



Riksbanksstudie

Vägen till en bättre fungerande före- tagsobligations- marknad

NR 3 2021, 7 december

Innehållsförteckning

1	Företagsobligationsmarknaden behöver bättre motståndskraft	2
1.1	Coronapandemins utbrott belyste sårbarheter	2
1.2	Vissa åtgärder vidtagna och andra på gång	2
2	Viktig finansieringsmarknad för företagen	6
2.1	Företagsobligationer utgör en betydande andel av företagets finansiering	6
2.2	Få och stora emittenter på den svenska marknaden	7
2.3	Små emissioner och många emittenter utan kreditbetyg	8
3	Fonderna är de största investerarna	12
3.1	Svenska fonder äger en dryg tredjedel av volymen	12
3.2	Fondernas utformning skapar sårbarheter	13
3.3	Fonderna hade olika förutsättningar vid pandemins utbrott	15
4	Bankernas roll på marknaden	16
4.1	Bankerna hjälper företagen i emissionsprocessen	16
4.2	Rollen som prisställare och återförsäljare på andrahandsmarknaden	16
5	Avslutande kommentarer och möjliga åtgärdsförslag	19
5.1	Emittenter kan bidra till en mer fungerande marknad	19
5.2	Investerare har en stor roll i att förbättra marknaden	20
5.3	Bankerna behövs också för att få till förändringar	21
	Referenser	23
	APPENDIX – Fonder som stängde tillfälligt i mars 2020	25

Riksbanksstudier

Riksbanksstudier innehåller artiklar med kvalificerade analyser och utredningar i relevanta frågor. Syftet är att bidra med kunskap och förståelse för frågeställningar som är aktuella för Riksbanken. Riksbanksstudier är tjänstemannapublikationer. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i de enskilda artiklarna är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Förord

Svenska företag finansierar idag sin verksamhet i allt större utsträckning på kapitalmarknaden genom att ge ut obligationer. Det har medfört att företagsobligationsmarknaden har vuxit kraftigt både i volym och i betydelse under det senaste decenniet. Företagsobligationer utgör nu i genomsnitt drygt en tredjedel av de svenska företagens totala lånefinansiering. För de största företagen är andelen betydligt högre än så. Den här utvecklingen har skett under förhållandevis gynnsamma marknadsförhållanden med hög efterfrågan från investerare, vilket har bidragit till att det ofta har varit förmånligare för många företag att ta upp obligationslån istället för banklån.

När coronapandemin bröt ut påverkades företagsobligationsmarknader runt om i världen mycket negativt av den osäkerhet som uppstod. Den svenska marknaden var inget undantag. Under en tid upphörde marknaden helt att fungera, vilket akut försämrade företagens möjligheter att finansiera sin verksamhet. För att hålla det allmänna ränteläget nere och bidra till en fungerande kreditförsörjning för svenska företag satte Riksbanken under våren 2020 in flera kraftfulla åtgärder, där köp av företagsobligationer var en av dessa.¹

Pandemins effekter på marknaden synliggjorde sårbarheter som funnits på företagsobligationsmarknaden under en längre period. Det handlar framför allt om bristande transparens och otillräcklig likviditet på andrahandsmarknaden. Därtill behöver även fondernas roll och agerande på marknaden beaktas, vilket är något som också diskuteras i internationella sammanhang. Bristerna i marknadens funktionssätt gör den känslig för störningar. Det är därför viktigt att försöka åtgärda de brister som finns för att den växande och allt viktigare marknaden för företagsobligationer i svenska kronor ska fungera väl.

Det är positivt att myndigheter såväl som privat sektor nu arbetar för att öka transparensen, förbättra likviditeten och öka standardiseringen i emissioner. Riksbanken har i sin finansiella stabilitetsrapport lyft fram olika åtgärder för att komma tillrätta med den bristande transparensen och otillräckliga likviditeten. Riksbanken har också, tillsammans med olika marknadsaktörer, deltagit i de rundabordsamtal som Finansinspektionen har arrangerat och stöttar det fortsatta arbetet på det här området. En fortsatt god samverkan mellan olika aktörer är viktig, inte minst för att nu genomföra de åtgärder som har presenterats så att marknadens funktion förbättras. När marknaden för företagsobligationer fungerar på ett bättre sätt blir också motståndskraften mot framtida störningar bättre, vilket är viktigt för att inte hota kreditförsörjningen till företagen.

Riksbankens direktion

¹ Riksbanken har erbjudit sig att köpa företagsobligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett nominellt belopp om 13 miljarder kronor fram till den 31 december 2021. Under första kvartalet 2022 kommer Riksbanken att köpa företagsobligationer för ytterligare 1 miljard kronor för att kompensera kommande förfall. Se Riksbankens samlingsida för köp av företagsobligationer: <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/penningpolitiska-instrument/kop-av-foretagsobligationer/>. Där återfinns också alla beslut som tagits inom ramen för köpprogrammet.

Sammanfattning

Rapporten har tagits fram av avdelningen för finansiell stabilitet under ledning av Olof Sandstedt.²

Företagsobligationer har vuxit fram som en viktig finansieringsform för svenska företag det senaste decenniet. Coronapandemins utbrott belyste att det finns strukturella brister och sårbarheter på den svenska företagsobligationsmarknaden som riskerar att förstärka en negativ utveckling vid finansiell oro. Det handlar framför allt om bristande transparens och otillräcklig likviditet. Dessa brister behöver åtgärdas för att öka motståndskraften och se till att marknaden fungerar väl, eftersom den är viktig för de svenska företagens finansiering.

I Riksbankens senaste stabilitetsrapporter lyftes ett antal förslag på hur man kan förbättra funktionssättet för den svenska företagsobligationsmarknaden. Dessa förslag handlar dels om att ställa högre krav på företagen som emitterar obligationer och på bankerna som bistår i emissionsprocessen och i deras roll som mellanhänder på marknaden, dels på fonderna i deras roll som stora investerare på marknaden. Syftet med den här Riksbanksstudien är att redogöra mer fördjupat för de förslag till åtgärder som presenterats i stabilitetsrapporterna, samt förklara bakgrunden till dessa och varför de kan bidra till att hantera vissa av de grundläggande problemen på marknaden.

² Tack till Anders Gånge, Mia Holmfeldt, Johanna Stenkula von Rosen, Sante Carbone, Martin Regnér, Vanessa Sternbeck Fryxell, Stephan Wollert, Heidi Elmér, David Forsman, Anders Nordborg, Ulf Stejmar, Jens Iversen, Tommy von Brömsen och Caroline Jungner för värdefulla synpunkter och hjälp med skrivandet av denna rapport. Tack också till kollegorna på Finansinspektionen som delat med sig av sina kunskaper. Tack även till Elizabeth Nilsson för värdefull hjälp med översättning av publikationen.

1 Företagsobligationsmarknaden behöver bättre motståndskraft

Företagsobligationer har vuxit fram som en viktig finansieringsform för svenska företag under framförallt det senaste decenniet.³ Denna utveckling har skett under gynnsamma förhållanden med till exempel en stark realekonomisk utveckling. Det låga ränteläget har också bidragit till att investerare har sett företagsobligationer som ett allt mer attraktivt investeringsalternativ när många andra räntebärande tillgångar har gett väldigt låg avkastning. Detta har gjort företagsobligationer till en relativt förmånlig finansieringsform för företagen.

1.1 Coronapandemins utbrott belyste sårbarheter

När coronapandemin bröt ut i mars 2020 ökade riskpremier på företagsobligationer kraftigt till följd av den osäkerhet och stress som rådde överlag på de finansiella marknaderna runt om i världen. Detta ledde till att många investerare ville sälja riskfyllda tillgångar. Samtidigt försämrades möjligheten att omsätta företagsobligationer på andrahandsmarknaden dramatiskt, eftersom få ville köpa. Bristfällig information om vilka avslutspriser företagsobligationerna handlade till på marknaden bidrog till att ett trettiootal fonder med innehav i svenska företagsobligationer behövde senarelägga handeln i fondandelarna (det vill säga tillfälligt stänga fonderna), eftersom fondandelarnas värde inte gick att beräkna på ett tillförlitligt sätt. Dessutom hade många fonder utflöden från andelsägarna som var betydligt större än normalt. Därmed skapades också ett säljtryck som var betydligt högre än vanligt på företagsobligationsmarknaden som ledde till att priserna föll kraftigt. Problemen som uppstod på marknaden ledde också till att det blev mycket dyrare och betydligt svårare för företagen att emittera nya obligationer.⁴

Även om det som hände under våren 2020 var en ytterst ovanlig situation belyser den att det finns strukturella brister och sårbarheter på den svenska företagsobligationsmarknaden som riskerar att förstärka en negativ utveckling vid finansiell oro. Det handlar framför allt om bristande transparens och otillräcklig likviditet även i tider utan stress. Dessa brister behöver åtgärdas för att öka motståndskraften och se till att marknaden fungerar väl, eftersom den är viktig för de svenska företagens finansiering.

1.2 Vissa åtgärder vidtagna och andra på gång

Finansinspektionen har hållit flera rundabordsamtal med företrädare för marknadens olika aktörer sedan pandemins utbrott. Det arbete som bedrivs inom detta forum syftar till att göra den svenska företagsobligationsmarknaden mer enhetlig och mindre

³ I denna Riksbanksstudie avser företagsobligationer genomgående obligationer utgivna av icke-finansiella företag.

⁴ Riksbanken har i ett flertal tidigare publikationer beskrivit mer i detalj vad som hände på marknaden vid pandemins utbrott. Se exempelvis Gustafsson och von Brömsen (2021), Sveriges Riksbank (2020a), (2020b), (2020c) och Wollert (2020).

fragmenterad genom att etablera en standard där de större emittenterna i hög grad genomför sina emissioner i form av så kallade benchmarks. Det innebär bland annat att större belopp lånas i varje enskild obligation istället för att emittera ett större antal mindre obligationer.⁵ Många andra obligationsmarknader har en sådan benchmarkstandard, exempelvis marknaden för säkerställda obligationer. Syftet med benchmarkemissioner är att koncentrera obligationshandeln till ett mer begränsat antal instrument och därmed få bättre likviditet i de enskilda obligationslånen, än man får i många små obligationslån. Det skulle kunna bidra till en bättre fungerande andrahandsmarknad och även göra det lättare att prissätta andra obligationslån genom en mer rättvisande och transparent prisbildning. Det kan observeras att när de svenska företagen emitterar obligationer på euromarknaden sker det i regel just i benchmarkformat (se vidare Tabell 1).

Redan före pandemins utbrott hade transparensen på företagsobligationsmarknaden försämrats sedan EU-regleringen i MiFID II/MiFIR trädde ikraft, tvärtemot ambitionen med regelverket.⁶ Detta blev särskilt tydligt under pandemins inledning när marknadsaktörerna hade svårt att hitta en tillförlitlig prisbild. Finansinspektionen gav under hösten 2020 i samband med det första rundabordssamtalet föreningen Svensk Värdepappersmarknad, som företräder banker och värdepappersbolag, i uppdrag att snabbt utreda hur man skulle kunna förbättra transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden.⁷ Det resulterade i en självreglering i form av en rekommendation på området, som började tillämpas den 1 juli 2021.⁸ Rekommendationen innebär i korthet att branschen ska publicera aggregerad information om transaktioner som genomförts på marknaden för svenska företagsobligationer (SE ISIN) i slutet av dagen. Informationen finns samlad hos en leverantör och är tillgänglig för allmänheten. Självregleringen gäller alltså utöver den publicering av transaktioner som ska göras enligt regleringen i MiFID II/MiFIR.

Likviditetsrisker för olika typer av fonder är en fråga som arbetas med både internationellt, till exempel i Rådet för finansiell stabilitet (FSB) respektive Europeiska systemrisknämnden (ESRB), och nationellt. I Sverige har Finansinspektionen anförut att fondbolagens likviditetshantering är en viktig nyckel för att stärka motståndskraften på den svenska företagsobligationsmarknaden.⁹ Finansinspektionen har därför uppmanat fondförvaltarna att under hösten 2021 göra en grundlig likviditetsanalys och vidta åtgärder om fondtillgångarnas likviditet inte motsvarar inlösenvillkoren. Finansinspektionen menar i sin tillsynsrapport att det kan bli nödvändigt för fondförvaltarna

⁵ Benämningen benchmark används redan idag för större obligationsemissioner, men det finns ingen enhetlig standard för vad detta innebär. Tanken med denna åtgärd är att etablera en mer officiell standard med minst två arrangörer (banker) och en volym om minst en miljard kronor.

⁶ Se Finansinspektionen (2019). MiFID II/MiFIR är Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (MiFID II) och Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (MiFIR).

⁷ Se nyheten "FI vill se ökad transparens på företagsobligationsmarknaden", september 2020, Finansinspektionen. <https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2020/fi-vill-se-okad-transparens-pa-foretagsobligationsmarknaden/>.

⁸ Se Svensk Värdepappersmarknad (2020).

⁹ Se debattartikeln "Obligationsmarknaden måste ha högre likviditet" i *Dagens Industri*, 2021-06-09.

att byta placeringsinriktning så att tillgångarna blir mer likvida, eller att anpassa fondens inlösen villkor.¹⁰ I samma rapport menar Finansinspektionen också att de flesta fondförvaltare dittills inte har gjort en tillräcklig analys av hur marknaden kan påverkas om många aktörer samtidigt vill sälja tillgångar av samma slag och att det är oklart i vilken utsträckning förvaltarna jämför fondernas likviditetsprofiler med de uttagskrav från andelsägare som kan uppkomma under stress.¹¹ I rapporten ger Finansinspektionen slutligen också några rekommendationer om hur förvaltarna kan förbättra sina stresstester och likviditetsriskhanteringen i allmänhet.

Det har förts internationella diskussioner om att fonder behöver fler verktyg för att kunna hantera sina likviditetsrisker, särskilt i tider av stress. I linje med dessa diskussioner gav regeringen Finansinspektionen via regleringsbrevet för 2021 i uppdrag att utreda behovet av fler sådana verktyg.¹² Som en följd av detta föreslår Finansinspektionen att ett antal verktyg ska införas och regleras i lagar och föreskrifter. Det handlar om avgifter för utspädningsskydd, inlösen spärrar med brytgränser och två typer av "swing pricing" som tar hänsyn till transaktionskostnader från nettoflöden i fonden genom att fondandelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpris kan justeras.¹³ Den ena formen av "swing pricing" (justerat försäljnings- och inlösenpris) bedöms dock redan vara tillåtet enligt lag och därmed tillgängligt för fonderna att börja använda efter ansökan hos Finansinspektionen om ändring av fondbestämmelserna. Det gäller även avgifter för utspädningsskydd. Finansinspektionen har konstaterat att värdepappersfonder får använda veckovis inlösen och föreslagit att fonder ska få vara öppna för handel mer sällan än vad som idag är tillåtet enligt svensk fondlagstiftning. Dessutom har Finansinspektionen föreslagit att fondförvaltare ska få använda uppsägningstider.¹⁴

Mot bakgrund av coronapandemin och turbulensen på företagsobligationsmarknaden har Fondbolagens förening tydliggjort att det saknades bra riskmått för att redovisa kreditrisken i räntefonderna. För att ge andelsägare i räntefonder (däribland fonder

¹⁰ Se Finansinspektionen (2021a).

¹¹ Finansinspektionen poängterar dock att merparten av de studerade stresstestanalyserna gjordes innan förvaltarna hade börjat tillämpa Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens (The European Securities and Markets Authority, ESMA) riktlinjer för stresstester och att de förutsätter att förvaltarna utvecklar bättre metoder och gränsvärden för sina stresstester i enlighet med riktlinjerna och kommer att följa upp detta i sin löpande tillsyn. Se även ESMA (2020b).

¹² Se exempelvis ESRB (2020), ESMA (2020a), IMF (2020) och IMF (2021).

¹³ **Swing pricing** innebär att antingen fondandelsvärdet eller försäljnings- och inlösenpriset på fondandelarna justeras upp eller ner beroende på nettoflöden i fonden. Om exempelvis fonden har stora utflöden så justeras priset ner, det vill säga andelsägarna får ut mindre vid uttag. Syftet är att omfördela kostnaderna för köp och försäljning av de underliggande tillgångarna till de andelsägare som orsakar nettoflödena och därmed kostnaderna, så att inte kvarvarande andelsägare behöver täcka dessa transaktionskostnader.

Inlösen spärrar är en form av senareläggning av inlösen, det vill säga en tillfällig stängning av handeln i fondandelar. Inlösen spärrar kan även göras med brytgränser vilket innebär att om den totala inlösenbegäran i en fond överstiger en viss brytgräns kan fondförvaltaren senarelägga inlösen av den överskjutande delen.

Avgifter för utspädningsskydd är avgifter som tas ut från investerare vid försäljning respektive inlösen av fondandelar. Det är för att kompensera för de transaktionskostnader som fonden drabbas av vid köp och försäljning av underliggande tillgångar som följer av teckning eller inlösen av fondandelar. I likhet med swing pricing är syftet att förhindra att transaktionskostnaderna drabbar befintliga eller kvarvarande andelsägare i fonden, det vill säga att förhindra utspädning av fondförmögenheten.

¹⁴ Se Finansinspektionen (2021b).

som investerar i företagsobligationer) bättre information om den av marknaden pris-satta kreditrisken, men även i viss mån likviditetsrisken, i fonderna har föreningen därför tagit fram en självreglering som börjat gälla under 2021.¹⁵ Självregleringen är obligatorisk för samtliga av föreningens medlemsbolag och innebär att de i sina års-rapporter och halvårsredogörelser ska redovisa ett nyckeltal som kallas spreadexpo-nering.¹⁶ De riskmått som brukar användas för fonder bygger på historisk standardav-vikelse, vilket placerade exempelvis företagsobligationsfonder i de lägsta riskklasserna före pandemins utbrott. De finansiella marknaderna hade nämligen haft en förhållan-devis stabil utveckling de senaste åren och därmed låg standardavvikelse. Därtill är priserna generellt trögrörliga på företagsobligationsmarknaden eftersom handelsvoly-merna ofta är små när marknaden är stabil. Det ledde troligen till att många andelsä-gare underskattade riskerna med att spara i företagsobligationsfonder före pande-mins utbrott. Som utvecklingen i mars 2020 visade kan även fondandelsvärdena i rän-tefonder, så som företagsobligationsfonder, falla kraftigt i vissa lägen.

Riksbankens förslag till åtgärder i stabilitetsrapporterna

I Riksbankens rapporter *Finansiell stabilitet 2021:1* och *Finansiell stabilitet 2021:2* lyf-tes ett antal förslag på hur man kan förbättra funktionssättet för den svenska före-tagsobligationsmarknaden. Dessa förslag handlar dels om att ställa högre krav på fö-retagen som emitterar obligationer och på bankerna som bistår i emissionsprocessen och i deras roll som mellanhänder på marknaden, dels på fonderna i deras roll som stora investerare på marknaden. I den här Riksbanksstudien redogörs mer fördjupat för de förslag till åtgärder som presenterats i stabilitetsrapporterna, samt förklarar bakgrunden till dem och varför de kan bidra till att hantera vissa av de grundläggande problemen på marknaden.

¹⁵ Se Fondbolagens förening (2021).

¹⁶ Spreadexponering visar hur stort värdefall det blir i en räntefond, mätt i procentenheter av fondens värde, om ränteskillnaden mellan fondens innehav och statsobligationer fördubblas.

2 Viktig finansieringsmarknad för företagen

Den svenska marknaden för företagsobligationer har få emittenter jämfört med antalet företag som har utestående banklån. En förhållandevis hög andel av obligationsvolymen saknar kreditbetyg och många av företagen som emitterat obligationer är fastighetsföretag. Det kan innebära en risk för den finansiella stabiliteten, eftersom störningar i fastighetssektorn kan sprida sig till andra sektorer via företagsobligationsmarknaden.

2.1 Företagsobligationer utgör en betydande andel av företagets finansiering

Företagsobligationer utgör drygt en tredjedel av den totala låneskuld som svenska företag har (se Diagram 1).¹⁷ Det är en ökning som innebär att många företag i allt högre utsträckning har blivit beroende av att marknaden för företagsobligationer fungerar väl. Om marknaden är turbulent när företagen ska refinansiera eller ta upp nya obligationslån kan det leda till att det blir betydligt dyrare att låna eller att företagen inte kan låna alls. I oktober i år motsvarade volymen företagsobligationer ungefär 1 400 miljarder svenska kronor varav strax under hälften emitterats i svenska kronor och resterade i utländsk valuta, framför allt i euro.

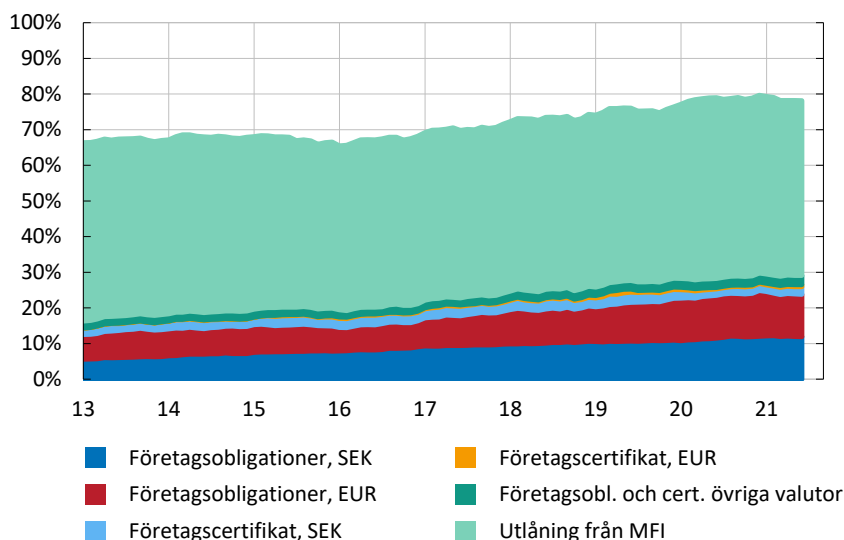
Ökningen beror bland annat på att företagen har velat diversifiera sin finansiering. Ett annat skäl är att det allmänt låga ränteläget har gjort det allt billigare för dem att emittera företagsobligationer. Det finns dock en stor variation mellan företag, där vissa har en låneskuld som nästan helt består av företagsobligationer medan andra inte alls finansierar sin verksamhet på marknaden. Dessutom har investerare i hög utsträckning efterfrågat företagsobligationer för att öka avkastningen på sina räntebärande placeringar, vilket i sin tur har lett till lägre räntor och lägre kreditspreadar för många företag.¹⁸

¹⁷ Svenska företag som inte har några lån omfattas inte av denna jämförelse.

¹⁸ Se Wollert (2020).

Diagram 1. Svenska icke-finansiella företags lånefinansiering som andel av BNP

Procent



Anm. Omfattar lån till icke-finansiella företag. Monetära finansinstitut (MFI) innefattar banker, bostadsinstitut, finansbolag, kommun- och företagsfinansierade institut, monetära värdepappersbolag och monetära investeringsfonder (penningmarknadsfonder). Koncernlån är exkluderade. Kvartalsdata avseende BNP har interpolerats linjärt. Avseende företagsobligationer och företagscertifikat omfattar kategorin övriga valutor bland annat amerikanska dollar.

Källa: SCB och Riksbanken

2.2 Få och stora emittenter på den svenska marknaden

Den svenska marknaden för företagsobligationer har få emittenter jämfört med antalet företag som har utestående banklån. De som ger ut obligationer är i huvudsak relativt stora företag och företag koncentrerade till vissa branscher, framför allt den kapitalintensiva fastighetsbranschen.

De största utgivarna står för en betydande del av volymen

Ett fåtal företag står för en relativt stor del av den svenska marknaden för företagsobligationer. I slutet av oktober i år hade ungefär 300 svenska företag utestående obligationer i svenska kronor. Av dessa stod de tio största utgivarna för knappt 30 procent av den utestående volymen. Detsamma gäller bland de svenska företag som emitterat företagsobligationer i euro, där de tio största utgivarna står för knappt 60 procent av den utestående volymen.¹⁹

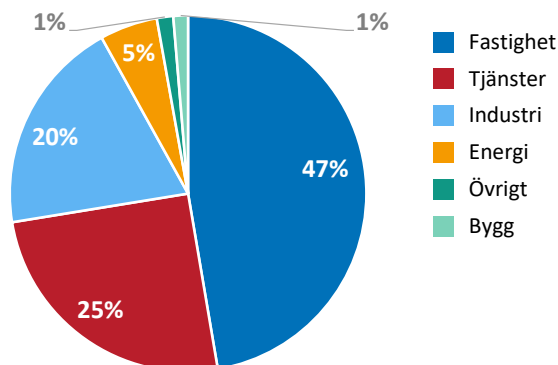
Utifrån ett branschperspektiv är fastighetsföretag den största kategorin emittenter av företagsobligationer i svenska kronor. I oktober i år stod de för cirka 50 procent av det totala utestående nominella beloppet medan tjänsteföretag stod för 25 procent (se

¹⁹ Flera av de svenska företagen som står för stora volymer i svenska kronor står även för stora volymer i euro. Det finns därmed en grupp företag som står för en stor andel av den totala volymen obligationer som emitterats av svenska företag i svenska kronor och i euro.

Diagram 2).²⁰ Eftersom fastighetsföretagen utgör en stor del av marknaden för företagsobligationer i Sverige innebär det att problem kan sprida sig från fastighetssektorn via obligationsmarknaden och påverka andra aktörer med koppling till marknaden.

Diagram 2. Andelar av utestående företagsobligationer utgivna av svenska företag i svenska kronor

Utgången av oktober 2021



Anm. Avser nominellt belopp.

Källa: Riksbanken och SCB

2.3 Små emissioner och många emittenter utan kreditbetyg

En stor del av svenska företags obligationsfinansiering i utländsk valuta utgörs av euro. När man tittar på hur strukturen i den svenska marknaden ser ut kan det därför vara relevant att dra vissa paralleller till euromarknaden.

Relativt små emissionsvolymerna är vanliga

Företagens strategi för hur ofta de ger ut obligationer och hur stora emissioner de väljer att göra varierar betydligt. Det kan delvis bero på företagets storlek, men också på vilka preferenser de har när det gäller löptider på obligationer och riskspridning, för att exempelvis minska refinansieringsrisker. Dessutom har investerare på obligationsmarknaden i svenska kronor respektive i euro olika preferenser. Det påverkar i sin tur företagens möjligheter att emittera i de olika marknaderna.

Som framgår av Tabell 1 har de företag som är aktiva på marknaden i svenska kronor och euro i genomsnitt ungefär samma antal utestående obligationer på respektive marknad. Det är dock betydligt färre företag som har emitterat på euromarknaden än på marknaden i svenska kronor. I tabellen framgår också att den genomsnittliga volymen på euromarknaden är betydligt större. Det beror till stor del på att investerare på

²⁰ En anledning att tjänsteföretag är vanligt förekommande på företagsobligationsmarknaden är att de ofta saknar säkerheter och att det därför är relativt enklare för dem att få ett obligationslån än ett banklån, eftersom banker i högre utsträckning kräver säkerheter för att bevilja lån. Att fastighetsföretag också lånar mycket via obligationsmarknaden kan förklaras av att de, trots att de har stor tillgång på säkerheter, har så stora lånebehov att en viss andel av lånen behöver tas utan säkerhet.

euromarknaden ställer högre minimikrav på emissionsvolym, vilket gör att det framför allt är större företag som har möjlighet att emittera där. De relativt små obligationsvolymerna på marknaden i svenska kronor kan därmed delvis förklaras av att det är mindre företag som är aktiva där och att svenska investerare efterfrågar relativt små lån.²¹ Till exempel efterfrågar svenska fonder ofta små lån, vilket kan förklaras av att de vill investera i takt med att det sker nya insättningar i fonden.

De bolag som emitterar både på den svenska marknaden och på euromarknaden väljer ofta att emittera flera små obligationer i svenska kronor och större emissioner på euromarknaden.^{22,23}

Tabell 1. Karakteristik för utestående företagsobligationer utgivna av svenska företag

Utgången av oktober 2021

	Marknaden i SEK	Marknaden i EUR
Antal företag som emitterat	302	71
Antal utestående obligationer	1 128	275
Genomsnitt - antal utestående obligationer per företag	3,7	3,9
Genomsnitt - nominellt belopp per utestående obligation, mkr	556	2 278

Anm. Det nominella beloppet är uttryckt i svenska kronor även för euro.

Källa: Riksbanken och SCB

Många av emittenterna saknar kreditbetyg

När investerare handlar på obligationsmarknaden behöver de alltid bedöma den kreditrisk som är kopplad till en viss emittent eller en viss obligation. Då kan ett kreditbetyg på emittenten eller obligationen underlätta, även om investeraren trots det förväntas göra sin egen analys.^{24,25}

Det varierar dock hur ofta enskilda obligationer har ett eget kreditbetyg och i vilken utsträckning det behövs. Till exempel är behovet många gånger större för obligationer utgivna av fastighetsföretag som har en stor andel säkerställd bankupplåning parallellt

²¹ Det genomsnittliga nominella beloppet per utestående obligation bland de tio största emittenterna på marknaden i svenska kronor var i oktober 570 miljoner kronor.

²² Små emissioner antas ofta ge lägre upplåningskostnader, men kan också innebära att omsättning och prissättning på andrahandsmarknaden blir svårare, vilket kan leda till sämre likviditet som i sin tur verkar åt det andra hållet. Såvitt känt finns det inga undersökningar av om stora eller små emissioner sammantaget ger lägst upplåningskostnad.

²³ Ungefär 10 procent av de svenska företagen som är aktiva på företagsobligationsmarknaden emitterar både i svenska kronor och i euro.

²⁴ Med kreditbetyg avses genomgående att det finns ett publikt kreditbetyg.

²⁵ Även om en emittent eller en obligation har ett visst kreditbetyg som normalt är förknippat med en viss kreditrisk och därmed kreditspread så kan marknaden prissätta obligationen högre eller lägre utifrån egna analyser. Valet att ha ett kreditbetyg kan trots det bidra till högre transparens kring emittenten eller obligationen, t.ex. om kreditrapporten som ges ut med kreditbetyget ger information som är relevant för investerarnas egna analyser.

med icke-säkerställda obligationer. Det beror på att sådana kan ha en högre kreditrisk, och därmed ett lägre kreditbetyg, än vad emittenten själv har.²⁶

Kreditbetyget visar om emittenten, obligationen eller båda tillhör kategorin "investment grade", som är den högre kreditbetygsklassen, eller "high yield", som är den lägre.²⁷ Sådan information är väsentlig och ibland nödvändig för investerare, eftersom de kan ha investeringsmandat som föreskriver att endast investering får ske i tillgångar som har kreditbetyg. Det kan också handla om begränsningar för hur mycket som får investeras i tillgångar som hör till någon av de två kategorierna. Oftast handlar det om att investerarna vill begränsa sin kreditrisk och därför endast tillåts köpa tillgångar i kategorin "investment grade".

Även om fler svenska företag har valt att skaffa ett kreditbetyg de senaste åren saknar fortfarande en relativt hög andel – drygt en fjärdedel – av den utestående volymen på den svenska marknaden ett kreditbetyg (se Diagram 2).²⁸ Det är en betydligt högre andel än på exempelvis euromarknaden där endast en liten andel saknar kreditbetyg.²⁹ En möjlig förklaring till det kan vara att det ofta blir för dyrt för de mindre emittenterna att ha ett kreditbetyg. En annan förklaring kan vara att det finns en efterfrågan på företagsobligationer utan kreditbetyg. Att så många emittenter på euromarknaden har kreditbetyg kan också bero på att det krävs för att ingå i olika index för företagsobligationer på euromarknaden. På grund av detta är det många investerare på euromarknaden som föredrar att köpa företagsobligationer som ingår i index.

²⁶ Det beror på att andra långgivare än de som investerat i obligationen kan ha lånat ut mot säkerhet, vilket innebär att de har en pant hos låntagaren. Det kan i sin tur leda till att de långivarna får högre prioritet än obligationsinvestorerna om emittenten går i konkurs. Ordningen i vilken fordringsägare får tillbaka pengar vid en konkurs regleras i enlighet med den förmånsrättsordning som framgår av förmånsrättslagen (1970:979).

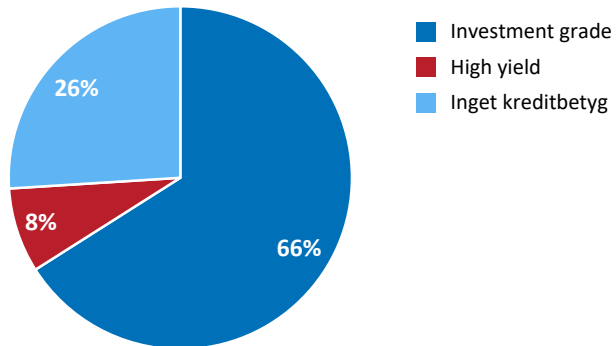
²⁷ Investment grade är kreditbetyg motsvarande BBB-/Baa3 eller högre. High yield utgörs av kreditbetyg motsvarande BB+/Ba1 eller lägre.

²⁸ Motsvarande ca 140 emittenter saknar kreditbetyg enligt samma data från Bloomberg.

²⁹ Vid utgången av augusti 2020 var andelen ca 8 procent. Se Wollert (2020). Nuvarande andel är på en likvärdig nivå enligt data från Dealogic.

Diagram 3. Fördelning av kreditbetyg för företagsobligationer utgivna av svenska företag i svenska kronor

Andelar av utestående volymer, oktober 2021



Anm. Avser kreditbetyg antingen för företaget eller för obligationen. I de fall det finns flera olika kreditbetyg har det lägsta valts.

Källa: Bloomberg

3 Fonderna är de största investerarna

Fonder är stora investerare på den svenska företagsobligationsmarknaden. De har därtill vissa egenskaper som gör dem sårbara och i förlängningen också riskerar att göra själva marknaden sårbar. Fonders agerande i ett stressat marknadsläge kan därmed leda till att andra investerare med innehav i företagsobligationer kan påverkas negativt i form av förluster och i sin tur att det blir dyrare för företagen som emitterar på marknaden. Fonder kan eventuellt även behöva sälja av andra tillgångar för att frigöra likviditet, vilket i sin tur kan leda till att problemen sprids till andra finansiella marknader. Fondernas utformning och agerande på företagsobligationsmarknaden påverkar därmed företagsobligationsmarknadens funktionssätt.

3.1 Svenska fonder äger en dryg tredjedel av volymen

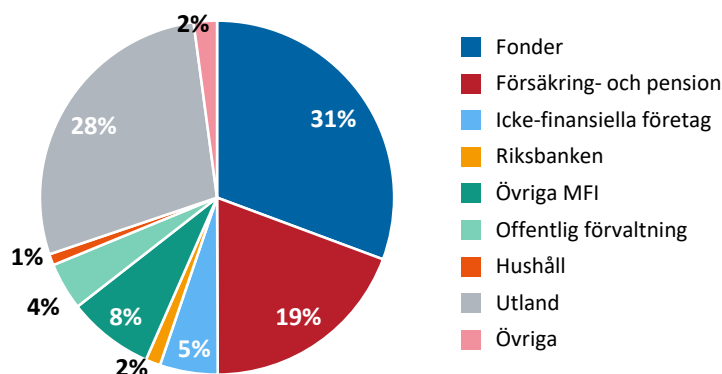
I Diagram 4 illustreras innehavare av företagsobligationer som givits ut av svenska företag i svenska kronor. Fonder som är registrerade i Sverige hade 31 procent av den utestående volymen i slutet av andra kvartalet 2021. Det ingår troligen även en stor andel utländska fonder i kategorin "utland", som hade 28 procent. Bland dessa ingår de fonder som svenska fondbolag i olika utsträckning har registrerade i utlandet, företrädesvis i Luxemburg. Den verkliga andelen företagsobligationer i svenska kronor som innehas av fonder i svenska fondbolag och därmed i hög grad har svenska andelsägare är därmed sannolikt större än vad diagrammet visar.

Hushållen är en stor andelsägargrupp i de fonder som investerar i företagsobligationer, eftersom hushållen ofta inte kan göra så stora enskilda placeringar som krävs för att nå de minimiinvesteringsbelopp som gäller när man köper obligationer direkt på marknaden.³⁰ Fonderna fyller därmed en viktig funktion genom att de ger fler typer av investerare tillgång till företagsobligationsmarknaden.

³⁰ Lägsta investeringsbelopp i en företagsobligation är vanligen 1 miljon kronor. Lägsta investeringsbelopp i en företagsobligationsfond är ofta 100 kronor.

Diagram 4. Innehavare av företagsobligationer utgivna i svenska kronor

Andelar av utestående volymer



Anm. Avser andelar av marknadsvärderade volymer vid utgången av andra kvartalet 2021. Total utestående volym är 628 miljarder kronor.

Källa: Riksbanken och SCB

3.2 Fondernas utformning skapar sårbarheter

Utöver sin betydande ägarandel på företagsobligationsmarknaden har fonderna vissa egenskaper som gör dem sårbara och i förlängningen också riskerar att göra själva företagsobligationsmarknaden sårbar.

Fonderna kan sägas vara flödesdrivna i sin handel med företagsobligationer. Fonderna köper nämligen obligationer när andelsägare köper andelar i fonden. Det beror på att fonderna vill vara nära fullinvesterade i förhållande till sin fondförmögenhet av avkastningsmässiga och potentiellt även andra skäl som till exempel på grund av hur investeringsmandaten är skrivna. På samma sätt kan fonderna också behöva sälja obligationer vid utflöde av kapital från fonden, det vill säga om andelsägare tar ut sitt kapital. Det gäller särskilt om utflödena är stora och inte kan täckas på andra sätt. Att fonderna är flödesdrivna innebär att de generellt sett har kontinuerliga men små placeringsbehov. Det är sannolikt en bidragande orsak till att företagsobligationer ofta emitteras i små volymer på den svenska marknaden.

First-mover advantage – snabbast ut vinner

I en nedåtgående marknad kan andelsägare gynnas av att sälja sina fondandelar i ett tidigt skede vilket kan vara till nackdel för andelsägare som säljer i ett senare skede. Det brukar kallas first-mover advantage och beror till exempel på olika typer av transaktionskostnader som kan drabba kvarvarande andelsägare om fonden behöver sälja tillgångar för att kunna täcka utflödet. Det finns därför incitament för andelsägare att snabbt sälja av sina fondandelar om de misstänker att tillgångarnas värde kommer att fortsätta falla och att andra andelsägare också kommer att vilja sälja. Det riskerar att förstärka ett redan högt säljtryck på underliggande marknader, så som företagsobligationsmarknaden, i ett stressat läge.

Fondernas likviditetstransformation kan skapa likviditetsrisker

Fonder som investerar en större del av sin fondförmögenhet i företagsobligationer erbjuder vanligen sina andelsägare dagliga möjligheter att ta ut sitt kapital. Men eftersom det inte är lätt att snabbt och till låg transaktionskostnad omsätta svenska företagsobligationer jämfört med många andra tillgångsslag skapar det en diskrepans mellan likviditeten på fondernas tillgångssida respektive skuldsidan. Det betyder att andelsägarna kan lösa in sina fondandelar dagligen, men det är inte lika lätt för fonderna att under kort tid sälja större volymer av företagsobligationer. Det är förstas extra svårt på en marknad där det i stressade lägen finns få köpare. På detta sätt bedriver dessa fonder så kallad likviditetstransformation. Det kan ge upphov till en likviditetsrisk, som innebär att fonderna inte kan möta andelsägarnas inlösenkrav. I situationer då denna risk är stor kan en eller flera fonder agera på ett sätt som skapar, förstärker eller för vidare stress till andra aktörer när de försöker hantera risken. Det handlar om att andra investerare med innehav i företagsobligationer kan påverkas negativt i form av förluster om fondernas aktivitet påverkar marknaden negativt. Det kan i sin tur göra att det blir svårare och dyrare för företagen som lånar genom att emittera på marknaden. Fonder kan även behöva sälja av andra tillgångar om de har det för att frigöra likviditet, vilket i sin tur kan sprida problemen till andra finansiella marknader.

De här likviditetsriskerna bland vissa räntefonder är inte bara ett svenskt fenomen. Det har även uppmärksammats som en sårbarhet på europeiska och internationella marknader. Europeiska centralbanken (ECB) menar att europeiska värdepappersfonder generellt har fortsatt att minska sina likviditetsbuffertar, särskilt sedan vaccinationerna mot covid-19 tog fart. Dessutom, menar ECB, har räntefonder som framför allt investerar i företagsobligationer fortfarande en förhållandevis låg andel likvida innehav i sina portföljer. Även FSB har på global nivå uppmärksammat likviditetstransformation bland vissa räntefonder som en sårbarhet.³¹

Svårt att täcka stora utflöden på en marknad med bristande likviditet

Eftersom företagsobligationsmarknaden kännetecknas av bristande likviditet kan fonderna alltså få svårt att täcka stora utflöden genom att sälja företagsobligationer. Normalt omsätts bara en mycket liten andel av de utestående volymerna varje dag (drygt 0,2 procent).³²

När fonder får nettoutflöden betyder det inte nödvändigtvis att de behöver täcka hela utflödet genom att sälja företagsobligationer. Fonderna har även en viss del kassa. Det förutsätter dock att kassan används. Schrimpf och medförfattare (2021) visar i en studie av räntefonder globalt att fonder med stor andel illikvida tillgångar sålde av tillgångar för att bygga upp sin kassa under de stora kursfallen och utflödena i mars 2020. I synnerhet handlar det om fonder som hade låg andel kassa innan pandemins

³¹ Se ECB (2021) och till exempel FSB (2017).

³² Det finns även andra mått på likviditet än enbart omsättningen. Några av dessa redogörs för och illustreras för den svenska företagsobligationsmarknaden i Finansinspektionen (2020). En sammantagen slutsats i rapporten är att marknaden kännetecknas av begränsad likviditet.

utbrott. Fonder som redan hade en hög andel kassa tenderade i större utsträckning att använda kassan snarare än att bygga upp den ytterligare.

3.3 Fonderna hade olika förutsättningar vid pandemins utbrott

Under mars 2020 valde flera svenska fondbolag att senarelägga handeln, det vill säga tillfälligt stänga, för några av sina fonder med innehav i svenska företagsobligationer. Som mest var ett trettiotal fonder tillfälligt stängda, vilket motsvarade drygt 120 miljarder kronor i förvaltade tillgångar. Samtliga fonder angav som skäl för stängningarna att det var en otillförlitlig prisbild på företagsobligationsmarknaden, och att de därmed inte kunde beräkna ett tillförlitligt fondandelsvärde. Det kan dock ha funnits ytterligare orsaker till stängningarna.

En jämförelse mellan de fonder som stängde tillfälligt och de som inte stängde under mars 2020 visar att fonderna som stängde i genomsnitt hade en lägre andel kassa och en lägre grad av diversifiering i sina innehav. De hade också i genomsnitt större utflöden än de som inte stängde. Denna jämförelse finns i *Appendix*.

Det kan vara värt att poängtera att tillfälliga stängningar är ett likviditetshanteringsverktyg som fonderna kan använda i undantagsfall och om det är motiverat av hänsyn till fondandelsägarnas intresse. Att många fonder stängde i mars 2020 kan ha bidragit till att den svenska företagsobligationsmarknaden inte drabbades av ännu större kursfall än den gjorde eftersom det lyfte bort ett visst omedelbart säljtryck från marknaden.

4 Bankernas roll på marknaden

I detta avsnitt beskrivs bankernas olika roller på företagsobligationsmarknaden, både vad gäller primärmarknaden och andrahandsmarknaden. På primärmarknaden hjälper bankerna låntagarna med allt från rådgivning till att praktiskt arrangera emissionerna. På andrahandsmarknaden agerar bankerna återförsäljare och ställer priser i obligationerna.

4.1 Bankerna hjälper företagen i emissionsprocessen

När ett företag ska emittera nya obligationer på primärmarknaden vänder de sig till en eller flera banker som hjälper företaget i de olika stegen i emissionsprocessen. Bankernas roll kan omfatta allt från rådgivning om finansieringsstrategi till att arrangera såväl obligationsprogram som en specifik emission. Nya låntagare på marknaden anlitar banker för att hjälpa till att ta fram prospekt och annan dokumentation, ofta i form av ett så kallat MTN-program.³³ Låntagare som redan är etablerade på marknaden och har fungerande MTN-program kan sedan utse banker som är med i respektive obligationsprogram för att rent praktiskt arrangera en specifik emission av obligationer. De banker som fått mandatet har då till uppgift att hjälpa företaget att bestämma en strategi kring marknadsföring, lämplig emissionsvolym och möjlig prisnivå för att sedan gå ut publikt på marknaden och placera obligationerna hos investerare.

Bankerna som arrangerar obligationsemissioner och handlar i företagsobligationer har normalt också andra affärer med företagen som ger ut obligationer. Det kan till exempel handla om att man förser företagen med olika typer av lånefaciliteter, exempelvis så kallade back-up faciliteter som företagen kan använda när de av olika skäl inte kan refinansiera på marknaden. För företag som har publika kreditbetyg så är ofta den typen av back-up faciliteter ett krav för att erhålla ett visst kreditbetyg.

4.2 Rollen som prisställare och återförsäljare på andrahandsmarknaden

Bankerna som har hjälpt företagen att emittera obligationerna åtar sig vanligen också att ställa priser i dessa på andrahandsmarknaden oavsett om det sker handel i obligationen eller inte. Priserna styrs antingen av vad deras kunder är beredda att betala, vad de själva är beredda att handla på, eller hur de bedömer att marknaden ligger för tillfället. Med tiden tillkommer sedan ofta ytterligare prisställare i form av andra banker och obligationsmäklare, om det finns kundintressen som gör det intressant för dem att medverka. På den svenska andrahandsmarknaden för företagsobligationer finns ett tiotal aktörer som ställer priser. Noterbart i det här sammanhanget är att den som

³³ MTN står för Medium Term Note. Det innebär att ett rambelopp sätts upp som emittenten kan emittera från löpande.

ställer priserna inte har någon skyldighet att själv köpa obligationerna till de aktuella priserna, utan det handlar framför allt om att mäkla affärer mellan olika investerare.³⁴ Prisställandet är också ett sätt för bankerna att bygga förtroende hos emittenterna och generera nya affärer på primärmarknaden.

FAKTA – Bankernas roll har varierat över tid

När den svenska kapitalmarknaden successivt växte fram under de senaste decennierna efter avregleringen i mitten av 1980-talet har det funnits olika emissionsmetoder. Generellt var emissionsvolymerna väldigt begränsade i början och nästan alla emissioner genomfördes som så kallade private placements riktade till en eller ett fåtal investerare. Bankerna som arrangerade emissionerna köpte då också in en del nyemitterade obligationer för att ha ett handelslager och kunna sälja vidare till investerare i ett senare skede. Detta skedde då genom att bankerna ingick ett så kallat underwriting-avtal med låntagaren.

Under senare decennier har större emissioner generellt genomförts som uppdrag på "best effort base", alltså att banken ger råd till låntagaren under hela emissionsprocessen och placerar obligationerna till "bästa möjliga villkor". Fördelen med denna typ av emissioner, som genomförs publikt, är att det då så skapas en mer transparent process eftersom prissättningen sker i en så kallad book-buildingprocess som investerarna kan följa.

En ren underwriting enligt äldre modell skulle sannolikt inte längre accepteras av marknaden eftersom den inte är transparent och emissionen riskerar därför att bli sämre placerad prismässigt på marknaden och handeln mer illikvid. Den svenska kapitalmarknaden har succesivt under de senaste 10 till 15 åren mer och mer anammat samma typ av emissionsprocess som euromarknaden, även om det fortfarande också görs väldigt många private placements i olika former.

Bankerna har inte ingått några formella återförsäljaravtal (så kallade market-maker avtal) med emittenter av företagsobligationer och bedriver således inte handel i företagsobligationer med tvingande åtaganden, varken på den svenska marknaden eller på andra marknader internationellt. På samma sätt som bankerna agerar i emissionsprocessen så sker alltså även handeln på andrahandsmarknaden enligt ett slags "best effort base". Regelrätt market-making skulle kräva att bankerna både kan och vill ta på sig risk på egen balansräkning i betydligt större omfattning än de gör idag.

När det gäller bankernas vilja att ta risker på balansräkningen så har utvecklingen snarare gått i motsatt riktning, i synnerhet efter att de skärpta internationella kapital- och likviditetsregelverken (Basel III) introducerades i spåren efter den globala finanskrisen 2008-2009. Syftet var att öka bankernas motståndskraft då de höll för lite kapital och likviditet tidigare. En konsekvens av de nya regelverken var emellertid också att bankernas handelslager blev mer kostsamma, eftersom de behövde hålla mer kapital och

³⁴ Banken eller bankerna som har hjälpt till med utgivningen av en obligation kan emellertid åta sig att understödja handel i denna obligation. Det blir i så fall en uppgörelse mellan utgivaren och banken eller bankerna.

likviditet än tidigare för sina innehav av företagsobligationer. Det blev därför mindre lönsamt för bankerna att hålla företagsobligationer på sin egen balansräkning. Bankernas handelslager är därför idag förhållandevis små och kan snabbt bli fulla i tider av stress.

5 Avslutande kommentarer och möjliga åtgärdsförslag

I detta avsnitt redogörs för möjliga åtgärder, riktade till emittenter, investerare och banker, för att förbättra den svenska företagsobligationsmarknaden och stärka dess motståndskraft. Det är viktigt eftersom den successivt har blivit en allt viktigare marknad, både ur finansierings- och investeringshänseende.

5.1 Emittenter kan bidra till en mer fungerande marknad

Företag som använder företagsobligationsmarknaden för sin finansiering kan bidra på olika sätt till att den fungerar bättre i termer av transparens och likviditet. Det kan till exempel handla om att öka graden av standardisering på obligationerna som ges ut och att emittenter bidrar till att förse marknaden med mer information om dem.

Att emittera större lån kan bidra till bättre likviditet

Ett sätt att förbättra likviditeten och transparensen på andrahandsmarknaden för företagsobligationer är att få större emittenter att ge ut färre men större obligationer i högre utsträckning. Finansinspektionen håller för närvarande på att, tillsammans med företrädare för flera marknadsaktörer, ta fram en standard för en svensk benchmarkobligation som ska bidra till just det. En sådan åtgärd ökar nämligen sannolikheten att varje enskild obligation omsätts oftare under sin löptid. Emittenten kan dra nytta av det genom att etablera en tydligare så kallad kreditkurva på marknaden och därigenom underlätta för investerare att bilda sig en uppfattning om prisbilden för emittentens obligationer.³⁵ Denna åtgärd kan dock bidra till att kostnaden för emittenten blir högre på kort sikt. Det kan å andra sidan kompenseras av lägre kostnader på lång sikt, ifall investerarna värdesätter en förbättrad likviditet.

Även om Finansinspektionens arbete med en standard i huvudsak riktar sig till större emittenter så kan det även komma små och medelstora emittenter till del om det innebär att marknaden för företagsobligationer får bättre transparens och likviditet.

Fler banker i emissionsprocessen kan leda till ökad handel i obligationen

Ett annat skäl till att etablera en standard för en svensk benchmarkobligation är att det involverar fler arrangörer (banker). Därmed ökar sannolikheten att fler olika investerare nås eftersom de olika bankerna kompletterar varandra. Fler deltagande banker kan också öka sannolikheten för att de fortsätter att handla i obligationen. Det skulle nämligen innebära att fler banker känner till låntagaren, och eftersom de blir

³⁵ En kreditkurva visar förhållandet mellan kreditspreaden och löptiden på emittentens obligationer. Vid normala marknadsförhållanden har kreditkurvan en positiv lutning, vilket innebär att kreditspreaden stiger i takt med att löptiden ökar.

involverade i emissionsprocessen blir det också lättare för dem att ställa priser i obligationen.

Fler kreditbetyg minskar transaktionskostnaden

Ett annat sätt att skapa ökad likviditet och bättre transparens är att en högre andel av företagsobligationerna har ett kreditbetyg. När fler emittenter och obligationer har ett kreditbetyg kan det till exempel minska skillnaden i vilken information som finns hos emittenten/arrangören respektive investerare på marknaden. Det kan i sin tur bidra till att minska transaktionskostnaden och risken som är förknippad med att investera i en företagsobligation.

5.2 Investerarare har en stor roll i att förbättra marknaden

Fonderna är stora investerare på företagsobligationsmarknaden. Samtidigt är de sårbara för stora uttag från andelsägarna. Denna sårbarhet innebär att de kan skapa eller förstärka stress på företagsobligationsmarknaden som också kan föras vidare till andra aktörer och andra marknader.

Fondernas information har inte speglat likviditetsriskerna

Efter turbulensen i mars 2020 när bland annat hushållen ville sälja sina andelar i företagsobligationsfonder har det diskuterats om hushållen kanske inte fullt ut hade förstått riskerna med fonder som investerar i företagsobligationer.³⁶ Det berodde delvis på att fondbolag i vissa fall inte marknadsförde fonderna på ett rättvisande sätt. Fonder med inriktning på företagsobligationer måste därför ge information till sina andelsägare som korrekt avspeglar de likviditetsrisker som finns. Fonderna måste göra det tydligt för andelsägarna att innehaven inte är likvida i alla marknadslägen och att de därmed inte alltid kan räkna med att det går att göra omedelbara uttag.

Det är därför bra att Finansinspektionen sedan turbulensen i mars 2020 uppmanat fondförvaltare att säkerställa att den information om likviditetsrisker som lämnas i fondfaktabladen är korrekt. Förvaltare av företagsobligationsfonder ska särskilt informera om hur likviditetsrisker kan påverka andelsägarens investering.³⁷

Därtill kan fondförvaltarna vidta ytterligare åtgärder. En sådan åtgärd är att redovisa nyckeltalet spreadexponering i så många tillgängliga format som möjligt. Det kan exempelvis handla om att publicera informationen på webbplatser och i fondfaktablad, inte bara i årsberättelser och halvårsredogörelser som medlemmar i Fondbolagens förening är skyldiga att göra. Det kan även finnas behov av att utveckla ytterligare riskmått som primärt tar hänsyn till likviditetsrisker.

³⁶ Se exempelvis Svenska Dagbladet 2020-04-11, "Fondkritik – sparare förstod inte riskerna".

³⁷ Finansinspektionen (2021a).

Att begränsa dagliga uttag kan bidra positivt

De allra flesta fonder som investerar i svenska företagsobligationer erbjuder fortfarande sina andelsägare möjligheten att göra uttag dagligen, trots att lagen medger lägre frekvens på handeln. Det beror delvis på att de plattformar, fondtorg, där fonderna säljs ofta kräver daglig handel för att värna konsumenternas rätt att få tillgång till sitt sparkapital. Men det måste samtidigt vägas mot de stabilitetsrisker som kraven kan bidra till. För att bättre spegla likviditeten i innehaven och därmed minska likviditetsrisken behöver möjligheten till dagliga uttag från fonder som investerar en stor andel i företagsobligationer begränsas. Fondtorgen behöver därför hjälpa till att möjliggöra en sådan anpassning genom att inte kräva dagliga uttag för att distribuera fonderna.

Viktigt att fonderna har god likviditetsberedskap

Fonder som investerar en stor andel av sin portfölj i företagsobligationer kan förbättra sin likviditetsberedskap genom att hålla en högre andel likvida medel i sina portföljer. Det skulle minska likviditetsrisken och därmed öka motståndskraften vid stora uttag.³⁸ Ett steg i rätt riktning är Finansinspektionens uppmaning till fondförvaltarna att under hösten 2021 göra en grundlig likviditetsanalys och vidta åtgärder om likviditeten på tillgångssidan inte motsvarar uttagsvillkoren.

Fondförvaltare kan också ansöka om ändrade fondbestämmelser för att kunna tillämpa något av de likviditetsverktyg som Finansinspektionen bedömt finns tillgängliga redan i dag, nämligen en viss form av swing pricing samt avgifter för utspädningskydd. Dessa verktyg kan hjälpa till att minska first-mover advantage och ge fondförvaltarna bättre förutsättningar att hantera stressade marknadslägen. Dessutom är det positivt att Finansinspektionen har föreslagit att man borde införa både fler likviditetsverktyg och möjligheten till uppsägningstider.³⁹

Slutligen behöver fondförvaltare säkerställa att de följer ESMA:s riktlinjer för stress-tester på ett korrekt sätt, så att de tar tillräcklig hänsyn till sin likviditetsprofil och de uttagskrav de kan möta i stressade marknadslägen.⁴⁰

5.3 Bankerna behövs också för att få till förändringar

Precis som emittenterna på marknaden behöver hjälpa till med förbättringar så behöver även bankerna som stödjer företagen i emissionsprocessen, och agerar återförsäljare av obligationer på marknaden, hjälpa till.

³⁸ Internationella valutafonden (IMF) lyfter i sin stabilitetsrapport, som tittar på mer global nivå, vikten av att utveckla ett ramverk för mer robust riskhantering vad gäller likviditetsrisker bland fonder, exempelvis vad gäller likviditetsbuffertar. Detta innefattar också att det måste finnas en bred verktygslåda för att bättre kunna hantera uttag från fondsparare, liksom att kunna identifiera dessa likviditetsrisker i ett tidigt skede. Dessa åtgärder menar man skulle öka det globala finansiella systemets motståndskraft. Se IMF (2020).

³⁹ Se Finansinspektionen (2021b).

⁴⁰ Se ESMA (2020b).

Banker kan påverka emittenterna

Vissa av de åtgärdsförslag som redogjordes för när det gäller emittenterna kan även bankerna bidra till att påverka. De kan exempelvis i sin rådgivning uppmuntra låntagare att införskaffa kreditbetyg och ta fram kreditbetyg även för obligationerna, inte bara för bolaget, i de fall det tillför bättre transparens. De kan också, i den mån det är möjligt, undvika att bidra till att det görs små så kallade riktade emissioner (private-placements) och i högre grad istället uppmuntra till att göra större emissioner och involvera fler arrangörer.

Banker kan bidra till ökad transparens på marknaden

Bankerna har en avgörande roll på marknaden, och det är därför viktigt att de också bidrar till ökad transparens. Detta kan de framför allt göra för de emissioner där de är inblandade, exempelvis genom att snabbt offentliggöra prisdata för obligationerna, även om dessa har sålts genom så kallade private-placements. Det är också viktigt att bankerna fortsätter att fullfölja den frivilliga rapporteringen enligt rekommendationen från Svensk Värdepappersmarknad. Via branschföreningen kan bankerna också arbeta konstruktivt och proaktivt för att marknaden ska utvecklas åt rätt håll, både när det gäller form och funktion. Det kan exempelvis handla om dokumentation, handel och emissionsprocesser.

Återförsäljaravtal kan ha positiva effekter men också nackdelar

Formella återförsäljaravtal mellan banker och emittenter skulle kunna introduceras i syfte att öka likviditeten på andrahandsmarknaden. Ett sådant avtal skulle i praktiken innebära att bankerna skulle få betalt av emittenterna för att vara mer aktiva på marknaden på liknande sätt som förekommer för till exempel säkerställda obligationer. Nackdelarna är dock att den tjänsten sannolikt är svår att sätta pris på, i synnerhet för obligationer med högre kreditrisk, och riskerar att fördyra företagens upplåningskostnader. Någon utveckling i den riktningen har man heller inte sett på de internationella kapitalmarknaderna.

Referenser

ECB (2021), *Financial Stability Review*. Maj 2021.

ESMA (2020), *Report on Recommendation of the European Systemic Risk Board (ESRB) on liquidity risk in investment funds*. ESMA34-39-1119, november 2020.

ESMA (2020b), *Riktlinjer för likviditetsstresstester i företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och alternativa investeringsfonder*. ESMA 34-39-897, juli 2020.

ESRB (2020), *Use of liquidity management tools by investment funds with exposures to less liquid assets*. Maj 2020.

Finansinspektionen (2021a), *Likviditetsriskhantering i fonder*. *FI-analys 22*, juni 2021.

Finansinspektionen (2021b), *Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder*. Dnr 21-3338, juni.

Finansinspektionen (2020), *Kan obligationsmarknaden dämpa kreditcykeln?* *FI-analys 23*, oktober 2020.

Finansinspektionen (2019), *Nya regler gav minskad transparens på de svenska obligationsmarknaderna*. *FI-tillsyn*, nr 15, oktober 2019.

Fondbolagens Förening (2021), *Spreadexponering – förbättrad riskinformation för räntefonder*. Juni 2021.

FSB (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. Januari 2017.

Gustafsson, P. & von Brömsen, T. (2021), "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 51-88, Sveriges riksbank.

IMF (2021), *Investment Funds and Financial Stability – Policy Considerations*. DP/2021/018. September 2021.

IMF (2020), *Global financial stability report – Bridge to Recovery*. Oktober 2020.

Schrimpf, A., Shim, I. & Shin, HS. (2021), *Liquidity management and asset sales by bond funds in the face of investor redemptions in March 2020*. *BIS Bulletin*, nr.39, mars 2021.

Svensk Värdepappersmarknad (2020), *Rekommendation om transparens på den svenska obligationsmarknaden*. November 2020.

Svenska Dagbladet 2020-04-11, "Fondkritik – sparare förstod inte riskerna".

Sveriges riksbank (2021), *Finansiell stabilitet 2021:2*. November 2020.

Referenser

Sveriges riksbank (2021), *Finansiell stabilitet 2021:1*. Maj 2020.

Sveriges riksbank (2020a), *Penningpolitisk rapport*. September 2020.

Sveriges riksbank (2020b), *Penningpolitisk rapport*. Juli 2020.

Sveriges riksbank (2020c), *Finansiell stabilitet 2020:1*. Maj 2020.

Wollert, S. (2020), *Svenska företagsobligationer under coronapandemin*. Staff memo. Sveriges riksbank, oktober 2020.

APPENDIX – Fonder som stängde tillfälligt i mars 2020

I detta appendix redogör vi för viss karakteristik för de trettiotal fonder med innehav i svenska företagsobligationer som tillfälligt stängde i mars 2020. Detta berodde på att stressen på företagsobligationsmarknaden medförde bristfällig information om avslutspriser och handlade volymer, vilket innebar att fondandelarnas värde inte gick att beräkna på ett tillförlitligt sätt.

Lägre andel kassa och lägre grad av diversifiering

Med hjälp av data från Morningstar har fonder som tillfälligt stängde i mars 2020 kunnat jämföras med fonder som inte stängde. Urvalet omfattar två kategorier av företagsobligationsfonder, *SEK Corporate Bond* och *SEK Flexible High Yield*.⁴¹ Jämförelsen görs för utgången av februari 2020, det vill säga hur det såg ut precis före pandemins utbrott. I Tabell 2 visas resultatet från denna jämförelse.⁴²

Tabell 2. Svenska företagsobligationsfonders portföljsammansättning, utgången av februari 2020

Andelar av portföljerna respektive antal

Stängde tillfälligt i mars 2020?	SEK Corporate Bond		SEK Flexible High Yield	
	Ja	Nej	Ja	Nej
Andel kassa, %	0	7	7	13
Andel företagsobligationer, %	83	74	82	77
Antal obligationer i portföljen, #	89	141	120	128

Anm. Avser ovägda medelvärden avrundade till närmaste heltal.

Källa: Morningstar

Det kan utifrån jämförelsen konstateras att fonderna som tillfälligt stängde under mars 2020 i genomsnitt (inte alla) som ingångsläge hade sämre likviditetsberedskap i

⁴¹ I kategorin SEK Corporate Bond ingår fonder som huvudsakligen investerar i företagspapper utgivna i svenska kronor med kreditbetyget Investment grade (motsvarande BBB-/Baa3 eller högre). I kategorin SEK Flexible High Yield ingår fonder som antingen enbart investerar i företagspapper utgivna i svenska kronor med kreditbetyget High yield (BB+/Ba1 eller lägre) eller fonder som har varierande exponering till obligationer med högre risk.

⁴² Notera att, utöver företagsobligationsfonder, så var det även några andra typer av fonder med innehav i företagsobligationer som stängde tillfälligt under mars 2020 (exempelvis enstaka blandfonder och likviditetsfonder/korta räntefonder). Dessa ingår inte i tabellen.

form av lägre andel kassa än fonderna som inte stängde och en lägre grad av diversifiering, både i termer av lägre andel andra tillgångar än företagsobligationer och i termer av färre obligationer i portföljerna, än fonderna som inte stängde.

Generellt större utflöden

Svenska företagsobligationsfonder som helhet hade nettoutflöden om drygt 23 miljarder kronor under mars 2020, motsvarande drygt 15 procent av deras totala fondförmögenhet.⁴³ I Tabell 3 jämförs samma grupper av svenska företagsobligationsfonder som ovan, fast med avseende på nettoflöden. Det kan konstateras att fonderna som tillfälligt stängde under mars 2020 i genomsnitt (inte alla) hade större nettoutflöden än fonderna som inte stängde. Spridningen är dock stor mellan enskilda fonder.

Tabell 3. Svenska företagsobligationsfonders nettoflöden, mars 2020

Andelar av total fondförmögenhet

Stängde tillfälligt i mars 2020?	SEK Corporate Bond		SEK Flexible High Yield	
	Ja	Nej	Ja	Nej
Nettoflöden, %	-13	-3	-47	-13

Anm. Avser ovägda medelvärden avrundade till närmaste heltal.

Källa: Morningstar

⁴³ Källa: Macrobond.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK