stats- och bostadsobligationer är omsättningen betydligt högre, även om skillnaden har minskat. Där har 200 procent respektive 100 procent av de utestående volymerna omsatts per månad under 2014.

Bankernas roll på marknaden

Bankerna fortsätter att ha en central roll på primär- och sekundärmarknaden

Bankerna företräder företagen på primärmarknaden genom att hjälpa dem både med att emittera och att förmedla obligationer till investerare. Det är framförallt Handelsbanken, Nordea, SEB, Swedbank och Danske Bank som företräder emittenterna på den svenska marknaden. De täcker tillsammans 83 procent av de totala volymerna som har emitterats hittills under 2014 (se tabell 1). Enligt statistik från Dealogic ser det något annorlunda ut för obligationerna med lägre kreditvärdighet. Här är det istället Pareto som är den allra största företrädaren följt av de svenska storbankerna och Danske bank. Riksbankens omsättningsstatistik visar att bankerna i samband med emissionerna till viss del också köper obligationer. De kan exempelvis ha åtagit sig att göra detta gentemot emittenten om en emission inte tecknas fullt ut av andra investerare.

På sekundärmarknaden bidrar bankerna till omsättningen genom att sammanföra säljare och köpare. De bidrar också till omsättningen genom att själva handla. Det gör de dels som en tjänst till mindre investerare som inte blir tilldelade några obligationer i samband med emissionerna, dels som en tjänst till de företag som de har hjälpt att emittera och som har ett intresse av att deras obligationer kan omsättas på sekundärmarknaden.

Marknadsinitiativ som har tagits av olika marknadsaktörer

Sedan 2011 har ett antal initiativ tagits av olika aktörer i syfte att utveckla den svenska marknaden. Behovet av flera av dessa nämndes i Gunnarsdottir och Lindh (2011).

Statistiken förbättras

Två exempel på hur statistiken förbättras har redan nämnts: Nasdaqs statistik över indikativa priser på sekundärmarknaden och Riksbankens omsättningsstatistik för volymer. En rad initiativ har också tagits som gör det möjligt att följa emissionerna på primärmarknaden på ett bättre sätt. Statistiska centralbyrån (SCB) har på uppdrag av Riksbanken börjat samla in och publicera uppgifter om bland annat de utestående volymerna och emissionerna som görs av svenska icke-finansiella företag genom sin Värdepappersstatistik. Den finns uppdelad på bland annat valuta. Både CorpNordic och Swedish Trustee publicerar också statistik över primärmarknaden på sina hemsidor.

Agentfunktioner stärker investerarnas ställning

Två agentfunktioner har etablerats på den svenska marknaden, CorpNordic och Swedish Trustee. Agentfunktionerna företräder investerarna genom att föra deras talan gentemot emittenten och ser till att emittenten uppfyller sina förpliktelser gentemot investerarna, till exempel att de betalar kupongräntan. Det stärker framförallt mindre investerares ställning på marknaden. Men agentfunktionerna medför också att emittenten enbart har kontakt med agenten, istället för att ha kontakt med varje enskild obligationsinnehavare, till exempel för att omförhandla villkoren för en obligation. CorpNordic började erbjuda en agentfunktion 2009 och 2012 började Swedish Trustee erbjuda motsvarande. Denna funktion finns sedan tidigare på mer utvecklade marknader för företagsobligationer som den i USA.

Marknadsplatser och ett standardiserat avtal gör marknaden mer tillgänglig för mindre emittenter

Det har tagits initiativ för att göra marknaden mer tillgänglig för framförallt mindre emittenter. Två nya marknadsplatser som vänder sig till små och medelstora företag har upprättats. Nasdaq lanserade marknadsplatsen First North Bond Market 2012 och AktieTorget lanserade RännteTorget 2013.¹⁶ För att kunna registrera en obligation på Nasdaqs marknadsplats måste en agentfunktion vara kopplad till obligationen. På RännteTorget finns inte detta krav, även om det är något man rekommenderar.

16. På First North Bond Market har tre obligationer registrerats och på RännteTorget har en obligation registrerats.

Svenska Fondhandlareföreningen tog 2013 fram ett standardiserat emissionsavtal för företagsobligationer. Det kan användas av de emittenter som vill men är främst avsett för obligationer med lägre kreditvärdighet. Förhoppningen var att avtalet ska göra det möjligt för fler och mindre företag att emittera utan att behöva ta fram ett nytt emissionsavtal.

Finansiell reglering och dess betydelse för hur marknaden utvecklas

Det svenska finansiella systemet påverkas på olika sätt av ny finansiell reglering som har implementerats eller som är på väg att implementeras efter den senaste finansskrisen. Det påverkar i sin tur den svenska marknaden för företagsobligationer. Bankerna påverkas i sin finansiering, sin utlåning och sitt risktagande. Investerare som pensions- och försäkringsbolag påverkas i sina investeringsmöjligheter. Dessa effekter för banker och investerare påverkar företagen. I den här kommentaren är fokus på den reglering som bedöms ha störst betydelse för utvecklingen på marknaden i dagsläget och som till viss del togs upp i Gunnarsdottir och Lindh (2011). Det finns utöver de regleringar som nämns här också annan finansiell reglering som kan tänkas påverka marknaden framöver.¹⁷ Men det kan ta tid innan effekterna av dessa regleringar blir märkbara. I flera fall är de slutgiltiga reglerna dessutom inte fastställda ännu och det är därför svårt att bedöma vad den slutgiltiga effekten på marknaden kommer att bli.

Ökad transparens kan förbättra marknaden funktionssätt

I juni 2014 kom Finansinspektionen (2014) med ett förslag för att öka transparensen på den svenska sekundärmarknaden för företagsobligationer. Det finns regler i Sverige som kräver att information om handeln med obligationer ska offentliggöras senast klockan 09.00 dagen efter.¹⁸ Detta görs på marknaderna för stats- och bostadsobligationer på Nasdaqs hemsida. Finansinspektionen har hittills valt att ge dispens från det kravet för företagsobligationer, men eftersom marknaden växer och det har tillkommit fler och mindre aktörer så föreslår Finansinspektionen nu att handeln med företagsobligationer ska rapporteras på samma sätt. Marknadsaktörerna ska fortfarande kunna få dispens från kravet om Finansinspektionen anser att det är motiverat med hänsyn till effektiviteten i handeln. Det gäller dock endast för transaktioner som överstiger 50 miljoner kronor och endast i upp till två veckor.

Internationellt kommer också regler som gör de finansiella marknaderna mer transparenta. I Europa arbetar man med att färdigställa regelverket MiFIR som ska börja gälla 2016. Syftet med reglerna är att främja konkurrensen på de finansiella marknaderna och stärka skyddet för investerarna. Genom reglerna får marknadsaktörerna information om de transaktioner som görs med exempelvis företagsobligationer, med viss fördröjning. Det är ännu inte fastställt hur kraven på rapporteringen ska se ut, men de blir troligtvis hårdare än de som Finansinspektionen föreslår i Sverige.

I USA har man sedan 2001 krav på rapportering vid handeln med företagsobligationer. En rad studier har gjorts för att undersöka vilka effekter det har blivit på marknaden efter att dessa krav infördes (CESR 2008). Flera studier visar att marknadslikviditeten överlag har förbättrats, att skillnaden mellan köp- och säljpriser har minskat och att transaktionskostnaderna har minskat.¹⁹ Det förklaras till stor del av att konkurrensen på marknaden har blivit hårdare. Vinsterna bedöms vara störst för mindre investerare och vid mindre transaktionsvolym.

I dagsläget har olika aktörer på den svenska marknaden tillgång till olika mycket information. Stora aktörer har generellt sett ett informationsövertag över mindre aktörer. Med större transparens skulle tillgången till information jämnas ut mellan dem. Tillgång till handlade priser och volymer skulle göra det möjligt att verifiera priser, prissätta risker och värdera innehav. En effektivare prissättning på sekundärmarknaden kan gynna prissättningen även på primärmarknaden genom att företag som ska

17. Exempel på sådan reglering är EU-kommissionens förordningsförslag till strukturförändringar i kreditinstitut.

18. Se lagen om värdepappersmarknaden (2007:528) och Finansinspektionens föreskrift om verksamhet på marknadsplatser (FFS 2007:17). Informationen ska innehålla uppgifter om det högsta och lägsta priset som enskilda obligationer handlats till under dagen, ett vägt genomsnittspris och total omsatt volym.

19. Se Besseminder m.fl. (2006) och Edwards m.fl. (2007).

emittera kan titta på jämförbara utestående obligationers marknadspris. Sammantaget kan det bidra till ett bättre förtroende för prissättningen bland både emittenter och investerare och till att marknads funktionssätt förbättras.

Men effekterna av ökad transparens behöver inte vara entydigt positiva. Något som ofta framförs i diskussionen om ökad transparens är att det kan leda till att bankerna minskar sin närvaro som motpart och handlar i minskad utsträckning.²⁰ Istället väljer bankerna att agera mäklare genom att sammanföra köpare och säljare, vilket leder till att transaktionstiderna blir längre. Anledningen till detta förändrade beteende skulle vara att andra aktörer börjar ställa sämre priser till bankerna om de vet vilka innehav de sitter på. Statistik från Federal Reserve visar att de amerikanska bankernas innehav av företagsobligationer ökade efter att transparenskravet infördes, från 23 miljarder dollar 2001 till 215 miljarder 2008.²¹ Omsättningen på marknaden ökade parallellt med det (Besseminder och Maxwell 2008). Men efter finanskrisen 2008 är utvecklingen omvänd. Bankernas innehav och omsättningen i förhållande till den utestående volymen har nu minskat.

Det är viktigt att ha i åtanke att den amerikanska och den svenska marknaden skiljer sig åt. Den amerikanska marknaden är och var betydligt större och mer utvecklad än den svenska när transparensen ökade. Effekterna på den svenska marknaden behöver därför inte bli likadana. En viss transparens kan få positiva effekter men det är viktigt att säkerställa att ökad transparens inte leder till negativa konsekvenser för marknaden.

Basel III kan påverka bankernas vilja att låna ut

I Basel III-regelverken finns likviditetskrav och ett riskvägt kapitalkrav för bankerna. Det finns också planer på att införa ett icke-riskvägt kapitalkrav. Det riskvägda kapitalkravet som nu gäller trädde i kraft i EU den 1 januari 2014 genom det så kallade CRD IV-paketet. Enligt reglerna ska bankerna finansiera sig med en viss mängd eget kapital som säkerhet för att täcka eventuella förluster. Det kortfristiga likviditetskravet, Liquidity Coverage Ratio (LCR), reglerar bankernas reserver av likvida tillgångar i förhållande till potentiella utflöden. Reglerna kommer att träda i kraft i EU 2015, men Sverige har valt att implementera dem i förväg med start 2013. Likviditetskravet på längre sikt, Net Stable Funding Ratio (NSFR), reglerar istället bankernas löptidsmatchning så att deras tillgångar med längre löptider till viss del också täcks av finansiering med längre löptider. Det kravet ska träda i kraft 2018.

De nya reglerna gör att bankerna måste hålla reserver av likvida tillgångar, förlänga löptiden i sin finansiering och finansiera sig med en större andel eget kapital och det medför ökade kostnader för bankerna (Sveriges riksbank 2010). Om de väljer att föra över dessa kostnader på sina kunder innebär det bland annat att företagslån blir dyrare. Det är något som svenska marknadsaktörer tidigare har förväntat sig ska hända (Sveriges riksbank 2013a). Dyrare lån kan i sin tur leda till att andra finansieringskällor, som företagsobligationer, blir mer attraktiva för företagen. Bankerna kan samtidigt välja andra åtgärder som att ta mer betalt för andra tjänster. Reglerna behöver därför inte innebära ökade kostnader för företagen.²² Det är också möjligt att bankerna i större utsträckning än tidigare börjar söka sig till tjänster som genererar intäkter i form av avgifter men som inte belastar balansräkningen på samma sätt som lån. De kan till exempel i större utsträckning välja att hjälpa företagen att emittera företagsobligationer mot en avgift istället för att låna ut till dem.

Det är svårt att bedöma konsekvenserna av Solvens II som ännu inte är färdigställt

Försäkringsbolagen är en viktig aktör på den svenska marknaden för företagsobligationer och står för cirka 9 procent av investeringarna. Solvens II är ett nytt regelverk för försäkringsbolag inom EU som träder i kraft 2016. Med det vill man säkerställa att försäkringsbolagen har en tillräcklig mängd kapital för att täcka riskerna i sina tillgångar och skulder så att de kan fullgöra sina åtaganden gentemot försäkringstagarna.

20. Se CESR (2008).

21. Detta enligt statistik från Federal Reserve Bank of New York.

22. Det finns studier som visar att effekterna på bankernas utlåningsräntor bör bli begränsade. Se Finansinspektionen (2013) och Almega (2013).

Effekterna på den svenska marknaden av Solvens II beror främst på kapitalkraven och avkastningen (räntorna) på företagsobligationerna eftersom kapitalkravet för olika tillgångar måste sättas i relation till den avkastning bolagen erhåller för dessa. Hur stora kapitalkraven blir för företagsobligationer är ännu inte fastställt. Det är därför svårt att dra slutsatser om vilka effekter det blir av dessa regler.

Mycket talar för att den svenska marknaden kommer att fortsätta växa framöver

Vi kan konstatera att den svenska marknaden för företagsobligationer har vuxit sedan 2011 och att det har skett strukturella förändringar på marknaden. Mycket talar för att marknaden kommer fortsätta att växa på ett par års sikt. En förklaring till det är det fortsatt låga ränteläget som gör att investerarna efterfrågar mer riskfyllda tillgångar för att få högre avkastning. Detta bidrar också till låga riskpremier och det medför att företagen kan fortsätta att diversifiera sin finansiering till förhållandevis låga kostnader. En annan förklaring till att marknaden kan antas fortsätta växa är att den får en starkare struktur i takt med att olika initiativ tas för att utveckla den.

Behovet av ökad transparens på sekundärmarknaden dock har ökat i takt med att marknaden växer, att fler obligationer emitteras med lägre kreditvärdighet eller utan kreditbetyg, och att andelen investerare som är beroende av att kunna omsätta sina innehav på sekundärmarknaden ökar. En viss transparens kan få positiva effekter men det är viktigt att säkerställa att ökad transparens inte leder till negativa konsekvenser för marknaden. En ökad transparens kommer att ha betydelse för hur marknaden utvecklas framöver. Ny finansiell reglering som har implementerats eller är på väg att implementeras, som Basel III och Solvens II, kommer också ha betydelse för hur marknaden utvecklas. I dagsläget är det dock svårt att säga vilka de slutgiltiga effekterna av det här kan tänkas bli.

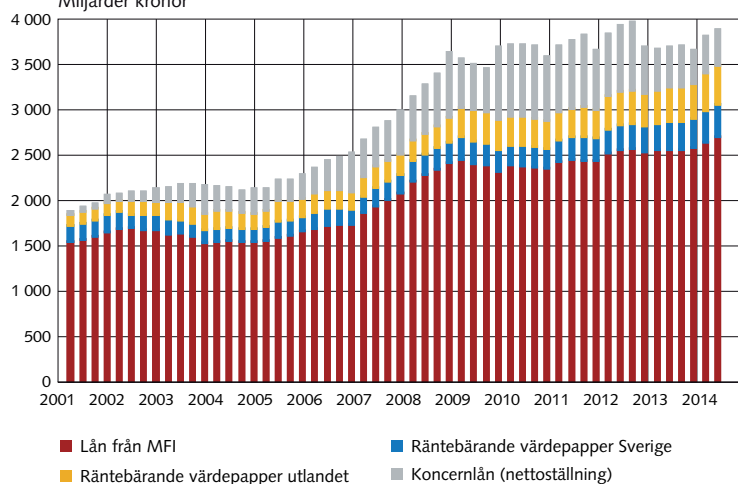
Med ökad transparens förbättras marknadsaktörernas möjligheter att bedöma risker på marknaden. Investerarnas bedömning av risker på bland annat marknaden för företagsobligationer i olika länder är något som har lyfts på senare tid, bland annat i Bank of England (2014) och IMF (2014). I Europa har marknaden för företagsobligationer exempelvis vuxit sedan 2011, framförallt för obligationer lägre kreditvärdighet. Samtidigt menar ESMA (2014) att likviditeten har försämrats något på marknaden till följd av att bankerna, som normalt sett bidrar till likviditeten på marknaden, har minskat sin roll på denna. Det är därmed möjligt att likviditeten inte kommer att vara så god som investerarna förutsätter i en situation där de måste sälja delar av sina innehav. Om likviditeten är låg kan sådana försäljningar skapa stora prisfall för dessa obligationer. Dessa prisfall kan i sin tur skapa finansiell stress och sprida sig till andra finansiella marknader eller medföra betydande förluster för systemviktiga aktörer.

Precis som i Europa har den svenska marknaden vuxit samtidigt som andelen obligationer med lägre kreditvärdighet har ökat. Omsättningen på sekundärmarknaden är samtidigt låg i förhållande till den utestående volymen. Eftersom den svenska marknaden för företagsobligationer som den ser ut idag inte har blivit utsatt för ett stort säljtryck är det svårt att bedöma hur likviditeten skulle vara i en sådan situation och vad detta i förlängningen skulle innebära för denna. Det är också svårt att bedöma hur en minskad efterfrågan från investerarna skulle påverka företagets möjligheter att refinansiera utestående obligationer som förfaller. Efterhand som marknaden för företagsobligationer växer och dess struktur förändras blir det därför allt viktigare att beakta vilken roll den spelar i det finansiella systemet och vilka risker det kan medföra för den finansiella stabiliteten.

Referenser

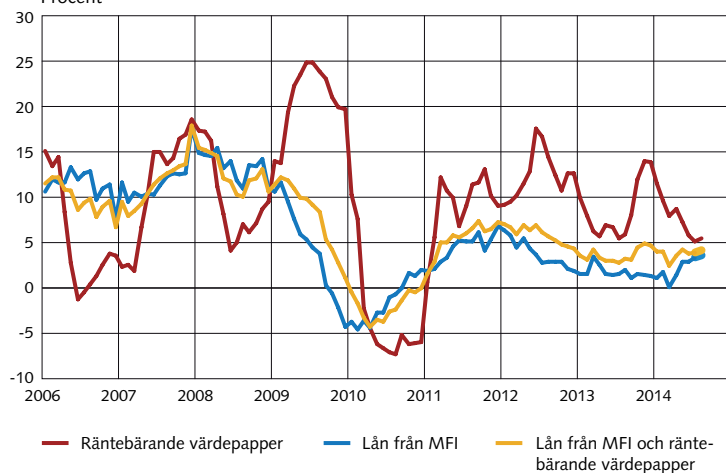
- Almega (2013), *Utvecklingen för företagslån Kvartal 3 2013*, Almega.
- Bank of England (2014), *Financial Stability Report*, juni 2014, Issue No. 35, Bank of England.
- H. Besseminder, W. Maxwell och K. Venkataraman (2006), Market transparency and institutional trading costs, *Journal of Financial Economics* 2006, sida 251–288.
- H. Besseminder och W. Maxwell (2008), Transparency and the Corporate Bond Market, *Journal of Economic Perspectives* 2008, sida 207–234.
- CESR (2008), *Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets*, 2008, The Committee of European Securities Regulators.
- M. Joyce, Z. Liu, I. Tonks, Institutional investor portfolio allocation, quantitative easing and the global financial crisis, *Working Paper No. 510*, september 2014, Bank of England.
- A. Edwards, L. Harris och M. Piwowar (2007), Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency, *Journal of Finance Volume 62 Issue 3*, sida 1421–1451.
- ESMA (2014), *Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, augusti 2014, European Securities and Markets Authority.
- F. Fabozzi (2010), *Bond markets, Analysis and Strategies 2010*, sida 94–99, Pearson International Edition.
- Finansinspektionen (2014), *Ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer*, juni 2014, Finansinspektionen.
- Finansinspektionen (2013), *Bankernas räntor och utlåning kv 3, 2013*, Finansinspektionen.
- G. Gunnarsdottir och S. Lindh (2011), Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering, *Penning- och valutapolitik 2011:2*, Sveriges riksbank.
- IMF (2014), *October 2014 Global Financial Stability Report*, Internationella Valutafonden.
- L. Landeman och G. Bergin (2014), *Företagsobligationer*, Ekerlids förlag, 2014.
- Sveriges riksbank (2010), Basel III-effekter på de svenska bankerna och Sverige, fördjupningsruta i *Finansiell stabilitet 2010:2*, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2012), *Riksbankens företagsintervjuer*, från januari 2012 och maj 2012, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2013a), *Marknadsaktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt hösten 2013*, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2013b), *Riksbanken och finansiell stabilitet*, 2013, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2014a), *Remissyttrande om promemorian Ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer*, 2014, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2014b), *Finansiell stabilitetsrapport 2014:1*, juni 2014, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2014c), *Marknadsaktörers syn på risker och den svenska ränte- och valutamarknadens funktionssätt våren 2014*, Sveriges riksbank.

Diagram 1. Svenska företags lånebaserade finansiering
Miljarder kronor



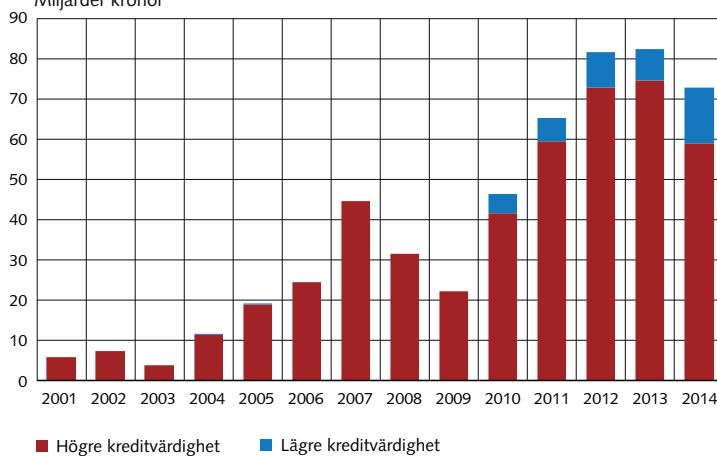
Källa: SCB

Diagram 2. Årlig tillväxttakt i svenska företags lånebaserade finansiering
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

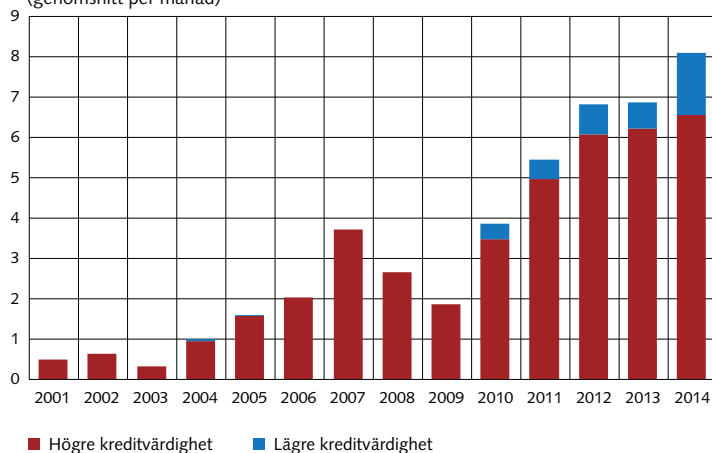
Diagram 3. Emissionsvolymerna på den svenska marknaden för företagsobligationer
Miljarder kronor



Anm. Emissionsvolymerna från Dealogic inkluderar genomgående data fram till den 18 september 2014 i den här kommentaren. Statistiken täcker inte nödvändigtvis in alla lån på marknaden eftersom den bygger på information som marknadsaktörerna rapporterar in frivilligt. För de obligationer som saknar ett kreditbetyg är uppdelningen i högre eller lägre kreditvärdighet baserad på bankernas kreditbedömning av företagen.

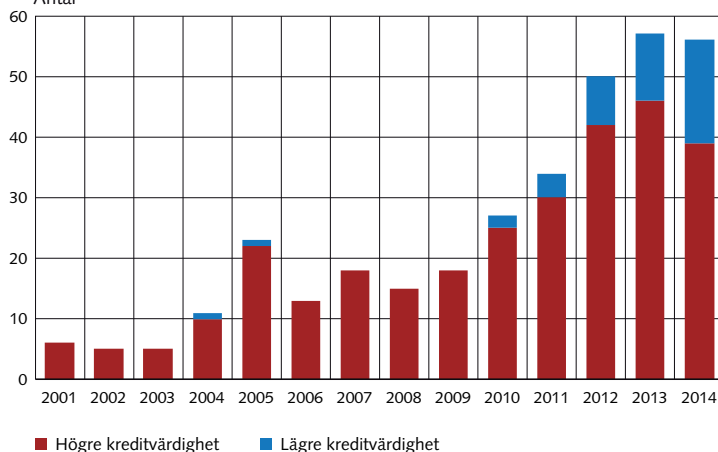
Källa: Dealogic

Diagram 4. Emissionsvolymen på den svenska företagsobligationsmarknaden
(genomsnitt per månad)



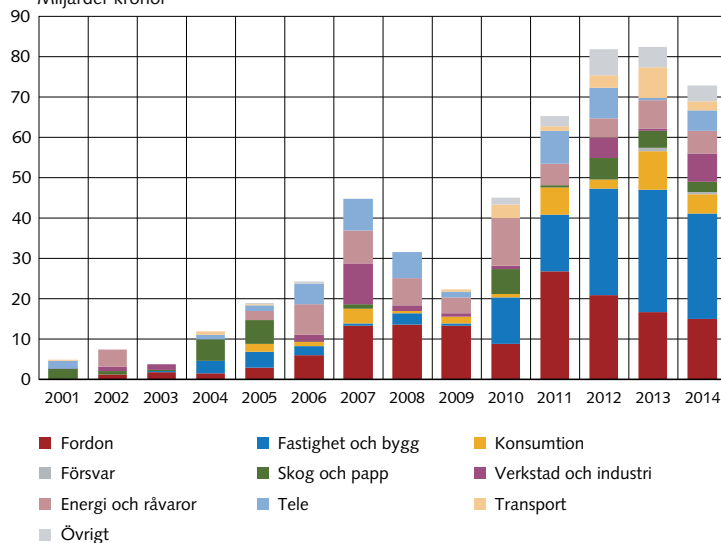
Anm. För de obligationer som saknar ett kreditbetyg är uppdelningen i högre eller lägre kreditvärdighet baserad på bankernas kreditbedömning av företagen.
Källa: Dealogic

Diagram 5. Emittenter på den svenska marknaden
Antal



Anm. Siffrorna avser unika emittenter under respektive år. Enskilda emittenter kan alltså vara representerade mer än ett år och siffrorna säger inget om antalet emissioner respektive år.
Källa: Dealogic

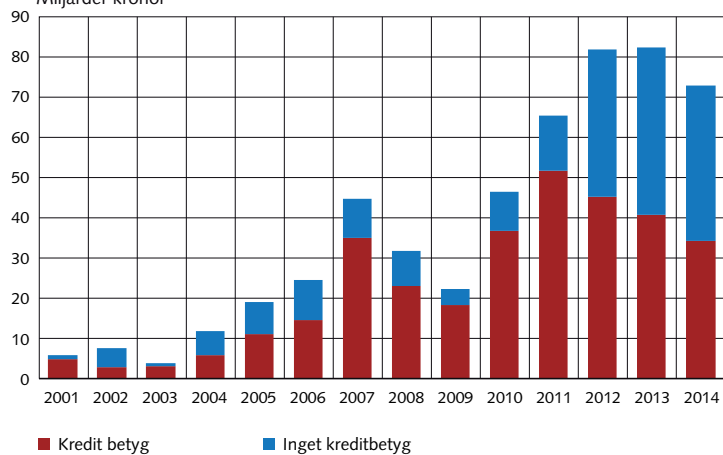
Diagram 6. Sektorsfördelning för emittenterna
Miljarder kronor



Anm. Diagramet bygger på statistik som är uppdelad på 19 olika sektorer. För att göra diagramet lättare att avläsa har de 19 sektorerna istället grupperats i 10 sektorer.
Källor: Dealogic och Riksbanken

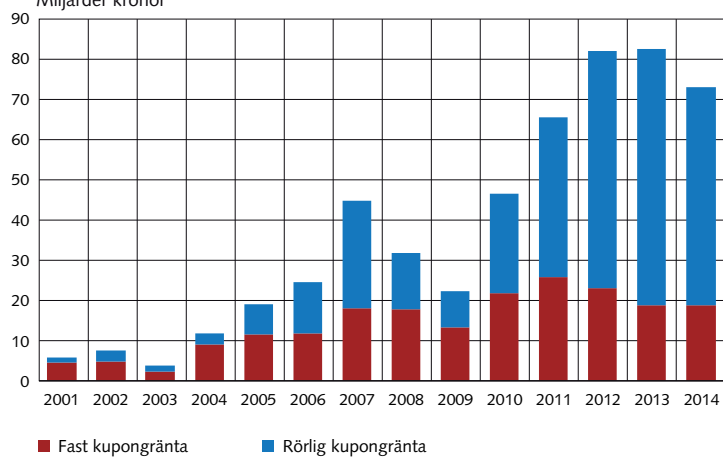


Diagram 7. Emissionsvolymerna med och utan kreditbetyg
Miljarder kronor



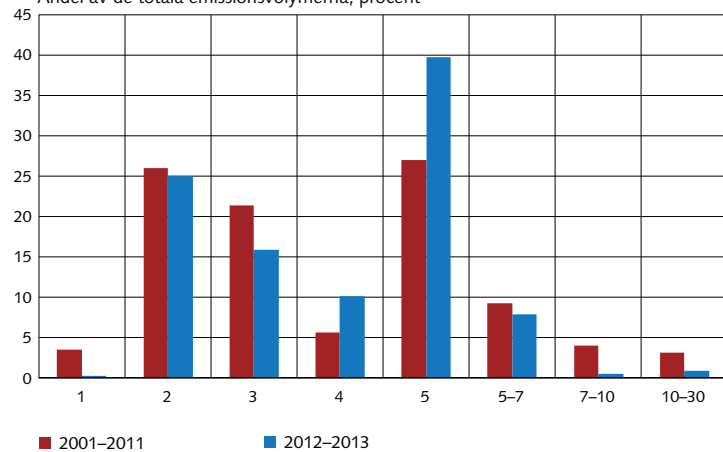
Källor: Dealogic och Riksbanken

Diagram 8. Emissioner med fast respektive rörlig kupongränta
Miljarder kronor



Källa: Dealogic

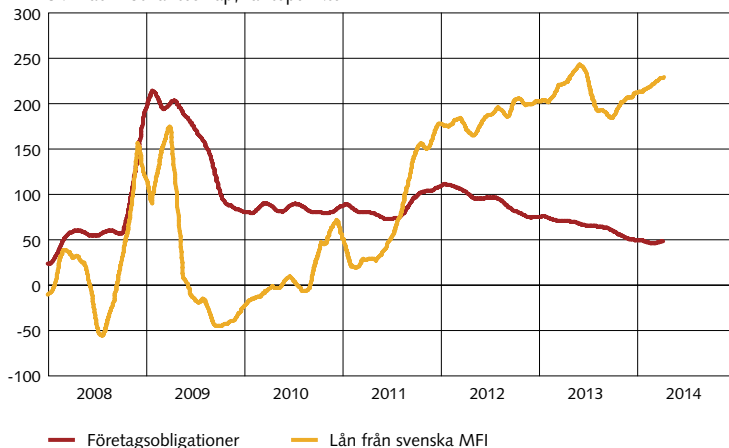
Diagram 9. Löptid på de utestående volymerna
Andel av de totala emissionsvolymerna, procent



Källa: Dealogic

Diagram 10. Riskpremien på den svenska sekundärmarknaden och bankernas utlåningsränta

Skillnad mot ränteswap, räntepunkter

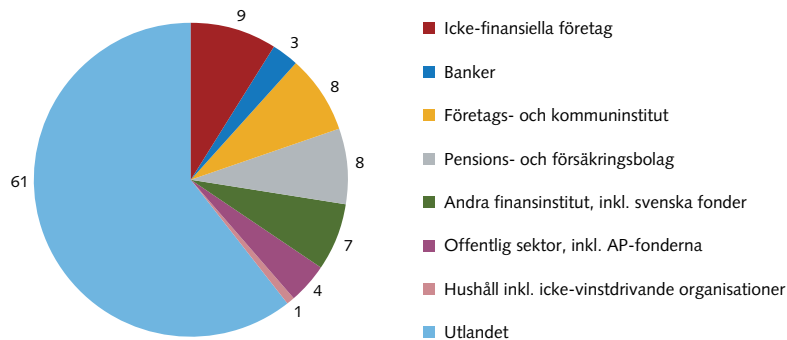


Anm. Jämförelsen ska tolkas med viss försiktighet. Urvalet av företag i respektive statistik, löptiderna och storleken på lånen skiljer sig åt. Företagen emitterar inte heller nödvändigtvis obligationer till samma pris som på sekundärmarknaden. För företagsobligationerna används den ränteswapp vars löptid motsvarar löptiden i index vid respektive tidpunkt. För banklånen används en treårig swap.

Källor: Nasdaq OMX, SCB, Bloomberg och Riksbanken

Diagram 11. Investerare i svenska företags emissioner

Andel i procent



Anm. Svenska bolags dotterbolag i utlandet registreras som utländska investerare i statistiken. De icke-finansiella företagen beräknas residualt vilket betyder att de investerare som inte faller under någon av de andra kategorierna läggs till i denna kategori.

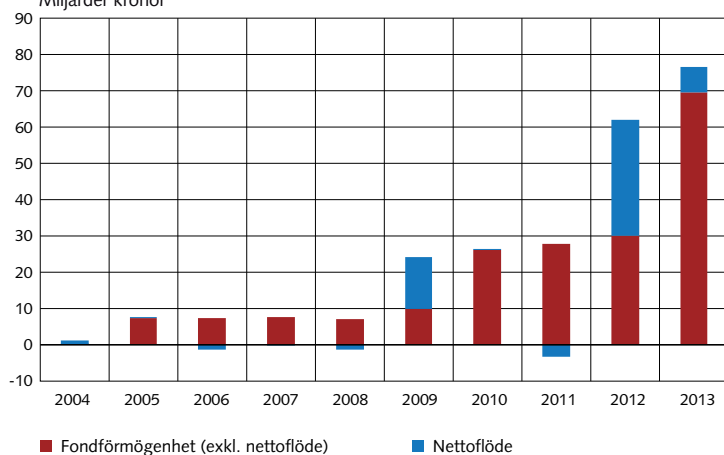
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 1. Företrädare vid emissioner på den svenska primärmarknaden 2014

NAMN	VOLYM (MILJONER SEK)	ANDEL (%)
SEB Merchant Banking	17 973	22
Nordea	16 209	20
Swedbank	11 980	15
Handelsbanken	11 754	14
Danske Bank Markets	9 899	12
Pareto	5 835	7
DNB	2 862	3
ABG Sundal Collier	1 740	2
J.P. Morgan	1 600	2
Deutsche Bank	617	1
Goldman Sachs	617	1
Nordic Fixed Income	600	1
Mangold Fondkommission AB	30	0
Aqurat Fondkommission	1	0
Remium Nordic AB	1	0

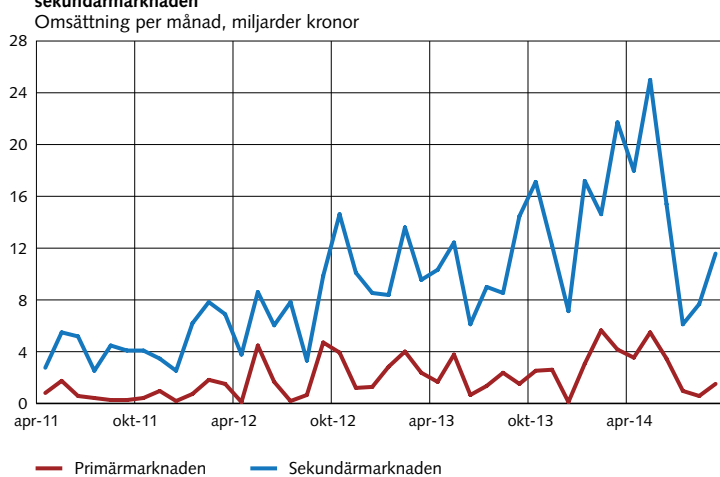
Källa: Stamdata

Diagram 12. Fondförmögenhet och nettoflöden i svenska företagsobligationsfonder
Miljarder kronor



Anm. Statistiken avser fonder registrerade i Sverige och i utlandet med företagsobligationer i svenska kronor som huvudsaklig exponering. Den totala fondförmögenheten består av fondförmögenheten (exklusive nettoflöde) plus nettoflödet.
Källa: Morningstar

Diagram 13. Handeln med företagsobligationer på den svenska primär- och sekundärmarknaden



Källa: Riksbanken