

ACKORDSCENTRALEN NYHETER

NR 1 - 2012



Nytt bolag ska blåsa liv i marknaden för företagsobligationer

Företagens finansiering kan underlättas genom en livaktigare och tryggare marknad för företagsobligationer. Ackordscentralen och Norsk Tillitsmann bildar nu ett bolag, Swedish Trustee, för att fylla detta behov.

DEN SVENSKA MARKNADEN FÖR FÖRETAGSOBLIGATIONER 7-9

DANIEL SACHS, PROVENTUS – INSTITUTIONERNA BÖR ÖKA SIN KUNSKAP 10

ANDRÉ ANDERSSON, MANNHEIMER SWARTLING – NU HÄNDER DET MYCKET – ÖVERALLT 11

VD HAR ORDET



Vad har Ackordscentralen med företagsobligationer att göra? Jobbar inte Ackordscentralen med företagsrekonstruktioner och konkurser? Varför nu det nystartade bolaget "Swedish Trustee" tillsammans med Norsk Tillitsmann? Det enkla svaret är: Därför att vi tror att detta kommer att bidra till många företags lönsamhet.

Swedish Trustee kommer att utveckla standarddokument för obligationsmarknaden, samt övervaka att emittenterna, det vill säga bolagen som lånar pengar, följer sina åtaganden mot investerarna. I de fall emittenten inte kan fullfölja sina åtaganden mot investerarna kommer Swedish Trustee föra investerarnas talan, och om så är nödvändigt ingå uppgörelser med emittenten som binder investerarna.

Att fler än de 10-20 största bolagen i Sverige måste komma igång med obligationsmarknaden framgår med all önskvärd tydlighet i detta nummer. Med de nya Basel III reglerna blir det helt enkelt för dyrt att täcka hela bolagets finansieringsbehov med lån från bankerna. Avtalsstrukturen kommer att bli mer komplicerad för alla bolag med sämre kreditvärdighet än de allra största. Emittenten kommer i vissa fall behöva ställa säkerhet för sina åtaganden mot investerarna. För att de bolag som saknar det högsta kreditbetyget ska kunna genomföra denna typ av transaktioner utan att det blir för komplicerat och dyrt, kräver denna mer komplexa avtalsstruktur standardavtal för delar av avtalspaketet. Swedish Trustee kommer i samråd med intressenterna på marknaden att ta fram dessa standardavtal.

I de fall emittenten inte kan fullföl-

ja sina åtaganden i enlighet med låneavtalet måste det finnas en part att tala med. Om förhandlingar sker med 100-tals - eller kanske till och med 1000-tals - obligationsinnehavare uppstår en uppenbar risk för att en eller flera fordringsägare vidtar säkraktioner mot bolaget. Förtroendet för institutet urholkas då, och risken för värdeförstörande konkurs ökar påtagligt. Ragnar Sjoner redogör i detta nummer för några praktiska fall, där framgångsrika rekonstruktioner ägt rum genom Norsk Tillitsmann i både emittenten och obligationsinnehavarnas intressen. Den funktion som Norsk Tillitsmann intar i denna förhandling överensstämmer till stora delar med den roll Ackordscentralen intar vid ackordsuppgörelser.

Som "Trustee" (på norska "tillitsmann" och på svenska "förvaltare eller god man") måste du ha investerarnas förtroende. Stiftelsen Ackordscentralen har utan eget vinstintresse i 155 år tillvaragit fordringsägarnas intressen i samband med rekonstruktioner och insolvensfall. Stiftelsen Ackordscentralen står vidare helt fri från särintressen.

Norsk Tillitsmann har under 20-års tid skapat och upprätthållit "tillitsmannafunktionen" i Norge. Vi är övertygande om att Swedish Trustee väldigt snart kommer kunna inta en lika samhällsnyttig funktion i Sverige som Norsk Tillitsmann gör i Norge. I Stiftelsen Ackordscentralens stadgar framgår bland annat att "Stiftelsen skall främja sådana förändringsprocesser inom näringsliv och förvaltning som syftar till att skapa och vidmakthålla effektiva och lönsamma företag". Vi tror att Swedish Trustee verkligen kan bidra med detta.

Prenumerera på
Ackordscentralen nyheter
Sänd din e-postadress till
info@ackordscentralen.se

Redaktion

Hans Öden
hans.oden@ackordscentralen.se
Sven Lundberg
sven@lundbergstockholm.se

Produktion

www.lundbergstockholm.se

Text

Henrik Norberg
Lotta Hovhammar
Sven Lundberg

Foto

Oskar Kullander

Ansvarig utgivare

Hans Öden

Tryck

Larsson Offsettryck

Ackordscentralen har sedan 1857 återskapat värden i företag med ekonomiska problem och är en av Sveriges äldsta näringslivsorganisationer. Idag intar vi en ledande position inom vårt verksamhetsområde.

Verksamheten bedrivs från våra kontor i Stockholm, Göteborg, Malmö, Borås, Umeå, Lund och Falun.

Vår ägare är den oberoende Stiftelsen Ackordscentralen.

 **ACKORDSCENTRALEN**
SEDAN 1857

Strandvägen 35
114 56 Stockholm
Telefon: 08-670 44 00
Fax: 08-670 44 99
E-post: info@ackordscentralen.se
www.ackordscentralen.se



MIKAEL KUBU, VD FÖR ACKORDSCENTRALEN SVERIGE OCH RAGNAR SJONER, VD FÖR NORSK TILLITSMANN

Nytt bolag ska blåsa liv i marknaden för företagsobligationer

Stiftelsen Ackordscentralen och Norsk Tillitsmann har bildat det gemensamma bolaget Swedish Trustee. Bolaget ska säkerställa att den svenska marknaden för företagsobligationer blir tryggare, enklare och mer likvid. Det bidrar till att fler medelstora företag framöver kan finansiera sig via obligationsmarknaden.

Att den svenska marknaden för företagsobligationer är i sin linda är det få som tvivlar på. I dag kommer omkring 80 procent av de svenska företagens lånefinansiering från banker. Det är enbart de riktigt stora företagen som kan finansiera sig via företagsobligationer. Vattenfall, TeliaSonera och Volvo hör till denna grupp. De tio största företagen som ger ut företagsobligationer står för cirka 70 procent av marknaden.

Samtidigt är marknaden för företagsobligationer i princip stängd för små och medelstora bolag. Dessa finansierar sig nästan uteslutande enbart via banklån.

– Det förhållandet kommer definitivt att ändras framöver. Regelverk som till exempel Basel 3 innebär att bankerna får högre kapitalkrav, vilket i sin tur medför att det blir dyrare för dem att ge lån ur sin egen balansräkning. När räntan stiger blir det mer

fördelaktigt för bolag att finansiera sig via marknaden för företagsobligationer, säger Mikael Kubu, VD på Ackordscentralen.

Enligt Mikael Kubu gynnas även bankerna av förändringen. Anledningen är att det blir mer fördelaktigt för bankerna att hjälpa till med en emission än att ge lån. Det beror på att bankens intäkter från en emission



“Verksamheten faller inom ramen för Stiftelsens stadgar som bland annat föreskriver att Stiftelsen Ackordscentralen skall “främja sådana förändringsprocesser inom näringsliv och förvaltning som syftar till att skapa och vidmakthålla effektiva och lönsamma företag.”

► inte påverkas av de nya regelverken, samtidigt som kostnaden för att ge banklån ökar.

– Sverige ligger långt efter andra länder när det gäller företagsobligationer. Att vi nu bildar Swedish Trustee är ett steg på vägen mot en bättre fungerande marknad, säger Mikael Kubu.

Företräder en grupp av investerare

Swedish Trustee kommer att arbeta med att företråda investerare i det enskilda obligationslånet som en grupp, istället för att var och en ser om sitt eget hus. Bolaget ska ta fram standardiserade låneavtal, övervaka att låntagaren, det vill säga företaget som gett ut obligationerna, följer villkoren. Om låntagaren får problem och exempelvis inte kan betala, företräder Swedish Trustee samtliga långivare. I Norge har Norsk Tillitsmann, som kommer att äga 51 procent av Swedish Trustee, företrätt investerare sedan bolaget grundades för snart 20 år sedan.

Norsk Tillitsmann startade i spåren av den bankkris som rädde i Norge i

slutet av 80-och början av 90-talet.

– Bankkrisen innebar att många såg behovet av en organisation som tog investerarnas sida. Vi diskuterade olika upplägg och startade bolaget 1993, säger Ragnar Sjoner, administrerande direktör på Norsk Tillitsmann.

Sedan dess har Norsk Tillitsmanns verksamhet växt kraftigt. Idag har bolaget 1 900 uppdrag till ett sammanlagt portföljvärde på omkring 800 miljarder norska kronor.

Sevan Marine nere för räkning

Under dessa år har Norsk Tillitsmann företrätt investerare vid ett flertal tillfällen när låntagarna har fått ekonomiska problem. Ett exempel är det norska bolaget Sevan Marine.

– Bolaget var under 2011 nere för räkning och kunde inte betala sina lån. Vi startade en process som inkluderade representanter från låntagaren, bankerna och de största obligationsägarna, berättar Ragnar Sjoner.

– Den lösning som togs fram bestod bland annat av en viss nedskrivning av skulden. Obligationsägarna fick

sedan rösta om de ville acceptera lösningen, vilket de gjorde. Bolaget kunde på så sätt undvika konkurs, vända utveckling och betalade tillbaka merparten av de 5 miljarder kronor som det handlade om.

– Det är ett bra exempel på hur man kan nå en lösning genom att en person företräder alla investerare. Om var och en hade agerat för sig hade det säkerligen inneburit att bolaget gått i konkurs.

Även industriföretaget Kvaerner hamnade i allvarliga problem för många år sedan. Även då företrädde Norsk Tillitsmann obligationsinvestörarna. Norsk Tillitsmann räknade ut att om bolaget hade gått i konkurs skulle investerarna ha fått tillbaka mindre än 10 procent av sin fordran. Kvaerner banker och Norsk Tillitsmann drev igenom ett upplägg som innebar att hälften av skulden gjordes om till förlagslån. Det lånet löpte till 0 procents ränta. Den andra hälften löpte under normala villkor.

– Kvaerner kom minst sagt tillbaka i matchen. Bolaget betalade av alla sina

Visste du att... den svenska obligationsmarknaden omfattar drygt 2 500 miljarder kronor... företagsobligationer står för endast 7 procent av det beloppet



skulder under loppet av en femårsperiod, säger Ragnar Sjoner.

När Norsk Tillitsmann lägger fram ett förslag för investerarkollektivet binder ett majoritetsbeslut även minoriteten. Samma upplägg kommer även att gälla på den svenska marknaden. I och med att Swedish Trustee tar fram standardiserade avtal kommer transaktionskostnaderna att minska.

– Ungefär 75 procent av ett avtal går att standardisera. De resterande 25 procentenheterna måste specialanpassas efter varje företags förutsättningar. I och med att marknaden kommer att växa kraftigt, innebär det att advokatbyråer som har den kompetensen kommer att få betydligt mer arbete än tidigare, säger Mikael Kubu.

Noterade bolag ger ut företagsobligationer

Mikael Kubu är övertygad om att marknaden för företagsobligationer kommer att växa kraftigt. Det är framför allt små och medelstora företag som kommer att finansiera sig via obligationsmarknaden. Trots namnet

”I Norge ökade handeln med high yield kraftigt efter att vi kom in på marknaden. Jag skulle bli mycket förvånad om inte även den svenska marknaden utvecklas enligt samma mönster.”

utgörs dock denna kategori inte av några småskuttar. De bolag som kan komma ifråga är de som är noterade på Stockholmsbörsen eller andra större bolag. Merparten av alla dessa bolag saknar rating och klassificeras då som ”high yield”.

– I Norge har vårt arbete bidragit till att utveckla och utvidga marknaden för high yield obligationer. Jag skulle bli mycket förvånad om inte även den svenska marknaden utvecklas enligt samma mönster, säger Ragnar Sjoner.

I Norge agerar Norsk Tillitsmann trustee för att olika sorters obligationer, från high yield till kommuners

obligationslån. Även om risken att en norsk kommun ska få allvarliga ekonomiska problem är låg, bistår Norsk Tillitsmann med standardiserade avtal samt svarar på investerarnas frågor om klausuler och avkastningsberäkningar.

Samarbete med potential

Dialogen mellan Norsk Tillitsmann och Stiftelsen Ackordscentralen om att starta ett gemensamt bolag inleddes i våras. I januari gick parterna ut med information om det gemensamma bolaget skulle starta. ►

Swedish Trustee

Swedish Trustee AB ägs till 51 procent av Norsk Tillitsmann ASA och till 49 procent av Stiftelsen Ackordscentralen. Bolaget får ett eget kapital på 18 Mkr. Bolagets syfte är att ta tillvara obligationsinvesteringarnas intresen och skapa en likvid marknad för svenska företagsobligationer.

... i snitt uppgår de årliga emissionerna till 30 miljarder kronor... de 10 största företagen som ger ut företagsobligationer står för cirka 70 procent av marknaden



► – Vi och Ackordscentralen passar som hand i handske för varandra. Ackordscentralen har lång erfarenhet av att hantera många fordringsägare och har djup kunskap om hur man sköter obeståndsfrågor.

– Dessutom har Ackordscentralen mycket goda kontakter med myndigheter och inom näringslivet.

Enligt Mikael Kubu var beslutet att samarbeta med Norsk Tillitsmann enkelt.

– Verksamheten faller inom ramen för Stiftelsens stadgar som bland annat föreskriver att Stiftelsen Ackordscentralen skall ”främja sådana förändringsprocesser inom näringsliv och förvaltning som syftar till att skapa och vidmakthålla effektiva och lönsamma företag.

Investorerare som går genom Swedish Trustee överläter sina rättigheter till bolaget som i sin tur företräder investerarna. Därför är det viktigt att Swedish Trustee är väl kapitaliserat, vilket bolaget är med ett eget kapital på 18 miljoner. Swedish Trustee har även de försäkringar som krävs. Genom Norsk Tillitsmann får Swedish Trustee även tillgång till IT-systemet Stamdata, som är en effektiv kommunikationskanal till investerarna.

Till en början ska Swedish Trustee sitta i Ackordscentralens lokaler i Stockholm. Nu pågår arbetet med att rekrytera medarbetare. Och om utvecklingen går lika snabbt som i Norge kommer dagens lokaler snart att vara för små.

Emittentens kreditvärdighet

Marknaden för företagsobligationer delas upp i två delar efter kreditvärdighet.

1. Investment grade omfattar emittenter/ instrument som har ett kreditbetyg som uppgår till BBB eller högre. Företag ansöker hos ett ratingföretag om att få betyg, vilket i genomsnitt kostar 2 miljoner kronor.
2. High yield, eller högavkastande obligationer, är ett samlingsnamn på obligationer som har lägre kreditbetyg än BBB eller som helt saknar betyg. Bolag som ger ut sådana obligationer måste erbjuda en högre ränta för att få investerare.

REKONSTRUKTIONSFRÅGOR I PRAKTIKEN



Under denna rubrik behandlar vi olika former av problem som uppstår i företagsrekonstruktioner. Dessa är av den karaktären att de inte är reglerade i lagstiftningen eller i vart fall inte på ett fullständigt sätt. Syftet är att få till stånd en debatt och undertecknad tar därför gärna emot synpunkter och debattinlägg. Återkommer i nästa utgåva.

Hans Öden,
Knowledge Manager, Jurist
08-670 44 15, 070-560 67 40
hans.oden@ackordscentralen.se

Den svenska företagsobligationsmarknaden

Referat av en studie genomförd hösten 2011 av Daniel Barr, Riksgälden, på initiativ av Svenskt Näringsliv. Studiens syfte är att kartlägga företagsobligationsmarknaden i Sverige, identifiera eventuella hinder för denna marknad och föreslå åtgärder som kan vidtas för att förbättra marknaden ur emittenternas perspektiv. Studien i sin helhet finns att ladda ner på Ackordscentralens hemsida. www.ackordscentralen.se

Marknadsbeskrivning

Handeln med räntebärande instrument är en central del av den finansiella marknaden. Den möjliggör långsiktig finansiering för företagen, bostadsinstituten och staten. För placera till en lägre risk än på aktie marknaden.

Marknaden för de icke-finansiella företagens skuldinstrument kan delas in i olika segment utifrån värdepappers och emittentens egenskaper:

Instrumentets löptid

Instrumentets valuta

Emittentens kreditvärdighet samt

Instrumentets nominella belopp

De olika segmenten har olika egenskaper vad avser marknadens organisation, aktörer, handel, dokumentation etc.

Instrumentets löptid

Värdepappersmarknaden för skuldinstrument delas traditionellt in i två olika delmarknader beroende på instrumentets löptid vid emissionstillfället, penningmarknaden och obligationsmarknaden. Instrumenten har olika egenskaper, har olika dokumentation och används i olika syften både av investerare och av emittenter.

Penningmarknaden

På penningmarknaden har instrumenten vid emissionstidpunkten en löptid understigande 1 år och de saknar kupongränta – avkastning ges istället i form av att instrumentet säljs till underkurs. Instrumenten på nämnda marknad är statsskuldväxlar,

bostadscertifikat och företagscertifikat. Företagscertifikat används främst för att hantera företagets kortsiktiga likviditetsbehov. Investerare är i stor utsträckning företag och banker, penningmarknadsfonder etc. som har kortsiktiga likviditetsöverskott.

Den totala certifikatmarknaden inklusive statsskuldväxelmaknaden i svenska kronor uppgick vid halvårsskiftet till ca 250 mdkr mätt i utestående volym – ungefär en tiondel av obligationsmarknaden. Företagen står för ca 70 mdkr, eller drygt en fjärdedel av denna marknad.¹

Obligationsmarknaden

På obligationsmarknaden har instrumenten en motsvarande löptid som överstiger ett år och är oftast ett kuponinstrument. Det används för längre finansiering t.ex. av företagets investeringar eller förvärv. Investerare är i stor utsträckning kapitalförvaltande institutioner i Sverige och utomlands.

Företagsobligationerna står endast för drygt 180 mdkr, eller ca sju procent av den totala marknaden. De årliga emissionerna varierar, men uppgår i genomsnitt till cirka 30 miljarder kronor årligen. Den utestående stocken företagsobligationer i svenska kronor har tredubblats de senaste 15 åren.

Andelen av den svenska obligationsmarknaden har dock varit relativt konstant.

¹ SCB:s finansmarknadsstatistik.

► Emittentens kreditvärdighet

Företagsobligationsmarknaden brukar delas upp i två delar beroende på kreditvärdighet, en marknad som omfattar emittenter/instrument med ett kreditbetyg som uppgår till BBB eller bättre. Detta segment brukar benämnas "investment grade". Övriga obligationer med lägre kreditrating eller utan kreditbetyg brukar benämnas högavkastande obligationer, eller "high yield"-obligationer, då dessa företag måste erbjuda en högre ränta för att kunna emittera sina papper.

Bakgrunden till uppdelningen av marknaden är att många investerare i sina reglementen ställer krav på att emittenterna ska ha en viss kreditvärdighet. De tillåts vanligen inte investera i papper med lägre kreditbetyg än motsvarande BBB, åtminstone inte i den ordinarie ränteportföljen. Ibland har investerarna ett separat mandat för mer riskfyllda obligationer med lägre kreditvärdighet.

"Investment grade" – marknaden

Företagsobligationsmarknaden i Sverige har traditionellt bestått av stora kända emittenter med "investment grade". Ofta är emissionerna av lite större volym i detta segment och dominerar fortfarande när det gäller utestående volym, men inte vad gäller antalet emittenter.

Traditionellt har de stora bankerna tagit hand om emissionerna i detta segment, ofta genom att bilda syndikat med 2-5 inblandade banker där man delat emissionsbeloppet mellan sig.

"High yield" – marknaden

Det är endast ett mindre antal svenska företag som kategoriseras som "investment grade". Majoriteten av alla börsföretag skulle sannolikt inte kvalificera sig i denna kategori. Företag med lägre kreditvärdighet än motsvarande BBB har emellertid över tid och i ökad utsträckning tagit sig in på den svenska företagsobligationsmarknaden. Detta marknadssegment dominerar sett till antalet emittenter, men inte till volymen.

Den fasta kostnaden för en emission är trots det relativt hög. Det innebär att en emission behöver vara av en viss storlek på den svenska marknaden, de minsta emissionsbeloppen ligger på 250-500 miljoner kronor.

Instrumentets nominella belopp

Den största delen av företagets emissioner är inriktade på större placerare. Det finns emellertid en handfull företag som valt att emittera obligationer med små nominella belopp med tydlig inriktning emot privata investerare. Dessa obligationer handlas över börs. Detta segment är emellertid mycket litet. I den mån privata investerare är exponerade mot företagsobligationer är det främst via fonder eller via sitt pensionssparande.

Internationell jämförelse

För Sveriges del överdrivs företagssektorns banklån i Eurostats statistik då bostadsrättsföreningar inkluderas (de har ca 1200 mdkr i banklån). Rensar man för detta ligger Sverige relativt bra

till ur ett europeiskt perspektiv, före Norge och Danmark och på samma nivå som Finland men efter Frankrike.

I Sverige dominerar "investment grade"-marknaden medan "high yield"-marknaden är relativt outvecklad. I Norge är det tvärt om. Under senare år har det utvecklats en livaktig "high yield"-marknad inriktad mot de kapitalintensiva olje-, off shore och varvsindustrierna. De samlade emissionerna i denna marknad de senaste fem åren uppgår till motsvarande 20 miljarder dollar.

Tre fjärdedelar av dessa obligationer köps av internationella investerare.

I Norge finns i vissa avseende en bättre fungerande infrastruktur där ett av banker, livförsäkringsbolag och värdepappersföretag ägt bolag – Norsk Tillitsmann – agerar som en aktiv företrädare för obligationsinnehavarna samt med standardisering av lånedokumentation. Sälunda finns i Norge standardkontrakt för såväl "investment grade"-marknaden som för "high-yield-marknaden".

Norsk Tillitsmann tillhandahåller även en hemsida där man enkelt hittar prospekt och dokumentation för alla lån.

Marknadens organisation

Primärmarknaden

På företagsobligationsmarknaden agerar oftast emissionsinstitutet som mäklare. Innan emissionen kontakter ofta mäklare potentiella investerare

² SCB:s finansmarknadsstatistik.

Prenumerera på
Ackordscentralen nyheter
Sänd din e-postadress till
info@ackordscentralen.se

och frågar om man är intresserad att delta i emissionen och till volym givet ungefärligt pris och fastställda villkor. Större delen av beloppet har vanligen "placerats" innan man annonserar emissionen publikt.

Emissionskostnader

Det emitterande institutet tar betalt genom en avgift från emittenten som ersättning, ofta en procentuell andel av det emitterade beloppet. Avgifterna skiljer sig kraftigt åt mellan "investment grade" och "high yield"-marknaden. Därutöver tar instituten betalt genom att ta en spread vid emissionen.

Sekundärmarknaden

Företagsobligationer är i Sverige en investering som sällan omsätts i onödan. Omsättningen är låg och någon egentlig tradingverksamhet som på bostads- och statspappersmarknaden finns inte.

Obligationshandeln i Sverige är till dominerande del en telefonmarknad. På företagsobligationssidan finns inga auktoriserade återförsäljare som har kontraktuell skyldighet att ställa priser. Det görs dock delvis på frivillig väg av bankerna.

Företagsobligationsmarknaden är en blandning av en mäklarmarknad, där det mäklande institutet förmedlar en post mellan köpare och säljare, och en marknadsgarantmarknad, där marknadsgaranten tar in instrumenten i eget lager innan det eventuellt säljs vidare.

Effekter av framtida reglering

Flera regleringsförändringar på EU-nivån kommer att få relativ stor effekt på företagsobligationsmarknaden.

Basel III

I de nya Baselreglerna blir kapitalkravet högre för bankerna. Det innebär högre kapitalkostnad för banker att ge banklån i egen balansräkning, vilket direkt får till effekt att det blir relativt sett mer attraktivt för företagen att använda sig av företagsobligationsmarknaden. Reglerna, som kommer att införas gradvis under perioden 2013-2019, kan innebära högre räntor på banklån och lägre kreditutbud från bankerna och en ökad aktivitet på företagsobligationsmarknaden. Effekterna kan komma tidigare än 2013 då bankerna redan har börjat förbereda sig för den nya regleringsregimen.

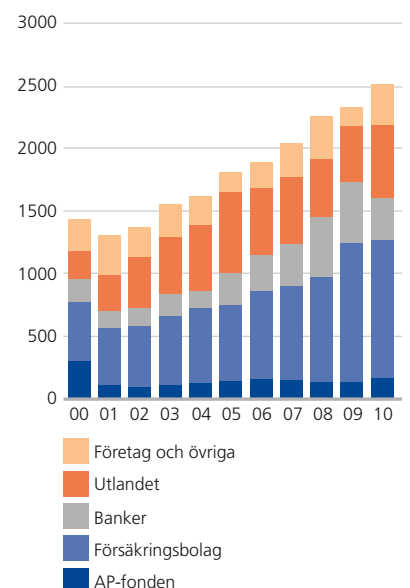
Solvens II

Regelförändringar som påverkar försäkringsföretagen vilja och förmåga att placera i olika tillgångsslag påverkar även företagsobligationsmarknaden. De nya solvenskapitalkraven (Solvens II) kommer att ge försäkringsföretagen starka incitament att bättre löptidsmatcha skulder och tillgångar. Det innebär en högre efterfrågan på längre obligationer, inklusive företagsobligationer. Solvens II-reglerna kommer sannolikt att införas från 1 januari 2014.

Förslag för en bättre fungerande marknad

I Daniel Barrs studie återfinns en bruttolista som aktörerna på marknaden för företagsobligationer, enskilt eller tillsammans skulle kunna initiera i syfte att få en bättre fungerande marknad. Ta del av studien på Ackordscentralens hemsida. www.ackordscentralen.se

PLACERARE PÅ OBLIGATIONSMARKNADEN
(Miljarder kronor)





DANIELS SACHS, VD FÖR PROVENTUS

Institutionerna bör öka sin kunskap

Den svenska företagsobligationsmarknaden fungerar dåligt. Swedish Trustee är ett steg på vägen mot bättre fungerande marknad. Men fler delar måste på plats för att marknaden ska frodas, enligt Daniels Sachs, vd för Proventus.

Sedan investeringsbolaget Proventus startade har företaget sökt sig till outvecklade marknader. På 70-talet var bolaget aktivt på aktiemarknaden, en marknad som då var hårt reglerad och föga transparent.

– I takt med att aktiemarknaden avreglerades ändrades inriktningen. Under 80- och 90-talet koncentrerade vi oss på att investera i bolag med förändringsbehov. Många företag var ineffektiva och det fanns stora behov, säger Daniel Sachs.

Sedan 2005 befinner sig Proventus i sin tredje fas: att erbjuda lån till medelstora företag i norra Europa samt investera i företagsobligationer.

– Den svenska företagsobligationsmarknaden fungerar bra för de riktigt stora företagen, men inte för mindre företag. I takt med att bankerna behöver minska sina balansräkningar blir behovet av en utvecklad företagsobli-

gationsmarknad ännu större framöver, säger Daniel Sachs.

Anledningen till det är bland annat att nya regelverk medför att tillgången på bankfinansiering kommer att minska samtidigt som den sortens finansiering blir dyrare.

– Även framöver kommer aktiemarknaden att ha en viktig roll för företagsfinansiering, även om regleringar och demografi kommer att påverka även tillgången till eget kapital. Den största potentialen finns i en utveckling av företagsobligationsmarknaden, säger Daniel Sachs.

Att marknaden fungerar dåligt beror främst på tre faktorer, enligt Daniel Sachs: Brister i transparens och likviditet, legala aspekter samt att många placerare inte kan investera i företagsobligationer. Transparens och likviditet hämmas bland annat av att det saknas handelsstatistik. Det går varken att se hur stora volymer före-

tagsobligationer som har handlats eller till vilka priser. Därför går det inte heller att konstruera bra index för företagsobligationer.

– Allt detta påverkar likviditeten negativt. Men transparensen kommer att bli bättre framöver, antingen via ny reglering eller att banker och andra aktörer självmant väljer att skapa en transparent marknad.

När det gäller legala hinder utgör till exempel det omfattande prospektet, ibland på flera hundra sidor, en näst intill ogenomtränglig massa för de oinvidiga. Här efterlyser Daniel Sachs mer standardisering, till exempel vad gäller obligationsinnehavarnas rättigheter.

– Även en utvecklad trusteefunktion kommer att fylla en viktig funktion i och med att bolag som Swedish Trustee bevakar investerarnas intressen.

Daniel Sachs efterlyser även en ökad självreglering på obligationsmarknaden, ungefär som Aktiemarknadsnämnden eller Kollegiet för svensk bolagsstyrning fungerar på aktiemarknaden.

Den tredje punkten som hämmar marknaden för företagsobligationer handlar om behovet av utveckling på placerarsidan.

– Institutioner är vana att handla med aktier och statsobligationer, men när det gäller företagsobligationer finns inte samma erfarenhet och kunskap. Institutioner bör ha ett starkt egenintresse av att öka sin kunskap inom detta område och se över sina placeringspolicies.

Nu händer det mycket – överallt

Det har länge talats om behovet av en vitaliserad obligationsmarknad i Sverige men tyvärr hänt väldigt lite. Nu verkar det som om vi plötsligt drabbats av den så kallade "ketchup-effekten". Nu händer det mycket – överallt.



ADVOKAT ANDRÉ ANDERSSON, PARTNER, HEAD OF BANKING&FINANCE GROUP MANNHEIMER SWARTLING

Medelstora företag och fastighetsbolag börjar intressera sig för obligationer som en alternativ finansieringsform. Bankerna satsar på att bygga upp särskilda team som kan strukturera och arrangera obligationsemissioner för nya typer av emittenter. Pensionsfonder, stiftelser och andra kapitalplacerare avsätter resurser för investeringar i denna typ av värdepapper.

Detta är en utmaning för rådgivare och andra aktörer i kapitalmarknaden. För att marknaden ska kunna utvecklas krävs det kunniga och kreativa rådgivare. Det krävs också oberoende företrädare för obligationsinnehavarna. Ackordscentralens samarbete med Norsk Tillitsmann är i ljuset av detta en mycket spännande satsning. Swedish Trustee kommer som en ny aktör på den svenska marknaden att från sina två "föräldrar" få tillgång till mycket värdefulla erfarenheter, såväl av löpande administration av obligationsprogram som av de frågor som uppkommer i ett obestånd eller en rekonstruktion.

Men vad krävs det för att vi verkligen ska få en vitaliserad obligationsmarknad? En hel del! Och ännu är vi inte där.

De nya emittenterna måste förstå hur en strukturerad obligation fungerar och vad som skiljer den från ett banklån. En obligation innehåller typiskt sett mindre begränsningar än ett banklån. Å andra sidan så är det svårare att ändra på villkoren och få ett

medgivande till avvikelser från villkoren när en obligation väl är utgiven. Det är också svårare, och som regel dyrare, att amortera eller förtidsbetala en obligation än ett banklån.

Obligationsvillkoren behöver också utvecklas på den svenska marknaden. Förutom införandet av bestämmelser om obligationsinnehavarmöte och majoritetsbeslut av obligationsinnehavarna har det hänt väldigt lite med villkoren i modern tid. De villkor som används för osäkrade obligationer utgivna av stora börsnoterade företag fungerar relativt bra för sitt ändamål. Den stora utmaningen blir att utveckla villkor som på ett lämpligt sätt hantear emittenter med en kreditvärdighet som inte är lika hög och emittenter som inte själva är börsnoterade.

För att åstadkomma ett lämpligt skydd för obligationsinnehavarna i dessa fall kan villkoren behöva innehålla åtaganden av olika slag avseende emittentens verksamhet, finansiella nyckeltal, en utökad informationskyldighet, osv. Emittenten kan också behöva ställa säkerhet över fastigheter, aktier i dotterbolag och andra tillgångar. För dessa typer av strukturerade obligationer fyller en oberoende företrädare en vital roll. Företrädaren kan, för obligationsinnehavarnas räkning, hålla eventuell säkerhet och följa upp efterlevnaden av finansiella nyckeltal och andra åtaganden.

När vi väl kommit så här långt så måste investerarna analysera och prissätta kreditrisken på dessa nya

emittenter. I denna process måste investerarna också väga in de strukturerade aspekterna av obligationerna. Det finns investerare som är vana att investera i osäkrade obligationer med hög risk, för vilka de förväntar sig en ränta på 12-15 %. Om inte strukturerade obligationer med en lägre kreditrisk prissätts lägre än denna typ av obligationer så tror jag tyvärr inte att vi kommer att se så mycket utveckling av den svenska obligationsmarknaden.

Slutligen så har vi frågan om likviditeten. Även om emittenterna och investerarna hittar varandra vad gäller prissättningen på obligationerna så är det ett notoriskt faktum att den svenska obligationsmarknaden inte är särskilt likvid. Om man vill investera i en obligation så måste man i princip vara beredd att hålla den till förfall, eftersom man inte kan veta säkert att man kan sälja den i en fungerande marknad. Detta är inget problem för många investerare, men för andra är det tyvärr omöjligt att investera i en finansiell tillgång som man inte med lätthet kan avyttra. Detta är kanske den svåraste frågan att lösa, eftersom den kräver en samverkan av så många aktörer med delvis motstridiga intressen.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att vi nu – äntligen – är på god väg att utveckla den svenska obligationsmarknaden. Flera steg återstår, men vandringen har i alla fall påbörjats.

PROFILEN – PETER LINDBLAD

**Peter Lindblad**

Ordförande i Stiftelsen Ackordscentralen.

Bakgrund: År 1979 började Peter som civilekonom på Försäkringsbolaget Pensionsgaranti, och under 20 år verkade han som bolagets vd. Sedan ett år är Peter vd i Nordic Guarantee Försäkrings AB. År 1989 blev Peter styrelseledamot i Ackordscentralen, 1992 övertog han ordförandeposten i Ackordscentralen Stockholm och sedan 2006 är han Stiftelsen Ackordscentralens ordförande. Peter är även ledamot i styrelsen för Ericssons pensionsstiftelse.

Ålder: 60 år

Intressen: Privat fyller jag tiden med resor, mat och goda viner samt långlöpning i lagom blandning.

Du har arbetat med nytänkande länge. Vad inspirerar dig?

Jag har ägnat i stort sett hela mitt yrkesliv åt kreditbedömning och kapitalförvaltning. Att på nära håll följa utvecklingen inom svenskt näringsliv både i upp- och nedgång har varit oerhört stimulerande. Under tiden som vd i Pensionsgaranti var även pensionsfrågor ett centralt område. För den oinvidige låter det kanske inte så spännande, men faktum är att pensioner rymmer många intressanta frågeställningar. Den pensionslösning som vi på AC erbjuder våra anställda är ett exempel på nytänkande som ger fördelar både för de anställda och företaget.

Hur började samarbetet med Norsk Tillitsmann?

Norge har en livlig handel med företagsobligationer, där Norsk Tillitsmann (Norwegian Trustee) varit verksamma sedan början av

1990-talet. De såg utvecklingen här och ville starta en motsvarighet för den svenska marknaden. Genom att starta Swedish Trustee ihop, kan vi dra nytta av deras erfarenhet, kompetens och befintliga informationssystem. Vi i vår tur är, som oberoende stiftelse, en lämplig partner för dem. Vi har förutom erfarenhet och kompetens både långsiktighet och en stor kontaktyta i det svenska näringslivet. För oss innebär det att vi kan utveckla de kontakterna ytterligare, och verksamheten passar oss väl. I våra stadgar står att "...vi ska främja förändringsprocesser inom näringsliv och förvaltning som syftar till att skapa och vidmakthålla effektiva och lönsamma företag...".

Vad tillför Swedish Trustee den svenska företagsobligationshandeln?

Vi ska ta samma roll som Norsk Tillitsmann har i Norge. Vi vill skapa en trygg, likvid och livfull marknadsplats, med standardiserade låneavtal. Efter som funktionen har saknats i Sverige tidigare och den svenska marknaden är större än i Norge, tror vi att företagsobligationshandeln på sikt kommer att växa sig större i Sverige än i Norge.

Hur ser den närmaste framtiden ut?

Rekryteringen av en VD är påbörjad och vi ska igång så fort som möjligt. Vissa delar är på plats medan andra behöver anpassas efter svenska förhållanden. Till en början kommer Swedish Trustee dela lokaler med Ackordscentralen i Stockholm, även om det drivs separat.

Din personliga syn på Swedish Trustee?

Detta ligger mig varmt om hjärtat. Med Swedish Trustee kan vi ta rollen som katalysator och göra en god sak för svenska företag – inte minst för de medelstora. Det har mycket stora förutsättningar att bli framgångsrikt – jag ser att vi har en intressant utveckling framför oss. För Ackordscentralen innebär Swedish Trustee en breddning av verksamheten som öppnar nya möjligheter.

**Borås**

Yxhammarsgatan 27,
503 31 Borås
033-22 28 50, fax: 033-22 28 55
acboras@ackordscentralen.se

Falun

Åsgatan 41,
791 71 Falun
023-125 20 / 070-584 71 15
anders.martens@ackordscentralen.se

Göteborg

Box 2525
Besöksadress: Västra Hamngatan 14,
403 17 Göteborg
031-10 54 50, fax: 031-711 10 03
acgbg@ackordscentralen.se

Lund

Fjellievägen 5,
227 36 Lund
046-33 34 80, fax: 046- 33 34 81
aclund@ackordscentralen.se

Malmö

Hjälmaregatan 3,
211 18 Malmö
040-741 85, fax: 040-23 19 49
acmalmo@ackordscentralen.se

Stockholm

Strandvägen 35,
114 56 Stockholm
08-670 44 00, fax: 08-670 44 99
info@ackordscentralen.se

Umeå

Box 4066
Besöksadress: Västra Esplanaden 2,
904 03 Umeå
090-70 62 00, fax: 090-17 87 60
acnorrland@ackordscentralen.se

Prenumerera på
Ackordscentralen nyheter
Sänd din e-postadress till
info@ackordscentralen.se