Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering

Gudrun Gunnarsdottir och Sofia Lindh[1]

Författarna är verksamma på avdelningen för finansiell stabilitet.

Syftet med denna undersökning är att beskriva marknaderna för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering och hur den kan komma att utvecklas framöver. På senare år har det i nyhetsrapporteringen och i artiklar av finansanalytiker hävdats att det håller på att ske en strukturell förändring av finansieringen. Bolagen i Europa sägs övergå från att ta banklån till att i stället emittera företagsobligationer, en utveckling som började under den senaste finanskrisen.

Någon sådan trend har dock inte kunnat skönjas i statistiken över de svenska marknaderna för lånebaserad finansiering. Men svenska banker och finansiella institut har ändå börjat förbereda sig på att efterfrågan på svenska företagsobligationer kan komma att öka. Ett stort antal svenska företag har dessutom visat ett intresse för att flytta en del av sin finansiering till marknaden för företagsobligationer. Men många emittenter, investerare och intermediärer menar att den svenska marknaden för företagsobligationer är underutvecklad. De hävdar att den är dåligt genomlyst och har begränsad likviditet. De menar även att statistiken över företagsobligationer och banklån är bristfällig.

De nya Basel III-reglerna för banker förväntas leda till att det blir dyrare för företag att låna hos banker och till att kreditutbudet minskar. Det kan i sin tur leda till att den svenska marknaden för företagsobligationer blir viktigare för svenska företag. Det kan därför vara lämpligt nu att vidta åtgärder för att utveckla denna marknad. En bättre fungerande marknad för företagsobligationer kan också ha en positiv inverkan på de svenska finansmarknaderna som helhet. Den skulle kunna bidra till en effektivare finansiell förmedling, en bättre prissättning av kreditrisken på olika löptider och dessutom öka möjligheterna för svenska företag att diversifiera sin finansiering. Det krävs dock visst arbete framöver för att en sådan marknad ska kunna fungera effektivt i Sverige.

1 Vi vill tacka Anders Nordberg, Daniel Sachs, David Forsman, David Kjellberg, Lars Nyberg, Lena Strömberg, Mia Holmfeldt och Sofia Kåhre för deras värdefulla synpunkter samt de aktörer på den svenska lånemarknaden som vi har intervjuat.

Marknader under förändring

Merparten av de svenska icke-finansiella företagens lånebaserade finansiering utgörs av banklån. Därutöver vänder sig de svenska företagen även till lokala och internationella penning- och obligationsmarknader för att skaffa finansiering. Det betyder att deras lånebaserade finansiering påverkas av utvecklingen på kreditmarknaderna. Under den senaste finanskrisen blev banker världen över mer ovilliga att låna ut till företag (Chui m.fl., 2010). Det ledde till att emissionerna av företagsobligationer ökade kraftigt på de globala marknaderna. Den ökade särskilt mycket 2009 eftersom företagen blev tvungna att hitta andra sätt att finansiera sig på än genom banklån (Fitch, 2010). Svenska företag emitterade till exempel stora mängder företagsobligationer på euromarknaden 2009. Idag har bankernas utlåning till företagen till stor del återhämtat sig,[2] men både en ny period av finansiell oro och nya regleringar kan komma att påverka marknaden på nytt. Detta skulle även påverka de svenska företagen och kunna leda till en del strukturella förändringar i deras lånebaserade finansiering.

Företagen spelar en viktig roll för ett lands ekonomiska välstånd. Att de har tillgång till finansiering är avgörande för att de ska kunna bedriva sin verksamhet. Väl fungerande finansmarknader är därför viktiga för ett lands ekonomi, för företagens riskhantering, för marknadseffektiviteten och till och med för landets finansiella stabilitet. Om det inte finns en väl fungerande lokal lånemarknad kan företagen till exempel bli beroende av lån från utländska långivare. Det skulle medföra en högre valutakursrisk eftersom intjäning och investeringar inte skulle vara i samma valuta som upplåningen. Eller så kan företagen kanske bara få mer kortfristiga lån i den inhemska valutan, vilket innebär att de får en högre ränta och högre refinansieringsrisk (BIS, 2007).

De strukturella förändringar av de svenska icke-finansiella företagens lånebaserade finansiering som förväntas ske framöver kommer att påverka de svenska finansmarknaderna. Det är därför viktigt att följa dessa förändringar.[3] Det är mot denna bakgrund som vi har valt att titta närmare på marknaderna för de svenska företagens lånebaserade finansiering för att på så sätt få en bättre bild av marknadsläget.

I det första avsnittet kartlägger vi marknaderna för de svenska företagens lånebaserade finansiering genom att beskriva olika instrument. Vi sammanfattar även statistiken över banklån och räntebärande värdepapper. I det andra avsnittet analyserar vi marknaderna och diskuterar bland annat hur nya regler kan påverka de svenska företagens lånebaserade finansiering, möjliga strukturella förändringar, marknadsaktörernas syn på lånebaserad finansiering och utvecklingen framöver. Större delen av analysen grundar sig på intervjuer som vi genomfört med marknadsaktörer samt en enkät som skickades ut till företag i mars

2 Utlåningstillväxten har emellertid ännu inte återgått till samma nivåer som före krisen.
3 Med "svenska företag" avses hädanefter svenska icke-finansiella företag.

2011.[4] Avslutningsvis diskuterar vi även hur den svenska marknaden för företagsobligationer kan utvecklas.

Kartläggning av lånemarknaderna

SVENSKA FÖRETAGS LÅNEBASERADE FINANSIERING

När vi talar om svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering avser vi banklån, företagsobligationer och företagscertifikat. I det här avsnittet ger vi en grundläggande beskrivning av dessa olika instrument och gör en jämförelse av kostnaderna för banklån och företagsobligationer.

Banklån

Ett bilateralt lån är ett lån som beviljas en låntagare av en långivare. För mindre företag utgör bilaterala lån ofta merparten av den lånebaserade finansieringen. Enligt marknadsaktörerna kallas de ofta relationslån. Det beror på att långivande banker under flera år har etablerat affärsrelationer med företag. Dessa relationer gör att företagen ofta kan känna sig säkra på att kunna få lån från banken.

Ett syndikerat lån är ett lån som beviljas en låntagare av flera långivare. Det innebär att stora företag kan få krediter som överstiger en enskild banks lånegräns. Syndikerade lån handlas på andrahandsmarknaden och har därför vissa likheter med företagsobligationer (Altunbas m.fl., 2009).

Förutom traditionella lån med fast löptid får företag ofta lånelöften, vilka fungerar som låneprogram som bankerna kan utnyttja på begäran. Vissa av dessa ska endast användas vid en nödsituation, medan andra kan användas som en checkkredit.

Räntebärande värdepapper

En företagsobligation är ett skuldinstrument som emitteras på obligationsmarknaden med en löptid på mer än ett år. Emissioner på obligationsmarknaden måste vara av en viss storlek (på den svenska marknaden ofta 250–500 miljoner kronor). Det gör att obligationslån är mer attraktiva för stora och medelstora företag. När ett svenskt företag emitterar ett stort obligationslån brukar det vara fråga om ett syndikerat obligationslån i vilket två till fem banker deltar.[5]

Ett företagscertifikat är ett skuldinstrument som emitteras på penningmarknaden med en löptid på mindre än ett år. Det liknar alltså en företagsobligation, fast med kortare löptid.

4 Eftersom syftet med undersökningen var att få en mer heltäckande bild av de svenska marknaderna för banklån och företagsobligationer träffade vi flera marknadsaktörer. Vi intervjuade banker, företag och investerare. Vi träffade företrädare för NASDAQ OMX Stockholm, där företagsobligationer noteras. Vi träffade företrädare för initiativet att utveckla den svenska företagsobligationsmarknaden och företrädare för Svenskt Näringsliv, som ska delta i utvecklingen av företagsobligationsmarknaden. Vi deltog också i seminarier där marknaderna för banklån och företagsobligationer diskuterades av marknadsaktörer och myndigheter. Vi skickade även ut en enkät i mars 2011 till ett antal svenska företag för att få ökade kunskaper om marknaderna. Enkätens resultat presenterades separat på Riksbankens hemsida i september (Sveriges riksbank, 2011)

5 Enligt intervjuer med svenska banker.

Kostnader för banklån jämfört med att emittera obligationer

Svenska icke-finansiella företag tittar främst på finansieringskostnaderna när de väljer finansieringskälla. Det är emellertid av flera skäl svårt att jämföra kostnaderna för att ta banklån med kostnaderna för att emittera obligationer. Det finns till exempel inte mycket information tillgänglig om vad de svenska företagen betalar för sin lånebaserade finansiering.

Räntan på en företagsobligation bestäms av marknaden, medan räntekostnaderna för ett banklån normalt beror på företagets affärsrelation till den långivande banken. Om företaget även har andra åtaganden hos banken räknar banken ofta in detta vid prissättningen av lån. På så sätt bestäms priset på lånet med hänsyn till företagets övriga affärer med banken, till exempel valutaaffärer, swappar, inlåning. Om företaget har många affärer med banken kan det därför få sitt lån till ett mycket förmånligt pris. Större svenska företag med starka kreditbetyg kan till exempel ofta få sina banklån till ett lägre pris än vad den långivande banken själv betalar för sin finansiering på marknaden.[6]

Med en obligation betalar man under obligationens löptid den ränta som förhandlades fram från början, fast eller rörlig ränta plus emissionsavgifter. För ett banklån kan räntekostnader och övriga kostnader däremot variera, beroende på när man tar lånet och hur mycket av låneprogrammet eller lånelöftet som företaget utnyttjar.

En annan faktor som långivare brukar titta på när de bestämmer priset på ett lån eller en obligation är företagets kreditkvalitet. Det är kreditvärderingsinstitut som sätter officiella kreditbetyg på företagen. Placerarna vill ofta ha sådana betyg att utgå från, men de är kostsamma för företagen att skaffa sig.[7] I samband med banklån gör emellertid den långivande banken själv en intern kreditvärdering av företaget. Dessa två betyg kan skilja sig åt, eftersom banker kan ta hänsyn till andra faktorer än kreditvärderingsinstituten, till exempel företagets storlek och dess tidigare affärsrelation till banken.

Administrationskostnaderna är också större vid en emission av obligationer, jämfört med att ta ett banklån. Exempelvis krävs det en mer omfattande dokumentation.[8] Att notera obligationen på börsen medför inga stora kostnader, men man måste uppfylla de internationella redovisningsstandarderna IFRS. Cirka 95 procent av de svenska företagsobligationerna är noterade på en börs, vilket ofta är ett krav från placerarna.[9]

6 Enligt intervjuer med svenska banker och företag.

7 Ett kreditbetyg från ett kreditvärderingsinstitut kostar omkring 2 miljoner kronor om året. Företagen måste dessutom ha en medarbetare som ska ansvara för dialogen med kreditvärderingsinstitutet, vilket medför ytterligare kostnader (enligt intervjuer med marknadsaktörer).

8 När ett företag tar ett banklån undertecknar det en lånehandling. Banker tar inte betalt för lånehandlingen, men företaget får en dokumentationskostnad när man låter en extern jurist granska avtalet. För att emittera ett obligationslån krävs att företaget har ett obligationsprogram, till exempel ett EMTN-program (European Medium Term Note) för euromarknaden eller ett inhemskt program för den svenska marknaden. Ett EMTN-program medför en kostnad på omkring 1 miljon kronor om året, medan ett svenskt program kostar upp till 100 000 kronor om året. Därutöver krävs ett prospekt för obligationsprogrammet och att företaget ger ut något slags tillägg om prissättningen i samband med emissionen. Prospektet måste uppdateras en gång om året. De årliga kostnaderna för detta uppgår till omkring en halv miljon kronor. När företag emitterar obligationer brukar de också behöva göra en s.k. *road show* för att presentera företaget för placerarna. Kostnaderna för en sådan "road show" ingår i regel i arrangörsbankens totalpris, men är samtidigt tids- och resurskrävande för företaget (enligt intervjuer med marknadsaktörer).

9 Obligationer som säljs utanför börsmarknaden behöver inte noteras (enligt intervjuer med marknadsaktörer).

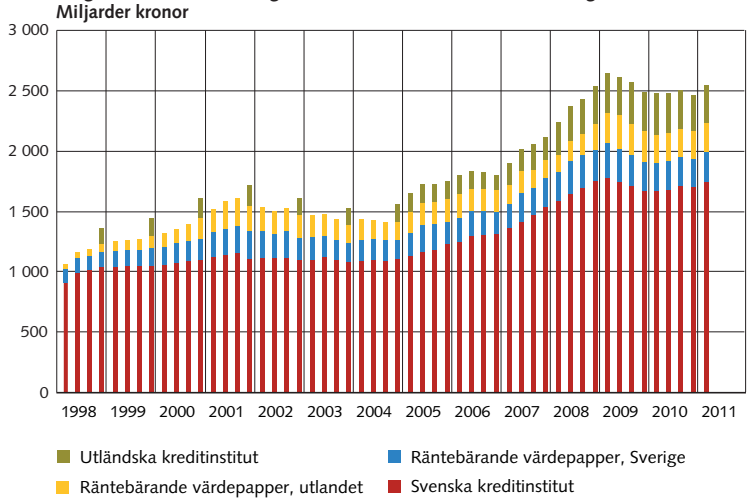
Enligt marknadsaktörerna har det på senare år i regel varit billigare för svenska företag att ta banklån än att emittera företagsobligationer. Det kan förklara varför banklån också varit och är en vanligare finansieringsform.

UTVECKLING AV FÖRETAGENS LÅNEBASERADE FINANSIERING

I det här avsnittet presenterar vi den statistik som finns tillgänglig över svenska företags lånebaserade finansiering.

Starka traditioner och fördelaktiga priser har lett till att banklån under årens lopp blivit de svenska företagens viktigaste form av lånebaserad finansiering. Det visar statistik från Statistiska centralbyrån (SCB) där andelen banklån representerar omkring 80 procent av de svenska företagens lånebaserade finansiering (se diagram 1). Enligt SCB är svenska kreditinstitut de svenska företagens viktigaste långivare, vilket framgår av de röda staplarna i diagram 1. Det är dock tydligt att den utestående marknadsfinansieringen (de gula och blåa staplarna) har ökat sedan 2008. Samtidigt minskade de utestående banklånen under 2009.

Diagram 1. Svenska företags utestående lånebaserade finansiering
Miljarder kronor



Källa: SCB.

SCB definierar svenska företag som icke-finansiella företag med verksamhet i Sverige. Statistiken i diagram 1 omfattar därmed den totala lånebaserade finansieringen för såväl svenska moderbolag som utländska bolags närstående bolag och dotterbolag som är verksamma i Sverige. Svenska bolags närstående bolag och dotterbolag i utlandet omfattas inte.

Diagram 1 visar inte all lånebaserad finansiering eftersom den inte inkluderar handelskrediter och s.k. utländska direktinvesteringslån.[10] Många svenska företag ingår i interna-

10 Handelskredit är de icke-finansiella företagens kundfordringar och leverantörsskulder. De består av en liten del av företagens totala finansiering.

tionella koncerner och de lån som de tar inom koncernen kallas utländska direktinvesteringslån. Dessa lån utgör en allt större del av de svenska icke-finansiella företagens samlade finansiering,[11] vilket innebär att den utländska finansieringen har ökat. Statistiken underskattar därför den utländska finansieringen.[12]

Statistiken från SCB överensstämmer inte alltid med den information om lånemarknaderna som vi har fått från de svenska bankerna och andra andrahandskällor. Den största skillnaden tycks handla om hur stor del av lånemarknaden som utgörs av syndikerade och bilaterala lån, samt om andelen lån som ges av utländska banker.

Riksbanken fick 2011 riksdagens tillstånd att samla in nödvändiga uppgifter direkt från alla marknadsaktörer, även från dem som inte står under Finansinspektionens tillsyn.[13] Det bör leda till att det inom kort kommer att finnas bättre statistik över företagens skuldsättning.[14]

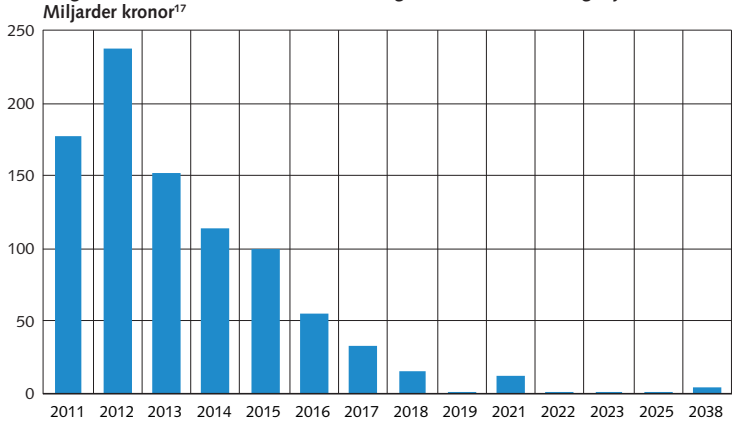
Svenska icke-finansiella företags banklån

Utestående banklån till svenska företag uppgick till 2 001 miljarder kronor i slutet av 2010, varav 85 procent beviljades av svenska kreditinstitut enligt SCB.[15] Merparten av lånen är i kronor och euro.

Ett gynnsamt marknadsläge gjorde att utlåningen till företag ökade kraftigt under åren 2003 till 2007 i både Sverige och de övriga nordiska länderna.[16] Dessa lån kommer inom kort att förfalla, framför allt under perioden 2011–2013, vilket framgår av diagram 2.

11 Enligt beräkningar som Riksbanken har gjort uppgår de utländska direktinvesteringslånen till cirka en fjärdedel av företagens totala lånebaserade finansiering.
12 Enligt Riksbanken.
13 www.riksdagen.se. Lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, ändrad från och med den 1 juli 2011.
14 Vi har jämfört statistik från SCB, Bloomberg, Dealogic och de svenska bankerna. Datakällorna överensstämmer inte med varandra, vilket kan bero på att de inte har tillgång till samma data eller att de definierar svenska företag på olika sätt. SCB får till exempel uppgifter från de svenska bankerna om deras utlåning till svenska företag, men har inga fullständiga uppgifter om utländska bankers utlåning till svenska företag (utan bara ett sampel). Svenska företag är inte skyldiga att rapportera sin upplåning till någon datakälla.
15 Enligt Nordea är 75 procent av lånen på den nordiska marknaden syndikerade, medan 25 procent är bilaterala. Detta överensstämmer inte med SCB:s statistik, som anger att bilaterala lån utgör merparten av svenska företags lånebaserade finansiering (90 procent av de svenska finansiella institutens utlåning). Det finns emellertid ingen information tillgänglig från SCB om hur stor andel syndikerade lån som ges av utländska finansiella institut. Resultatet från en enkätundersökning i mars 2010 som bygger på ett urval av de svenska företagen indikerar att syndikerade lån utgör 38 procent och bilaterala lån 62 procent av den totala svenska lånemarknaden (Sveriges riksbank, 2011).
16 Enligt intervjuer med och rapporter från svenska banker.

Diagram 2. Förfallostruktur för svenska bolags och deras dotterbolags syndikerade lån
Miljarder kronor[17]



Källa: Dealogic.

Svenska företags finansiering genom räntebärande värdepapper

Den svenska marknaden för företagsobligationer denominerade i kronor är med internationella mått liten och domineras av stora företag. Dessa företag är välkända på marknaden och kan utan problem skaffa den finansiering som de behöver även på utländska marknader. Utestående obligationer emitterade av svenska icke-finansiella företag utgör bara omkring 6 procent av den totala svenska marknaden för obligationer denominerade i kronor.[18]

Utestående företagscertifikat emitterade av svenska icke-finansiella företag uppgick i slutet av december 2010 till ett värde av 61 miljarder kronor.[19] Nästan alla emitterade företagscertifikat är denominerade i svenska kronor. Det här är en marknad som är viktig för företagens kortfristiga finansiering. I den här undersökningen ligger dock fokus på den mer långfristiga finansieringen, som utgör en mycket större andel av företagens finansiering. Det finns dessutom begränsat med data om marknaden för företagscertifikat.

Den största och mest utvecklade marknaden för företagsobligationer vid en internationell jämförelse är den amerikanska. Där finns det en stark tradition av att företag emitterar obligationer på marknaden i stället för att i första hand vara beroende av banklån.[20]

17 Det är viktigt att påpeka att Dealogic inte täcker in alla lån på marknaden eftersom aktörerna inte har någon skyldighet att rapportera dem. Dessutom ingår inte små lån, varför andelen bilaterala lån enligt Dealogics statistik är liten. Diagram 2 ger alltså bara en fingervisning om förfallostrukturen för lån till svenska företag. Svenska företag kommer dessutom att behöva förnya sina lånelöften, vilka inte ingår i diagram 2.

18 Enligt SCB.

19 Enligt SCB.

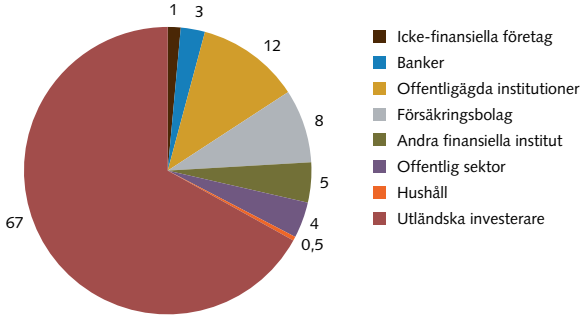
20 I USA har en mestadels dåligt genomlyst andrahandsmarknad för företagsobligationer under de senaste åren omvandlats till en i stort sett väl genomlyst marknad. Detta med hjälp av noggrann tillsyn och branschövervakning. TRACE-systemet inrättades för registrering av information om enskilda transaktioner. Handlare är skyldiga att rapportera obligationstransaktioner till TRACE enligt ett antal regler som har godkänts av den amerikanska finansinspektionen (Securities and Exchange Commission, SEC). Systemet kan ha bidragit till att 70 procent av amerikanska företags lånebaserade finansiering kommer från obligationsmarknaden, medan 30 procent kommer från banklån. Den amerikanska obligationsmarknaden har tack vare sin väl utvecklade och stora marknad för penningmarknadsfonder en stark investerarbas (González-Páramo, 2007).

Euromarknaden är inte lika utvecklad som dollarmarknaden, och traditionen att hellre ta banklån än att emittera obligationer är stark i Sverige (ECB, 2007). Euromarknaden har dock en fördel i och med att den är större än den svenska företagsobligationsmarknaden. Eftersom placerarkretsen är större är euromarknaden ofta mer likvid än den svenska kronmarknaden.

Utestående obligationer emitterade av svenska företag uppgick i slutet av december 2010 till ett värde av 376 miljarder kronor. Merparten av de svenska företagsobligationerna emitteras i utländsk valuta, vilket motsvarar omkring 60 procent av det totala utestående beloppet. Resten emitteras i svenska kronor.[21] De största emittenterna av svenska företagsobligationer, som emitterar i både utländsk valuta och svenska kronor, är Vattenfall, TeliaSonera, Volvo, Vasakronan och Atlas Copco. De svarar tillsammans för mer än hälften av emissionerna. Det finns sammanlagt omkring 70 emittenter av svenska företagsobligationer.[22] Det är alltså tydligt att emissionerna domineras av mycket stora, ofta globala, företag. Många av de stora emittenterna har också anknytning till svenska staten. Det innebär att de kan få ett bättre kreditbetyg. Därmed kan de få ett bättre pris och nå ut till en större placerarkrets på marknaden.[23] Majoriteten av de svenska emittenterna av företagsobligationer har dock inget kreditbetyg.

Den största gruppen placerare när det gäller svenska företagsobligationer är utländska placerare. De stod för 67 procent av innehaven i början av 2011 (se diagram 3).[24] Offentligt ägda institutioner och försäkringsbolag är de näst största grupperna som placerar i företagsobligationer denominerade i svenska kronor. Privatplacerare (hushåll) utgör ingen stor grupp eftersom svenska privatplacerare av tradition hellre tar kreditrisk på aktiemarknaden än på obligationsmarknaden. Dessutom krävs det ofta större belopp för att placera i företagsobligationer.

Diagram 3. Placerare i svenska företagsobligationer i början av 2011
Procent



Källa: SCB.

21 Enligt SCB. Enligt Bloomberg emitteras 50 procent i euro, 33 procent i svenska kronor och 17 procent i andra valutor.
22 Enligt Bloomberg.
23 Enligt Bloomberg är de tio största svenska emittenterna av företagsobligationer Vattenfall 22,4 procent (statsägt), Teliasonera 11,9 procent (delvis statsägt), Volvo 11,4 procent, Vasakronan 4,8 procent (köptes från staten 2008, numera ägt av de svenska AP-fonderna), Atlas Copco 4,8 procent, Investor AB 4,1 procent, Ericsson 3,7 procent, Sandvik 3,4 procent, SCA Finans 3,1 procent och Akademiska hus 2,8 procent (statsägt).
24 Enligt SCB.

Möjligheten för investerare att placera i svenska företagsobligationer via fonder har ökat de senaste åren. Många institut erbjuder dock bara stora investerare sådana fonder. Som exempel kan nämnas att man i Nordeas Institutionella Företagsobligationsfond måste investera minst en miljon svenska kronor för att få köpa andelar i fonden. Andra fondbolag (som SEB Fonder, Swedbank Robur, Öhmans och Case) erbjuder privatplacerare företagsobligationsfonder med ett lägsta investeringsbelopp på mellan 1 och 1 000 kronor.[25] Även om det har skett förbättringar måste marknaden utvecklas ännu mer för att bli tillgänglig för fler placerare.

År 2010 var omkring 100 företagsobligationer noterade på NASDAQ OMX Stockholm (emitterade av både svenska och utländska företag).[26] Noteringen sker normalt enbart för att uppfylla investerarnas krav. Handeln med företagsobligationer på börsen är begränsad och marknaden dåligt genomlyst. Merparten av handeln med svenska företagsobligationer sker i stället över disk.[27]

Den senaste utvecklingen för svenska företagsobligationer

År 2009 var ett rekordår när det gäller emissioner av svenska företagsobligationer, i synnerhet obligationer denominerade i utländsk valuta. Under 2009 var euromarknaden på grund av sitt prisläge mycket attraktiv för företag och efterfrågan på företagsobligationer var stark. Den svenska kronmarknaden växte däremot inte i samma utsträckning som euromarknaden. Vissa menar att detta delvis kan bero på att Svensk Exportkredit gav ökat finansieringsstöd under krisen (SEB, 2009) (Nordea, 2009–2011).

Under 2010 var företagens investeringsaktivitet låg i Sverige och Europa. De svenska företagen hade överlag en god kapitalbas. Dessutom hade många av dem redan finansierat de stora obligationsförfallen 2010 och hade god intjäning. Det innebar att de hade ett begränsat finansieringsbehov och att emissionsvolymerna blev mindre än 2009 i såväl kronor som utländsk valuta (SEB, 2010). De svenska företagens kapitalbas är fortfarande stark, även om emissionsaktiviteten hittills i år redan har varit större än den var under 2010, enligt Bloomberg.

Trots att de svenska företagens emissionsvolymer sjönk 2010 fanns det en del företag som emitterade obligationer för första gången, däribland Corem Property, Sagax, Kungsleden (fastighetsbolag), Bonnier (media) och Mjölby-Svartådalen Energi (energi).[28] En del av nykomlingarna tillhör det så kallade högavkastande segmentet av marknaden.[29] Enligt marknadsaktörerna har utgivningen av högavkastande obligationer ökat rejält i Sverige sedan 2008. Innan dess förekom inga affärer med högavkastande obligationer alls. Den svenska marknaden för dessa obligationer är visserligen fortfarande mycket liten, men den

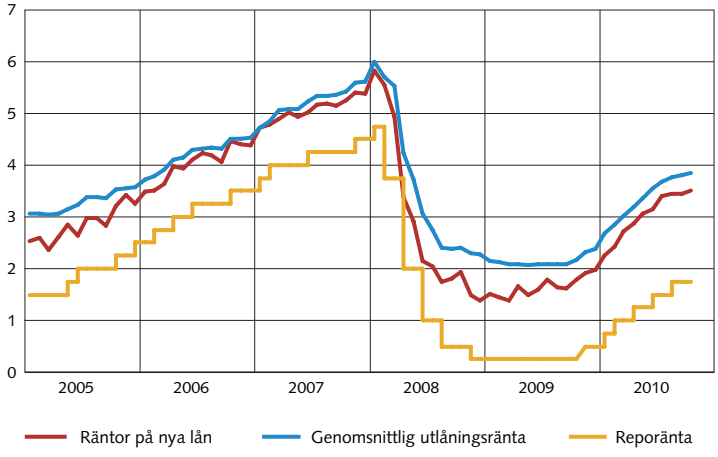
25 www.e24.se, ”Företagsobligationsfonder endast för den insatta.” Juni 2009.
26 Enligt NASDAQ OMX Stockholm.
27 Handel över disk (*over the counter, OTC*) innebär att obligationerna handlas direkt mellan köpare och säljare i stället för via en organiserad börs.
28 Enligt Bloomberg.
29 Högavkastande obligationer har ett lägre kreditbetyg än ”investment grade” (BBB- eller högre av kreditinstitut). Risken för betalningsinställelse är högre för högavkastande obligationer, men de ger normalt en högre avkastning än obligationer av bättre kvalitet och blir därför attraktiva för investerare.

håller på att växa. Under 2010 gjordes affärer till ett värde av 17,4 miljarder kronor.[30] Som jämförelse kan nämnas att det sedan länge finns väl etablerade marknader för högavkastande obligationer i euroområdet och i Norge. Orsaken är att det har funnits ett större intresse för sådana obligationer bland investerarna i dessa regioner.

En orsak till den ökade utgivningen av högavkastande obligationer är att företag med låga kreditbetyg hävdar att priserna på deras banklån stiger och att de därför använder företagsobligationer som ett finansieringsalternativ.[31] Diagram 4 visar att de högre genomsnittsräntorna på lån till svenska företag inte bara har sin förklaring i Riksbankens höjningar av reporäntan på senare tid.

Marknaden har förväntats fortsätta att växa under 2011 eftersom det låga ränteläget fått investerarna att jaga avkastning på andra håll. Den finansiella oron som tilltagit under sommaren 2011 har dock påverkat denna utveckling till följd av att investerare söker sig till tryggare investeringar med relativt låg avkastning. På längre sikt kan efterfrågan på högavkastande obligationer dessutom komma att sjunka om viktiga centralbanker börjar höja styrräntorna i större utsträckning.

Diagram 4. Svenska bankers utlåningsräntor till svenska företag
Procent

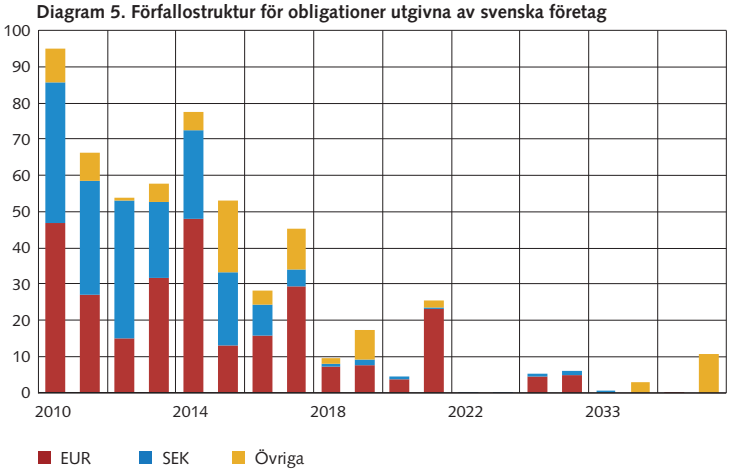


Källa: SCB.

Bloombergs statistik i diagram 5 visar att en relativt stor mängd svenska företagsobligationer kommer att förfalla de närmaste åren, framför allt 2014. Förfallen år 2010 var dessutom de största på länge. Det orsakade dock inga problem på marknaden, eftersom många företag som sagt redan 2009 hade finansierat de kommande förfallen.

30 Dagens Industri, februari 2011.
31 Enligt nyhetsrapportering och Sveriges riksbank (Sveriges riksbank, 2011).

Diagram 5. Förfallostruktur för obligationer utgivna av svenska företag



Källa: Bloomberg.

Andra typer av lånebaserad finansiering för svenska företag

Vid sidan om traditionella banklån och räntebärande värdepapper har svenska företag även haft möjlighet att få finansiering eller stöd från andra håll. Stöd ges till exempel av Svensk Exportkredit (SEK), Exportkreditnämnden (EKN) och via Proventus Capital Partners.

SEK har i uppdrag att säkra finansieringslösningar för exportföretag och kan bland annat erbjuda exportkrediter, lån, strukturerad finansiering, projektfinansiering och leasing. SEK har hjälpt svenska företag vid många tillfällen, inte minst under krisen då man ökade sin utlåning till dem rejält. I slutet av september 2010 uppgick de utestående lånen till svenska bolag enligt SEK till 49,6 miljarder kronor. Lånen till svenska bolags dotterbolag uppgick till 17,6 miljarder kronor.[32] SEK stöttar även svenska företags verksamhet genom att ge lån till utländska företag som köper svenska exportvaror.[33]

EKN har den svenska regeringens uppdrag att främja svensk export och svenska företags internationalisering. Det sker genom att nämnden försäkrar exportföretag och banker mot risken att inte få betalt i samband med export, så att de kan genomföra fler säkra exporttransaktioner. EKN ställer till exempel garantier för betalningar i samband med export. Under krisen garanterade man dessutom ofta krediter/lån till företag som beviljats av SEK, som man har ett nära samarbete med. EKN tar 75 procent av risken i sådana lån.[34] EKN har kritiserats av bankerna. De menar att man genom dessa garantier tar ifrån bankerna "vanliga" kunder, vilka erbjuds lägre räntor än de skulle kunna få på marknaden.[35]

Proventus Capital Partners har varit aktiv på denna marknad sedan 2005 och meddelade i maj 2011 att man lanserar en ny struktur. Proventus kommer att låna ut 5,3 miljarder

32 Både direkta lån och lån via köp av obligatoner utgivna av dessa företag.
33 www.sek.se och Svensk Exportkredits kvartalsrapporter.
34 Ericsson fick till exempel ett lån från SEK år 2009 med en garanti från EKN på 4,6 miljarder kronor (625 miljoner dollar).
35 SvD, "Statliga EKN får från kritik," 28 juli 2010.

kronor till medelstora nordiska företag som behöver finansiering för till exempel förvärv och omstrukturering. Bland annat är Fjärde AP-fonden, Folksam och Länsförsäkringar medinvesterare i Proventus Capital Partners.

Analys av lånemarknaderna

NYA REGLERINGAR SOM PÅVERKAR FÖRETAGENS LÅNEBASERADE FINANSIERING

Basel III

Basel III-reglerna innebär att bankerna måste hålla mer kapital av bättre kvalitet och samtidigt förbättra likviditeten. Reglerna kommer att införas gradvis från och med 2013. På grund av påtryckning från marknaden kan bankerna emellertid bli tvungna att följa reglerna tidigare. Det är svårt att uppskatta vilken effekt reglerna kommer att få eftersom de påverkar olika delar av bankernas verksamhet, men även på grund av att de kommer att införas successivt under en så lång period (2013–2019). Enligt Riksbanken har de fyra svenska storbankerna redan tillräckligt med kapital för att uppfylla de nya kapitalkraven.

Det är emellertid svårare att avgöra om bankerna kommer att klara de nya likviditetsreglerna. Bankerna måste förbättra sina stabila nettofinansieringskvoter[36], vilket de kan göra på flera sätt. De kan till exempel ändra villkoren för insättningskonton, minska åtaganden och tillgångar som kräver stabil finansiering eller förlänga kortfristig finansiering till långfristig finanisering. Nackdelen med kravet på större likviditetsbuffertar är att bankernas avkastning kommer att bli lägre än om de hade haft kvar sina andra tillgångar. Och om de förlänger löptiden på sin finansiering kommer bankerna i regel att tvingas betala en högre ränta på sin upplåning. Bankerna kan välja att föra över de ökade kostnaderna på sina kunder genom att till exempel öka sina lånemarginaler eller ta ut högre avgifter för sina tjänster. De svenska bankerna kan dessutom välja att dra ner sin utlåning eller försöka förkorta löptiderna på de lån de beviljar och minska sina lånelöften.

Beroende på hur bankerna väljer att agera kan de nya reglerna därför komma att påverka företagen direkt genom att leda till ett minskat kreditutbud, högre låneräntor och en högre refinansieringsrisk. Alternativt kan bankernas aktieägare godta en lönsamhet som motsvarar den lägre risken, vilket innebär att banken inte för över de ökade kostnaderna fullt ut på sina kunder.

Solvens II

Genom sina betydande innehav av finansiella tillgångar utgör försäkringsbolagen, och i synnerhet livbolagen, en viktig del av det finansiella systemet. Solvens II-reglerna kommer troligtvis att träda i kraft våren 2014. Reglerna kan leda till att försäkringsbolagen förändrar

36 Den stabila nettofinansieringskvoten (Net Stable Funding Ratio, NSFR) innebär att en banks stabila finansiering måste vara högre än dess behov av stabil finansiering. NSFR anger i procent vilka typer av skuldinstrument som anses vara stabila och vilka tillgångar som anses kräva stabil finansiering. Värdepapper med över ett års löptid och inlåning med över ett års löptid klassificeras till exempel som 100 procent stabil finansiering, medan lån från finansbolag med upp till ett års löptid inte anses ge någon stabil finansiering (Sveriges riksbank, 2010).

sina placeringsstrategier, vilket i sin tur kan påverka de finansiella marknaderna (Sveriges riksbank, 2010).

Det nuvarande solvenskapitalkravet för livbolag baseras i huvudsak på storleken på bolagens åtaganden. Solvens II-reglerna innebär att kapitalkravet kommer att baseras på försäkringsrisken i bolagens verksamhet och på de risker som uppstår när bolagen placerar i finansiella tillgångar. Det är i dagsläget oklart hur stort solvenskapitalkravet i Solvens II kommer att bli för försäkringsbolagen. Om deras kapitalbas är mindre än det nya solvenskapitalkravet måste bolagen minska sin risk. Detta kan de göra genom att investera mer i de finansiella tillgångar som har lägst kapitalkrav, dvs. statsobligationer och säkerställda obligationer. De kan samtidigt minska sina innehav av övriga finansiella tillgångar. Enligt en rapport från Bank for International Settlements (BIS) kommer Solvens II-regelverket att göra det svårare för försäkringsbolagen att som tidigare kunna erbjuda långfristigt riskkapital världen över. En följd av de föreslagna förändringarna kommer till exempel förmodligen att vara att det blir dyrare för dem att inneha företagsobligationer med låga kreditbetyg (BIS, 2011).

I dagsläget uppgår de svenska försäkringsbolagens innehav till omkring 8 procent av obligationerna emitterade av svenska företag. Det motsvarar omkring 25 procent av utestående obligationer denominerade i kronor. Det råder fortfarande ovisshet kring det kommande Solvens II-regelverket. Som det ser ut nu uppmuntrar reglerna dock inte försäkringsbolagen att göra större placeringar i företagsobligationer. Många menar samtidigt att det krävs ökade investeringar av försäkringsbolagen för att den svenska marknaden för företagsobligationer ska kunna utvecklas. Enligt de föreslagna reglerna kan det dessutom vara bättre för vissa företag att inte ha något kreditbetyg alls. Orsaken är att det kommer vara mer fördelaktigt för försäkringsbolag att investera i företag utan kreditbetyg än i företag med lägre kreditbetyg än BBB, dvs. företag med högavkastande obligationer.[37]

Direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID)

Europeiska kommissionen har föreslagit att genomlysningen av marknaden för företagsobligationer ska förbättras inom ramen för direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID). Enligt förslaget är huvudargumenten för ökad genomlysning att se till att placerarna får information om aktuella handelsmöjligheter, att främja prisbildningen och att hjälpa företag att genomföra kundernas order på bästa sätt. Användarna ska ha information som gör det möjligt för dem att jämföra handelsmöjligheter och resultat mellan olika handelsplatser. Information om handeln i efterhand används också för att värdera portföljer. (Europeiska kommissionen, 2010)

Sverige ska enligt planerna införa MiFID under de närmaste åren. Information om handel i efterhand ska förbättras genom att ISIN-koder, kuponger, löptider, kreditbetyg, emittenter, valutor, priser, volymer etc. ska offentliggöras vid alla affärer. Vissa undantag

37 Danske Markets, juni 2011. Företag kan då exempelvis be kreditvärderingsinstitutet att sätta ett hemligt betyg på dem, bara för att få veta vilken nivå de skulle ligga på. Om nivån inte är tillfredsställande kan de välja att inte få ett offentligt kreditbetyg.

kan dock komma att vara tillåtna. Förhoppningen är att MiFID-reglerna ska leda till att fler emittenter och placerare blir intresserade av den svenska marknaden för företagsobligationer, vilket skulle skapa ökad likviditet.

Alla håller dock inte med om att ökad transparens endast är något positivt. På en liten marknad som den svenska företagsobligationsmarknaden kan större öppenhet tvärtom bli ett hinder. Det beror på att det låga antalet emittenter och placerare och emissionernas begränsade storlek gör att reglerna kan leda till att det blir möjligt att få fram mer information än vad som behövs för en väl fungerande marknad. Det här är ett argument som främst förs fram av banker som är oroliga för att ökad transparens kan avslöja marknadsgaranternas (market makers) positioner och leda till att dessa får ofördelaktiga priser och därför inte vill ta på sig vissa positioner. Idag har marknadsgaranterna ofta ett försprång när det gäller att se vad som händer på marknaden. Om alla samtidigt har tillgång till noteringar av priser och volymer ökar riskerna för dem som köper och säljer för egen räkning (Nyberg m.fl. 2006). Det kan i sin tur leda till att färre är villiga att agera marknadsgaranter, vilket i sin tur kan minska likviditeten på marknaden.

Åsikterna går alltså isär om hur den föreslagna MiFID-förordningen kommer att påverka den svenska marknaden för företagsobligationer.

STRUKTURELLA FÖRÄNDRINGAR AV DE SVENSKA FÖRETAGENS LÅNEBASERADE FINANSIERING?

Den översikt över svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering som vi har presenterat visar att det kan komma att ske en del strukturella förändringar framöver. De svenska företagen står inför stora förfall på både låne- och obligationsmarknaden. I takt med att den svenska ekonomin återhämtar sig kan det dessutom hända att de vill göra nya investeringar. Det innebär att företagen troligtvis har stora refinansieringsbehov den närmaste tiden, även om deras kapitalbas redan är stark. Samtidigt kan tillgången på krediter för företag komma att bli mer begränsad, eller åtminstone dyrare, till följd av Basel III-reglerna. En ny period av finansiell oro kan också leda till att bankerna blir mer försiktiga med sin utlåning till företagen.

De svenska bankerna är dock välkapitaliserade. De bör därför inte behöva minska kreditutbudet till svenska företag i någon större utsträckning för att uppfylla Basel III-kraven, även om det är möjligt att de vill förkorta löptiderna på sina lån.[38] Priserna på lånen kan däremot stiga till följd av de nya reglerna.

38 Svenska banker har uppgett att det inte bör vara något problem för dem att förlänga lån till företag när de förfaller.

Det är dock viktigt att komma ihåg att utländska banker står för en viss andel av lånen till de svenska företagen.[39] Deras kapitalpositioner är kanske dessutom i genomsnitt inte lika starka som de svenska bankernas (Peters, 2011). Enligt de svenska bankerna kan det därför finnas en risk att de utländska bankerna inte kan låna ut lika mycket som tidigare till företag utanför sina hemländer. Om de utländska bankerna å andra sidan förnyar lånen är det dessutom troligt att de åtminstone kräver ett högre pris till följd av de nya reglerna och eftersom svenska företag sällan har några andra affärer med dem. Det kan då vara troligt att de svenska företagen i stället vänder sig till svenska banker. Då uppstår risken att efterfrågan kommer att överstiga de svenska bankernas förmåga att ge lån till företagen. Företagen kan då tvingas se sig om efter andra finansieringskällor.

När bankerna stramade åt sin kreditgivning under krisen började företagen i större utsträckning emittera företagsobligationer som ett alternativ till finansiering genom banklån (Europeiska kommissionen, 2010). Med de kommande reglerna kan företagens övergång från lån till obligationer bli mer permanent (såvida inte någon annan finansieringskälla, till exempel aktier, blir mer attraktiv).[40] Vi tror emellertid att banklån, och i synnerhet lånelöften, även i fortsättningen kommer att vara den viktigaste formen av lånebaserad finansiering för företagen.[41]

Det finns ännu ingen tydlig trend i statistiken som tyder på att svenska företag håller på att övergå från att ta banklån till att emittera obligationer, även om intresset för högavkastande svenska företagsobligationer har ökat något. En sådan trend har dock ofta diskuterats i nyhetsrapporteringen på senare år. Dessutom har svenska banker och finansiella institut börjat förbereda sig på att efterfrågan på svenska företagsobligationer kan komma att växa i takt med att Basel III-reglerna kommer allt närmare. Under våren förstärkte till exempel några av de svenska storbankerna de avdelningar som har hand om emissioner av företagsobligationer. Ett par mindre finansiella institut har dessutom inrättat avdelningar som inriktar sig på företagsobligationsmarknaden.[42]

39 Nordea, SEB och SCB har olika uppfattningar om hur stor de utländska bankernas andel är, vilket beror på att de inte har samma uppfattning om storleken på marknaden för syndikerade lån. Enligt Nordea utgör syndikerade lån 75 procent av den totala nordiska lånemarknaden, medan SCB anger att de inte utgör mer än omkring 23,5 procent av den totala svenska marknaden och att resten utgörs av bilaterala lån. Nordea och SEB uppger att utländska banker står för omkring 50 procent av de syndikerade lånen (eller ungefär 37,5 procent av den samlade utlåningen), medan SCB hävdar att andelen bara är 15 procent av den samlade utlåningen (exklusive utländska investeringslån). Dealogics statistik visar att utländska bankers andel ligger närmare 50 procent av de syndikerade lånen.

40 Företagen ser fördelar med att emittera företagsobligationer i stället för aktier, eftersom det gör det möjligt att behålla kontrollen över företaget, medan aktieägare i kraft av sina aktier får rösträtt (Veckans affärer, "Hotet mot Börsen," juni 2011).

41 Enligt intervjuer med svenska banker och företag.

42 Enligt intervjuer med svenska banker. Även mindre finansiella institut som ABG Sundal Holding, Carnegie, Catella och Proventus har förstärkt sina avdelningar för företagsobligationer (Bloomberg och Affärsvärlden, februari 2011).

MARKNADSAKTÖRERNAS SYN PÅ SVENSKA FÖRETAGS LÅNEBASERADE FINANSIERING OCH DESS UTVECKLING FRAMÖVER

I detta avsnitt beskriver vi hur svenska företag, banker och placerare ser på den nuvarande situationen när det gäller lånebaserad finansiering och dess utveckling framöver. Vi inriktar oss särskilt på utvecklingen av marknaden för svenska företagsobligationer denominerade i kronor. Den marknaden är mer tillgänglig än utländska marknader för svenska företag av alla storlekar, men företag kan naturligtvis även välja att emittera obligationer på utländska marknader.

Svenska företags syn på banklån och företagsobligationer

Utifrån de intervjuer som vi genomförde med ett antal företag 2010 och 2011 kan vi dra slutsatsen att deras syn på olika typer av lånebaserad finansiering och på finansieringsläget beror på deras storlek. Det bekräftas även av resultatet av Riksbankens enkät om företagens finansiering i mars 2011 (Sveriges riksbank, 2011).

Under den finansiella krisen blev det svårare för medelstora och mindre företag att skaffa lånebaserad finansiering.[43] Många av dem hävdar att det fortfarande är svårare att skaffa finansiering än före krisen, i synnerhet mer långfristig finansiering. Somliga menar att priset på banklån den senaste tiden har stigit.

Ett par medelstora företag har därför nyligen emitterat obligationer för första gången eller planerar att ta sig in på denna marknad för att få en mer diversifierad finansieringsstruktur och till följd av högre priser på lån. Mindre bolag är inte lika insatta i de kommande regeländringarna för de finansiella marknaderna och den svenska företagsobligationsmarknaden. De är därför mindre intresserade av detta område.

Å andra sidan uppger mycket stora företag att priset på banklån idag är mycket bra och att bankerna ännu inte har anpassat sig till de nya Basel III-reglerna. De säger sig inte ha några problem att skaffa finansiering i dagsläget. Det är emellertid viktigt att påpeka att de största företagen kan utnyttja både låne- och obligationsmarknaderna i Sverige och i utlandet, vilket det inte är säkert att mindre företag kan.

I Riksbankens enkät om företagens finansiering har flera företag uppgett att högre priser på banklån kan få dem att försöka hitta andra finansieringskällor (Sveriges riksbank, 2011), till exempel företagsobligationer. De tidigare nämnda kostnadsaspekterna innebär att incitamentet att expandera till företagsobligationsmarknaden i dagsläget kanske är störst för medelstora bolag. De större företagen har ofta redan tillgång till denna marknad. Mindre företag kanske inte känner till den eller tycker att det är för dyrt att använda sig av den. Oavsett storlek tror företagen dock överlag att finansiering genom banklån alltid kommer att vara den viktigaste typen av lånebaserad finansiering. Det är mycket viktigt för dem att ha tillgång till lånelöften så att de kan säkra finansiering om och när de behöver den.

43 Enligt SCB:s definition har små företag högst 50 anställda, medelstora företag 50–250 anställda och stora företag minst 250 anställda. Man skulle kunna kategorisera företagen utifrån andra parametrar, till exempel storleken på företagets balansräkning.

Många av företagen som i enkäten sade sig vara intresserade av att expandera till företagsobligationsmarknaden nämnde också att de upplever att den svenska marknaden har vissa begränsningar. Exempel på sådana begränsningar är dålig transparens, begränsade volymer, låg likviditet och att marknaden är sårbar. Företagsobligationskontrakten i Sverige är dessutom svårbegripliga och det finns inga standardkontrakt.

Alla företag som vi har intervjuat var positiva till åtgärder för att utveckla den svenska företagsobligationsmarknaden.[44] De anser att initiativet att utveckla marknaden måste komma från alla marknadsaktörer: emittenter, placerare och mellanhänder. De anser att en ökad transparens på företagsobligationsmarknaden skulle vara en förbättring. De föreslår att kreditanalyser skulle kunna göras på samma sätt som aktieanalyser för att locka fler investerare. De menar också att en väl fungerande svensk företagsobligationsmarknad skulle kunna spela en viktig roll för att till exempel minska företagens valutarisk, eftersom den utländska valutaswappmarknaden ofta inte fungerar särskilt bra. Medelstora och mindre företag har dessutom ofta inte tillgång till utländska obligationsmarknader. En väl fungerande svensk marknad kan därför vara ett bra finansieringsalternativ för dem. Den allmänna uppfattningen är att det vore ett bra tillfälle att få igång den svenska företagsobligationsmarknaden i samband med att de nya bankreglerna träder i kraft. En del företag känner till exempel oro över att de är alltför beroende av banklån. Några av de företag som vi intervjuade eller som deltog i enkäten uppgav å andra sidan att de tror att bankerna är negativa till en utveckling av företagsobligationsmarknaden på grund av att företagsutlåningen har varit mycket lönsam för dem. De menar att bankerna är en viktig faktor om man ska kunna driva på denna utveckling eftersom de har centrala funktioner även vid emissioner av obligationer.

Svenska bankers syn på banklån och företagsobligationer

Vi har träffat företrädare för några av de svenska bankerna för att diskutera situationen i Sverige när det gäller lånebaserad finansiering och frågat dem om de tror att företagen i större utsträckning kommer att börja använda företagsobligationsmarknaden för sin finansiering.

Det fanns skillnader i bankernas inställning, men samtliga uppgav att det idag i regel är billigare för företag att låna från banker än att emittera företagsobligationer. Det är också det främsta skälet till att företagen fortsätter att hellre ta banklån än att emittera företagsobligationer. Att emittera på obligationsmarknaden är dessutom förbundet med en hel del arbete som företagen kan vilja slippa (road shows, att skaffa kreditbetyg etc.). Även stordriftsfördelar spelar in eftersom det är proportionellt sett dyrare att emittera en mindre obligation än en större obligation. Emissioner på marknaden är kanske därför inte ett attraktivt alternativ för mindre företag.

Det är viktigt att beakta att bankerna under årens lopp har tjänat bra på att låna ut till företagen och att de därför kan vilja behålla denna affärsverksamhet så länge som möj-

44 Samtliga företag som intervjuades är redan aktörer på obligationsmarknaden.

ligt. Detta kan färga deras syn på denna trend. Bankernas intresse kan emellertid öka om marknaden utvecklas och blir mer likvid, eftersom de då kan upptäcka en del vinstutsikter på marknaden genom skillnaderna mellan köp- och säljkurser och genom att de kan få fler företagskunder. Det kan dessutom löna sig för dem att ta hand om obligationsemissionerna för företag och samtidigt minska risken i sina balansräkning genom att bevilja färre lån till företag. Företagsobligationer påverkar nämligen inte bankernas balansräkningar.

Bankerna påpekar också att prisläget kan komma att förändras när de nya Basel III-reglerna träder i kraft. De kommer att vara tvungna att hålla mer kapital per lån, den tillgängliga likviditetspoolen för bankernas utlåning kommer därmed att minska och företagens finansieringskostnader kommer att stiga (Nordea, 2010). Kostnadsskillnaden mellan att ta banklån och att emittera obligationer kan därför komma att krympa framöver, vilket kan få företagen att ompröva sina finansieringsalternativ. Bankerna har som sagt redan börjat förbereda sig på denna förändring genom att förstärka de avdelningar som har hand om företagsobligationer.

Placerarnas syn på den svenska företagsobligationsmarknaden

Många investerare ser placeringar i svenska företagsobligationer som en möjlighet, eftersom de inte medför samma risk som aktieplaceringar men ändå kan ge en rimlig avkastning. En del svenska försäkringsbolag kan därför vara intresserade av att köpa fler företagsobligationer i stället för att placera i aktier. I några fall kan de emellertid vara tvungna att ändra sin placeringspolicy för att detta ska bli möjligt.[45] Denna utveckling kommer i och för sig troligen att hållas tillbaka av de nya Solvens II-reglerna för försäkringsbolag. Det är dock i dagsläget mycket ovisst hur reglerna kommer att påverka försäkringsbolagens placeringsbeslut.

Även privatplacerare kan bli mer intresserade av att placera i företagsobligationer om det finns fler företagsobligationsfonder som de kan köpa andelar i. För att den svenska företagsobligationsmarknaden ska bli intressant för fler placerare måste den emellertid bli mer transparent och likvid och utbudet bli större.[46] Placerarna bör följa utvecklingen på finansmarknaderna och de nya placeringsmöjligheter som erbjuds när nya tillgångsslag dyker upp och väga de risker de tar i sina placeringar i både obligationer och aktier (Nordea, 2010).

ATT UTVECKLA DEN SVENSKA FÖRETAGSOBLIGATIONSMARKNADEN

Det här avsnittet handlar främst om utvecklingen av den svenska marknaden för företagsobligationer i kronor, där det finns både svenska och utländska emittenter (även om utländska emittenter utgör en minoritet).

45 Enligt intervjuer med flera försäkringsbolag.
46 Konferens om företagens finansiering, IVA, 7 september 2010.

Ökat intresse för marknaden

Som vi konstaterat ovan är den svenska marknaden för företagsobligationer liten och underutvecklad. Statistiken är inte heltäckande och transparensen vad gäller pris och omsättning är dålig. Dessutom är likviditeten på marknaden låg,[47] investerare sitter ofta på obligationer till förfall, det finns ingen förvaltare[48] som skyddar emittenten och investerarens rättigher och villkoren skiljer sig ofta mellan obligationer.

Det har tidigare heller inte funnits några större incitament att utveckla marknaden eftersom företag, banker och investerare har vant sig vid hur marknaden har fungerat. Enligt tradition tar företag banklån och investerare placerar i aktier. Hur man ska kunna utveckla marknaden för företagsobligationer har däremot diskuterats länge. I en artikel i Affärsvärlden från 1999 sades det till exempel att företag borde överväga att använda marknadsfinansiering i större utsträckning, eftersom internationella banker då stramade åt sitt kreditutbud. En ökad utgivning av företagsobligationer i Sverige diskuterades även i Riksbankens rapport Finansiell stabilitet (1999:2), där det sades att en sådan diversifiering av företagens finansiering är positiv.

Riksbankens enkätundersökning och våra intervjuer visar att intresset bland placerare, emittenter och till och med banker för att utveckla den svenska företagsobligationsmarknaden tycks ha ökat i takt med att genomförandet av de nya Basel III-reglerna kommer allt närmare. Dessutom kommer MiFID-reglerna att leda till en ökad genomlysning av marknaden, vilket kan öka investerarnas intresse av den. Problemen på marknaden kommer å andra sidan inte att lösa sig av sig själva. Alla marknadsaktörer – företag, placerare, finansiella institut och även tillsynsmyndigheter – måste göra en gemensam ansträngning för att få igång marknaden. Om fler företag vill genomföra emissioner på marknaden kommer detta att främja utvecklingsprocessen. Historien visar å andra sidan att det kan vara en lång process att utveckla en marknad.

En bättre fungerande svensk marknad för företagsobligationer skulle kunna bidra till en effektivare finansiell förmedling i Sverige. Det skulle leda till fler finansieringsalternativ och diversifieringsmöjligheter för de svenska företag som i första hand behöver finansiering i svenska kronor. Det kanske även kan minska företagens valutarisk. Företagen skulle även kunna få mer långfristig finansiering från marknaden, vilket skulle skapa stabilare förutsätt-

47 Statistik över omsättning saknas. Euroclear ser omsättningsflödena, men får av juridiska skäl inte offentliggöra sina uppgifter. Market makers kan alltså bara se pris och omsättning avseende sina egna obligationer.

48 En obligationsförvaltare är en oberoende tredje part som kan spela en viktig roll genom att fungera som en mellanhand mellan låntagaren och innehavarna av dess värdepapper under obligationslånets löptid. Obligationsförvaltaren ska agera i enlighet med låneavtalet. Omkring 95 procent av emissionerna på den norska obligationsmarknaden har en obligationsförvaltare. För emittenterna är fördelen med en obligationsförvaltare är att de kan förhålla sig till en enda part som långivare och diskutera eventuell nödvändig konfidentiell information och avslöja priskänslig information till obligationsförvaltaren. Obligationsförvaltaren skyddar även emittenten mot bland annat godtyckliga rättsliga åtgärder från obligationsinnehavares sida. Placerarna får en professionell övervakning av villkoren för en emission i syfte att skydda deras intressen. Obligationsförvaltaren kan även vidta rättsliga åtgärder genom att väcka en grupptalan för alla obligationsinnehavares räkning. I händelse av en konkurs kan obligationsförvaltare lägga beslag på tillgångar och förhandla för alla obligationsinnehavares räkning (Norsk Tillitsmann, 2006).

ningar för deras verksamhet och minska deras refinansieringsrisk, i synnerhet i ett läge då bankerna kanske försöker förkorta löptiderna på sina lån till företag.

Med en större och bättre fungerande marknad kan kreditrisken prissättas på ett bättre sätt utifrån de faktiska obligationer som finns tillgängliga på marknaden. Detta kan i sin tur leda till en effektivare prissättning av derivatinstrument i Sverige. Utländska emittenter och placerare kan då också bli mer intresserade av den svenska marknaden och placerarkretsen för svenska företagsobligationer därmed växa. Om företagen i större utsträckning använder sig av marknadsfinansiering kan dessutom bankernas kreditförluster minska, eftersom företagsobligationer inte påverkar bankernas balansräkningar. Bankerna kan också ha nytta av att andra bedömer kreditvärdigheten hos de låntagare som finns i deras böcker (Fitch, 2010).

Det är samtidigt viktigt att beakta att marknader ofta påverkas av irrationella beteenden, i synnerhet i samband med kriser. Marknader som den svenska företagsobligationsmarknaden, som är små och inte så likvida, skulle i ett sådant läge kunna vara mer sårbara än större marknader. Det kan därför hävdas att det inte nödvändigtvis vore positivt för företagen att finnas på denna marknad. Om företagen fick större valmöjligheter och kunde utnyttja både banklån och marknaden för företagsobligationer skulle de å andra sidan förmodligen inte befinna sig i en sämre situation än om de bara hade tillgång till en typ av lånebaserad finansering.

Initiativ för att utveckla marknaden

Under det senaste året har ett initiativ från marknaden dragits igång för att utveckla den svenska företagsobligationsmarknaden.[49] I samband med initiativet föreslogs fem åtgärder för att förbättra den svenska företagsobligationsmarknaden:

1. *Förbättra transparensen:* I dagsläget försvåras prissättningen av portföljer av att det saknas tillgängliga priser på marknaden. För att förbättra genomlysningen i priserna föreslås att en viss nivå av transparens i efterhandeln introduceras. Det kan leda till bättre statistik över marknaden, öka möjligheterna att introducera ett svenskt index för företagsobligationer och förbättra likviditeten över tid. Ett argument är också att MiFID sannolikt kommer att leda till ökad transparens.
2. *Förbättra bolagsstyrning genom självreglering:* Företagsobligationsmarknaden är i stort behov av gemensamma strukturer och standardisering av de juridiska villkoren för obligationer.
3. *Inrättande av en förvaltarfunktion:* Förvaltaren skulle till exempel ha hand om företagsomstruktureringar för investerarnas räkning (se fotnot 48).

49 Det var Daniel Sachs (VD för Proventus) och Erik Thedéen (f.d. chef för NASDAQ OMX Stockholm) som tog initiativet till att utveckla företagsobligationsmarknaden i Sverige (Upprop: Fem steg till en bättre obligationsmarknad).

4. *Modernisering och anpassning av placeringspolicy:* Dagens placeringspolicies, hos till exempel försäkringsbolag, begränsar ofta möjligheterna att placera i företagsobligationer.
5. *Förändringar som öppnar marknaden för fler emittenter/placerare:* För att det ska bli möjligt för fler företag att emittera på marknaden måste minimibeloppet för emissioner sänkas. Även minimibeloppet för placeringar i företagsobligationer måste sänkas.[50] Dessutom måste fler banker och fondbolag erbjuda privatplacerare möjlighet att att placera i företagsobligationer på börser på samma sätt som man erbjuder placeringar i aktier.

Som en konsekvens av detta initiativ har även Svenskt Näringsliv valt att undersöka den svenska marknaden för företagsobligationer.[51] Undersökningen syftar till att kartlägga varför marknaden är underutvecklad och hur den kan utvecklas.

Mycket arbete återstår

Det är i dagsläget tydligt att den svenska marknaden för företagsobligationer är underutvecklad. Transparensen är dålig och statistiken över både banklån och företagsobligationer är bristfällig. Även om företagens finansiering sannolikt kommer att påverkas av nya regleringar framöver är det ovisst om man kan räkna med en strukturell förändring. Ändrade förutsättningar kan dock leda till att marknaden för företagsobligationer blir viktigare för svenska företags finansiering. Det kan därför vara lämpligt att vidta åtgärder för att utveckla företagsobligationsmarknaden. En utveckling av denna marknad skulle förbättra den svenska obligationsmarknaden och ge en tydligare bild av kreditrisken på marknaden. Därmed skulle finansmarknadernas funktion förbättras och man skulle få en mer korrekt prissättning av exempelvis derivat. Företagen skulle få bättre möjligheter att skaffa långfristig finansiering i svenska kronor och en större placerarkrets att vända sig till, så att de kunde diversifiera sin finansiering. Då skulle bankernas kreditförluster dessutom sjunka. Det står emellertid klart efter vår undersökning att mycket arbete återstår för att förbättra den svenska företagsobligationsmarknaden.

50 Företag måste emittera obligationer på minst 250 000–500 000 kronor. Placerare måste ha 500 000 kronor för att få delta i auktionen på förstahandsmarknaden och 10 000 kronor för att få köpa obligationer på andrahandsmarknaden (Dagens Industri, februari 2011).

51 Undersökningen genomförs av Daniel Barr, chef för avdelningen för bankstöd på Riksgälden.

Referenser

Affärsvärlden (1999). "Obligationer – Skifte på obligationsmarknaden."

Altunbas, Kara & Marqués-Ibánez (2009). "Large Debt Financing: Syndicated Loans Versus Corporate Bonds." ECB, Working Paper Series, nr 1028, mars 2009.

Bank for International Settlements (2007). "Financial Stability and local currency bond markets." CGFS Papers, nr 28.

Bank for International Settlements (2011). "Fixed income strategies of insurance companies and pension funds." CGFS Papers, nr 44.

Bengtsson, Kenneth (2010). "Ingen välfärd utan företag." Svenskt Näringsliv.

Chui, Domanski, Kugler & Shek (2010). "The Collapse of International Bank Finance During the Crisis: Evidence From Syndicated Loan Markets." *BIS Quarterly Review*, september, 2010.

Europeiska centralbanken (2010). "Impact of the financial crisis on corporate finance: how big is the shift from bank financing to bonds." *The European Commision's Quarterly Report on the Euro Area*, volym 9, nr 4/2010.

Europeiska kommissionen (2007). "Changes in the Financial Landscape of the Euro Area. Occasional Paper No. 63.

Europeiska kommissionen (2010). "Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)." Offentligt samråd.

Fitch 2010. "European Corporate Funding Disintermediation. Structural Shift to Bonds from Loans to Continue"

González-Páramo, José Manuel (2007). "MiFID: Non-equities market transparency: the ECB's perspective."

Nordea (2010). "The Maturity Wall of Debt."

Nordea (2009-2011). "Swedish Credit Report."

Norsk Tillitsmann ASA (2006). "Bond Trustee as Investor Protection."

Nyberg, Lars; Viotti, Staffan & Wissén, Pehr (2006). "Penningmarknaden". SNS Förlag.

Peters, Jaime (2011). "Basel III Around the World." Morningstar.

SEB (2009, 2010 & 2011). "Nordic Credit Quarterly."

Sveriges riksbank (1999). Finansiell stabilitet, 1999:2.

Sveriges riksbank (2010). "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige." *Finansiell stabilitet*, 2010:2.

Sveriges riksbank (2010). "Hur livbolagen kan påverka den finansiella stabiliteten", *Finansiell stabilitet*, 2010:2.

Sveriges riksbank (2011). "Kartläggning av svenska icke-finansiella företags finansiering." September 2011, www.riksbank.se.