



## Företagsobligationer

En kvalitativ studie om samband mellan transparens och likviditet på sekundärmarknaden

Andreas Andersson och Simon Ramsén

Företagsekonomi inriktning finansiell styrning 15hp

Halmstad 2015-05-19

## Förord

Vi vill rikta ett ordentligt tack till alla personer som på olika vis varit delaktiga i denna studie. Utan ert stöd hade denna uppsats inte varit möjlig att genomföra. Ett särskilt tack till Alexander Croner och Christian Nordin som bidragit med sina synpunkter. Tack!

Vi vill ge ett extra stort tack till vår handledare Gunnar Wramsby som varit ett stort stöd under denna process. Tack!

Ett stort tack till de personer som agerat opponenter för oss som med värdefulla tips och råd hjälpt oss utveckla uppsatsen ytterligare. Tack!

Slutligen vill vi passa på att tacka våra respondenter. Tack för att ni medverkade med kunskap och intressanta inblickar i ämnet. Tack!

Andreas Andersson

Simon Ramsén

---

---

## **Abstrakt**

Den svenska marknaden för företagsobligationer har vuxit i både volym och antal emittenter sedan finanskrisen 2007/2008. Marknaden genomgår fundamentala förändringar som kan påverka intresset för företagsobligationer bland marknadsaktörer. I februari 2015 trädde Finansinspektionens praxis för ökad transparens och öppenhet på marknaden för företagsobligationer i kraft. Litteraturstudien som genomförts inför uppsatsen uppmärksammade att utifrån ett teoretiskt perspektiv är det oklart vilken påverkan ökad transparens får på variabler som intresse, likviditet, konkurrens och kostnader. Syftet med denna uppsats är att beskriva samband mellan transparens och likviditet på den svenska marknaden för företagsobligationer. I en kvalitativ studie har 13 intervjuer med olika aktörer på företagsobligationsmarknaden analyserats med hjälp av teori skriven i ämnet. Generellt tycks marknadsaktörer eniga om att transparens är positivt, dock råder det delade meningar om vilken grad av transparens som är lämplig samt vilken påverkan transparens får på marknaden. Marknaden bör vara tillräckligt transparent för att investerare ska ha en tilltro att handla men graden av transparens ska inte heller missgynna market makers som ställer priser.

Nyckelord: företagsobligationer, transparens, likviditet

## **Abstract**

The Swedish corporate bond market has grown in both volume and number of issuers since the financial crisis in 2007/2008. The market is undergoing fundamental changes that may affect the attractiveness of corporate bonds among market participants. In February 2015 came the Swedish Financial Supervisory practices in force for increased transparency and openness in the corporate bond market. The literature review conducted for the paper indicates that, from a theoretical perspective it is unclear what impact increased transparency will have for variables such as interest, liquidity, competition and costs. The purpose of this paper is to describe the relationship between transparency and liquidity in the Swedish market for corporate bonds. In a qualitative study, 13 interviews with various actors in the corporate bond market has been analyzed by using the theory written on the subject. In general, market participants seem to agree that transparency is positive, however, there are divided opinions on the appropriate degree of transparency and what impact transparency will have on the market. The market must be sufficiently transparent for investors to be confident to participate but the degree of transparency should not disfavor market makers whom set prices.

Keywords: corporate bonds, transparency, liquidity

## Innehållsförteckning

1. Inledning.....	7
1.1 Bakgrund .....	7
1.2 Problemdiskussion .....	8
1.3 Syfte .....	8
1.4 Frågeställning .....	8
1.5 Avgränsning .....	9
1.6 Målgrupp .....	9
1.7 Disposition .....	9
1.8 Definitioner .....	9
2. Teoretisk referensram.....	10
2.1 Obligationer.....	10
2.2 Obligationens värde.....	11
2.3 Risk.....	12
2.3.1 Marknadsrisk .....	12
2.3.2 Kreditrisk.....	12
2.3.3 Likviditetsrisk.....	13
2.4 Marknadens aktörer.....	13
2.4.1 Emittent .....	13
2.4.2 Investerare .....	13
2.4.3 Bankernas roll .....	13
2.4.4 Regulatorer .....	13
2.4.5 Kreditvärderingsinstitut.....	14
2.5 Den svenska marknaden för företagsobligationer.....	14
2.6 Finansiella regleringar.....	14
2.6.1 Basel III .....	14
2.6.2 Mifid II .....	14
2.6.3 Reglering för ökad transparens.....	15
2.7 Marknadseffektivitet .....	15
2.7.1 Likviditet och marknadseffektivitet .....	16
2.8 Likviditet .....	16
2.9 Transparens .....	16
2.9.1 Transparens och kostnader .....	17
2.9.2 Transparens och likviditet .....	18

3. Metod .....	20
3.1 Vetenskaplig ansats .....	20
3.2 Litteraturstudie .....	20
3.3 Metodval.....	20
3.4 Pilotstudie.....	21
3.5 Analysmetod.....	21
3.6 Metoddiskussion.....	22
3.7 Etiska överväganden .....	24
3.8 Urval.....	24
3.8.1 Intervjugrupper.....	24
3.8.2 Urvalsprocessen .....	25
3.8.3 Respondenter .....	25
4. Empiri.....	27
4.1 Instrument, risk och marknad.....	27
4.1.1 Instrument.....	27
4.1.2 Risk.....	27
4.1.3 Marknad .....	28
4.2 Transparens och likviditet .....	28
4.2.1 Transparensen idag.....	28
4.2.2 Intresse .....	29
4.2.3 Likviditet .....	31
4.2.4 Konkurrens .....	32
4.2.5 Kostnader .....	33
4.3 Förslag för bättre likviditet.....	34
5. Analys och diskussion.....	35
5.1 Instrument.....	35
5.2 Risk.....	35
5.3 Marknad .....	36
5.4 Intresse .....	36
5.5 Likviditet .....	37
5.6 Konkurrens .....	37
5.7 Kostnader .....	38
5.8 Avslutande diskussion.....	38

6. Slutsats .....	40
7. Förslag för vidare studier .....	41
8. Referenser.....	42
Bilagor.....	46
Bilaga 1 - Operationaliseringsschema.....	46
Emittent .....	46
Investerare .....	48
Mellanhand.....	50
Sveriges Riksbank .....	52
Finansinspektionen.....	54
Bilaga 2 - Intervjufrågor.....	56
Emittent .....	56
Investerare .....	57
Mellanhand.....	58
Sveriges Riksbank .....	59
Finansinspektionen.....	60
Bilaga 3 - Sammanfattning av intervjuer .....	61

## **Figurförteckning**

Figur 1. För- och nackdelar med bank- och obligationslån (Andrén et al., 2010, s. 135).....	11
Figur 2. Formel för beräkning av en kupongobligations nuvärde (Asgermyr, 2000). .....	11
Figur 3. Två exempel på YTM-kurvor (Choudhry, 2006, s. 62).....	12
Figur 4. Klassificering av respondenter efter inställning till transparens påverkan på intresse, N=13. Egen bearbetning.....	29
Figur 5. Klassificering av respondenter efter inställning till transparensens påverkan på likviditet, N=13. Egen bearbetning. ....	31
Figur 6. Klassificering av respondenter efter inställning till transparensens påverkan på konkurrens, N=13. Egen bearbetning.....	32
Figur 7. Klassificering av respondenter efter inställning till transparensens påverkan på kostnader, N=13. Egen bearbetning. ....	33

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Den svenska marknaden för företagsobligationer präglas av en låg transparens (Thorsell, 2014). Avsaknaden av transparens innebär svårigheter för både låntagare och investerare att göra prisjämförelser på krediter. I en debattartikel skriver Thorsell att bristen på transparens på marknaden utgör ett problem med avsevärda kostnader för samhället. En indirekt kostnad låg transparens kan orsaka är låg likviditet i företagsobligationer (ibid.) Finansinspektionen (2014b) har skrivit att bristande transparens gör att marknaden inte fungerar så effektivt som den har potential att göra samt att en ökad insyn på marknaden skulle innebära bättre möjlighet för emittenter att prissätta sina obligationer. Att prisbildningen i marknaden blir bättre och mer robust kan enligt Finansinspektionen leda till ett ökat intresse för marknaden vilket i sin tur kan resultera i en högre likviditet (ibid.).

Att undersöka marknaden för företagsobligationer är relevant eftersom den svenska marknaden för företagsobligationer växt i både antal emittenter och utestående volym (Bonhron, 2014). Ökningen gäller både för företag med bra kreditbetyg samt de med ett lägre eller som helt saknar kreditbetyg (ibid.). Ränteläget i Sverige är mycket beroende av den internationella utvecklingen (Armelius et al., 2014). Den svenska räntan och de globala räntorna har under lång tid sjunkit och idag är räntenivåerna mycket låga, enligt Armelius et al. bedöms det ta lång tid innan räntan återgår till mer normala nivåer i Sverige. Joyce, Liu och Tonks (2014) har skrivit att de högre räntorna som företagsobligationer erbjuder kan vara en förklaring till varför intresset för företagsobligationer ökar. Det ökade intresset kan även vara en följd av att de riskfaktorer som förknippas med företagsobligationer anses ha minskat (Bonhron, 2014).

Ämnet är aktuellt eftersom den svenska marknaden för företagsobligationer genomgår fundamentala förändringar som kan påverka intresset för företagsobligationer för marknads aktörer (Bonhron, 2014). Efter den finansiella krisen år 2007/2008 har flera regleringar införts på de finansiella marknaderna. I Sverige började år 2013 implementeringen av regelverket Basel III som påverkar bankernas utlåning. Syftet med Basel III är att öka bankernas förmåga att stå emot förluster och därmed minska sannolikheten för nya finansiella kriser. Det nya regelverket som väntas vara fullt implementerat år 2019 ställer högre krav på bankernas kapital och likviditet (ibid.). I sin rapport år 2010 bedömde Sveriges Riksbank (2010) att de striktare kraven som ställs på bankerna kan påverka deras utlåning och därmed öka intresset för icke-finansiella företag att finansiera sin verksamhet genom att emittera företagsobligationer. EU antog 2014 det nya direktivet, Mifid II, för att säkerställa en hög grad av transparens och investerarskydd för handeln av finansiella produkter (Finansinspektionen, 2015). Information om transaktioner med obligationer och andra räntebärande produkter ska offentliggöras så nära realtid som det är tekniskt möjligt. Finansinspektionen, FI, har valt att gå före i arbetet mot ökad transparens genom att införa en ändrad praxis för marknads aktörer i syfte att öka transparensen på marknaden för företagsobligationer. Enligt FI fanns övervägande skäl för en praxisändring eftersom den låg i



linje med den internationella utvecklingen för regelutformning. FI har som målsättning att successivt öka kraven för transparens på marknaden för företagsobligationer (ibid.).

## 1.2 Problemdiskussion

Utifrån ett teoretiskt perspektiv är det oklart om och i vilken utsträckning transparens påverkar marknads likviditet (Goldstein, Hotchkiss & Sirri, 2007; Edwards, Harris & Piwowar, 2007). Ökad transparens kan leda till att fler aktörer agerar på marknaden vilket vore positivt för likviditeten. Det finns också de som anser att de mellanhänder som tillhandahåller likviditet får mindre incitament att hålla marknaden likvid (ibid.). Madhavan, Porter och Weaver (2005) visade i en studie att högre transparens påverkade likviditet och transaktionskostnader negativt när nya transparensregler infördes på Torontobörsen. Copeland och Galai (1983) anser att kostnader för market makers kan öka i transparenta miljöer. Enligt Naik, Neuberger och Viswanathan (1999) är det tvetydigt på vilket sätt transparens påverkar market makers kostnader. Goldstein et al. (2007) har visat att ökad transparens på marknaden för företagsobligationer i USA gett en neutral eller positiv effekt på marknads likviditet. Pagano och Röell (1996) har skrivit utifrån en teoretisk synpunkt att ökad transparens generellt kommer innebära en förbättrad likviditet eftersom marknadsaktörer har tillgång till mer information och bättre kan skydda sig mot marknadsaktörer med ett informationsövertag. Efter att krav för ökad transparens införts på den amerikanska företagsobligationsmarknaden kunde Bessembinder, Maxwell och Venkataraman (2006) konstatera att transaktionskostnaderna hade minskat efter de nya reglerna. Transaktionskostnaderna för de transaktioner som rapporterades i Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) minskade med 50 procent, men även de transaktionskostnader för företagsobligationer som inte omfattades av reglerna minskade med 20 procent.

## 1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att beskriva den svenska företagsobligationsmarknaden samt samband mellan transparens och likviditet på denna marknad.

## 1.4 Frågeställning

Den litteraturstudie som genomförts inför uppsatsen pekar på att tidigare studier är oense om samband mellan transparens och likviditet på de finansiella marknaderna. För att uppfylla uppsatsens syfte besvaras följande frågeställningar:

*Hur ser den svenska marknaden för företagsobligationer ut med avseende till instrument, risk och marknad?*

*Hur ser den svenska marknaden för företagsobligationer ut med avseende av dess likviditet och transparens?*

*Hur förväntar sig marknadsaktörer att marknaden kan påverkas av ökad transparens med avseende till intresse, likviditet, konkurrens och kostnader?*

## 1.5 Avgränsning

Transparens som beskrivits i denna uppsats gäller endast den information som rapporteras i samband med transaktioner på marknaden och inte transparens i emittentens verksamhet.

## 1.6 Målgrupp

Den målgrupp uppsatsen riktats till är personer med en grundläggande kunskap i företagsekonomi och finansiell ekonomi.

## 1.7 Disposition

Tilltänkt läsare har grundläggande ekonomisk utbildning men inte någon avancerad kunskap i ämnesområdet, följaktligen har uppsatsen utformats med breda allmänna begrepp följt av mer precisa begrepp.

## 1.8 Definitioner

**Likviditet** definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris (Szylar, 2014).

**Market maker** (marknadsgarant) är en finansiell aktör som ställer ut en köp och en säljkurs för en viss finansiell produkt (Finansinspektionen, 2015).

**Spread** definieras som skillnaden mellan bästa köppris och bästa säljpris i orderdjupet på en finansiell marknad. Spread kan användas som ett grovt mått på en tillgångs likviditet: en stor spread innebär att få aktörer vill köpa och sälja, alltså att likviditeten är låg, och vice versa (Finansinspektionen, 2015).

**Transparens** definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis (Bessembinder et al., 2006).

## 2. Teoretisk referensram

### 2.1 Obligationer

Investeringar kräver kapital och företag kan söka finansiering internt eller externt (Andrén, Eriksson & Hansson, 2010). Intern finansiering kommer från det internt genererade kassaflödet från den löpande verksamheten, medan extern finansiering kommer från kapital utanför företaget. Valet mellan extern och intern finansiering styrs av kapitalbehovet där nyinvesteringar ofta kräver kapital som anskaffas externt utanför företagens internt genererade medel. Externt kapital kan komma i form av nytt eget kapital från ägarna eller främmande kapital i form av lån av olika slag. Den huvudsakliga skillnaden mellan de båda formerna av externt kapital är att främmande kapital ska betalas tillbaka. Främmande kapital kan i sin tur bestå av banklån eller obligationslån (ibid.).

En obligation är ett skuldinstrument som vanligen betalar en förutbestämd ränta över en förutbestämd tid (Andrén et al., 2010). Obligationslån består av att ett stort antal skuldebrev utfärdade på ett och samma belopp, till exempel 10 tkr, 100 tkr eller 1 mkr. Det finns flera typer av utfärdare av obligationer; stater, kommuner, företag samt överstatliga organisationer som Världsbanken (Choudhry, 2006). Den låntagare som utfärdar en obligation kallas emittent (Andrén et al., 2010). Låntagaren ger ett löfte att betala en ränta i form av kuponger under obligationens löptid och vid löptidens slut betala tillbaka ett nominellt belopp. Den investerare som köpt obligationen är innehavare av skuldebrevet och väntar sig att få kupongerna utbetalda under löptiden och vid löptidens slut få det nominella beloppet (ibid.). Det finns många varianter av obligationer som kan skilja sig med avseende på om och hur frekvent ränta betalas till dess innehavare (Brealey, Myers & Allen, 2013). Obligationer skiljer även i löptid från utfärdande till förfall. Det finns även så kallade nollkupongare som inte betalar ut några kuponger alls utan bara ett nominellt belopp vid löptidens slut (ibid.).

Bonthron (2014) beskriver en fördel med att finansiera sig genom företagsobligationer som att företag kan diversifiera sin finansieringsrisk. Genom att ha en bredare finansieringsbas blir företag mindre beroende av andra former av finansiering och får bättre förutsättningar att finansiera sig i tider när banker är mer restriktiva i sin utlåning (ibid.). Andrén et al. (2010) beskriver i figur 1 att skillnader mellan bank- och obligationslån kan vara att obligationslån möjliggör större lånebelopp, längre löptider och lägre räntekostnader. Företagsobligationer innebär generellt att emittenten har fler motparter att ta hänsyn till vilket kan ses som en nackdel (ibid.).

Banklån	Obligationslån
Små belopp respektive lån med kort löptid	Stora belopp och långa löptider
Enklare kreditbedömning, lättare att veta vilken information bankerna vill ha	Kräver upparbetad organisation för hantering av information, många investerares behov ska tillfredställas
Endast en kreditbedömare (motpart), vilket ger mindre informationsmängd	Det är oftast nödvändigt med hög rating, dvs hög betygsättning av kreditvärdigheten, för lånet ifråga
Något högre räntekostnad, men lägre transaktionskostnader	Något högre transaktionskostnader, men lägre räntekostnad

Figur 1. För- och nackdelar med bank- och obligationslån (Andrén et al., 2010, s. 135).

## 2.2 Obligationens värde

En kupongobligation betalar under löptiden en kupongränta samt ett nominellt belopp vid obligationens förfall (Choudhry, 2006). För att beräkna värdet av en obligation kan obligationens kassaflöden nuvärdesberäknas med en diskonteringsränta (Brealey et al., 2013). Företagsobligationer diskonteras med motsvarande ränta från obligationer med samma risk och löptid, vilket kan ses som alternativkostnaden för den avkastning investeraren ger upp. Vanligen presenteras obligationer i termer av dess avkastning (Asgermyr, 2000). Priset kan beräknas enligt formeln i figur 2:

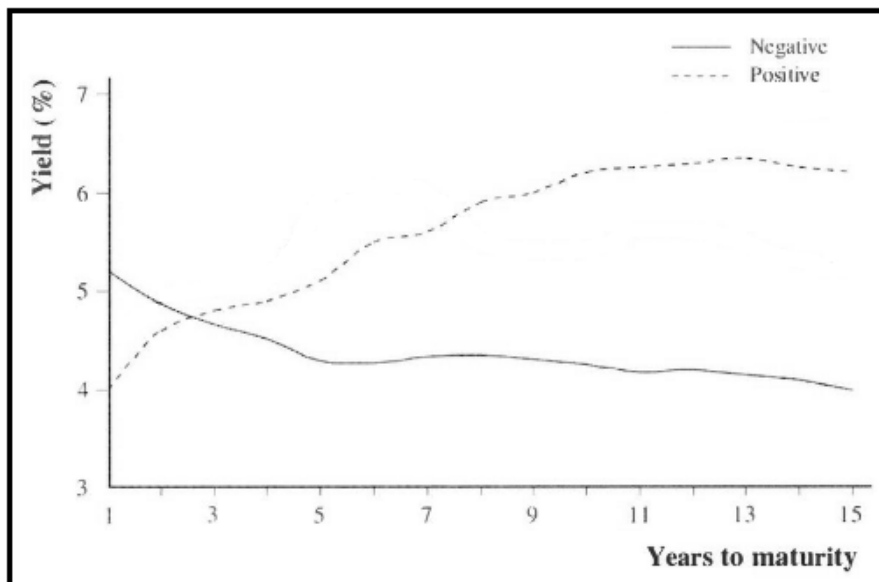
$$P = \frac{(C / y) * [(1 + y)^n - 1] + N}{(1 + y)^{(n - 1 + (d/360))}}$$

Figur 2. Formel för beräkning av en kupongobligations nuvärde (Asgermyr, 2000).

Obligationens pris  $P$  består av kupongerna  $C$  samt det nominella beloppet  $N$  som diskonteras till yield-to-maturity  $Y$  (Asgermyr, 2000). Obligationens pris  $P$  påverkas också av hur många dagar  $d$  som kvarstår till nästa kupong och hur många kuponger  $n$  som finns kvar att betalas ut från obligationen. Yield-to-maturity, YTM, kan definieras som avkastningen på en obligation som köps idag och som hålls under hela löptiden. Priset på en obligation kan variera till följd av förändringar i YTM som kan bero på fluktuationer av den riskfria räntan (Brealey et al., 2013). Det finns ett negativt samband mellan den riskfria räntan och obligationens värde (ibid.).

I en YTM-kurva kan relationen mellan avkastning och tid till förfall visas för obligationer av samma klass där skillnader endast beror på tid till förfall (Choudhry, 2006). Med hjälp av kurvan kan investerare bedöma den punkt där avkastningen är högst i relation till andra faktorer. Kurvan kan även användas som en indikator för framtida marknadsräntor samt av

mellanhänder vid prissättning av obligationer. I normala fall minskar avkastningen ju mer obligationen närmar sig förfall som visas av positive-linjen i figur 3. I ovanligare fall kan den korta räntan vara högre än den långa räntan vilket innebär att yield-kurvan är inverterad som visas av negative-linjen i figur 3 (ibid.).



Figur 3. Två exempel på YTM-kurvor (Choudhry, 2006, s. 62).

## 2.3 Risk

I en effektiv marknad finns det ett positivt förhållande mellan risk och förväntad avkastning. Investerare kräver högre avkastning för företagsobligationer med högre risk (Brealey et al., 2013). Riskpremien för företagsobligationer beror främst på tre faktorer; marknads-, kredit- och likviditetsrisken (Bonthron, 2014).

### 2.3.1 Marknadsrisk

Marknadsrisk definieras som risken för förluster som uppstår till följd av förändringar i marknadspriser (Bank for International Settlements, 2003). Det kan vara den risk som en investerare exponeras mot till följd av icke önskvärda förändringar i räntor, råvarupriser, valutor eller andra marknadspriser (Lam, 2014).

### 2.3.2 Kreditrisk

Kreditrisk definieras som risken att en låntagare inte kan möta sina finansiella förpliktelser enligt överenskomna villkor (Bank for International Settlements, 2000). För innehavaren av företagsobligationen finns risken att låntagaren ställer in betalningar eller betalar senare än avtalat (Lam, 2014). En betalningsinställelse kan innebära att innehavaren av företagsobligationen tvingas acceptera ersättningar med lägre kuponger, längre löptider eller andra ersättningar av lägre finansiell storhet (Standard & Poor, 2010). Företag kan utfärda obligationer med olika seniority som bestämmer ordningsföljden för återbetalning vid konkurs (Byström, 2010). Vid konkurs erhåller överordnad kreditgivare återbetalning före underordnad kreditgivare. Alla lån och obligationer som är emitterade av en part som innehar en risk för konkurs bär en ränta över riskfria räntan som ska kompensera den extra risken.

Denna ränta kallas kreditspreaden och är en del av riskpremien. Longstaff, Mithal och Neis (2005) visade i sin studie att mer än hälften av riskpremien utgjordes av kreditrisken samt att andelen ökade för företag med låga kreditbetyg.

### **2.3.3 Likviditetsrisk**

Likviditetsrisk definieras som den risk att inte kunna sälja en tillgång utan att signifikant påverka dess pris på grund av otillräckligt marknadsdjup eller störningar i marknaden (Szylar, 2014). Priset på företagsobligationer påverkas av likviditetsrisken (Bonthron, 2014). Likviditet värdesätts av investerare som kräver högre riskpremie för obligationer med lägre likviditet (Brealey et al., 2013). Företagsobligationer är mindre likvida än statsobligationer eftersom företagsobligationer är svårare och dyrare att handla med (ibid.).

## **2.4 Marknadens aktörer**

### **2.4.1 Emittent**

Den låntagare som utfärdar en obligation kallas emittent (Andrén et al., 2010). Ett företag i behov av främmande kapital kan exempelvis välja mellan att låna från en bank eller emittera obligationer på kapitalmarknaden (Byström, 2010). Beslutet för metod av kapitalanskaffning är avhängigt kostnaden för kapitalet. Fastighets- och byggsektorn står för den största delen av emissioner av företagsobligationer på den svenska marknaden, drygt 42 procent (Bonthron, 2014).

### **2.4.2 Investerare**

Investerare på företagsobligationsmarknaden kan bestå av försäkringsbolag, stiftelser och privatpersoner (Andrén et al., 2010). De som främst investerat i företagsobligationer som emitterats av svenska företag har varit investerare från Luxemburg, USA och Tyskland (Bonthron, 2014). De största svenska investerarna har varit institutioner som pensions-, försäkringsbolag och andra finansinstitut som huvudsakligen består utav fonder, där fondbolag är den investerarkategori som ökar mest. Svenska privata hushåll har stått för en mycket liten del och har vanligtvis investerat genom fonder eftersom handelsposterna för företagsobligationer generellt har varit stora (ibid.).

### **2.4.3 Bankernas roll**

Finansiella institut som banker eller fondkommissionärer agerar mellanhand på både primär- och sekundärmarknaden (Andrén et al., 2010). På primärmarknaden kan bankerna hjälpa emittenterna att emittera obligationer samt förmedla dem till investerare (Bonthron, 2014). På sekundärmarknaden kan de som mellanhand föra samman köpare och säljare. Bankerna tar betalt för sitt arbete att registrera och ta emot anmälningar (Andrén et al., 2010). Banker kan även garantera obligationslånet om det inte finns tillräckligt med köpare vid emissionen vilket innebär att de tar resterande obligationer i egen bok (ibid.).

### **2.4.4 Regulatorer**

I Sverige är det riksdag och regering som beslutar om regler, lagar och förordningar gällande det finansiella systemet (Sveriges Riksbank, 2013). Ansvaret för att värna om det finansiella systemets stabilitet och effektivitet är fördelat på tre myndigheter; Riksbanken, Riksgälden

och Finansinspektionen (ibid.). Finansinspektionen är en statlig myndighet med uppgift att övervaka finansmarknaden (Finansinspektionen, u.å). Myndigheten utvecklar regler och kontrollerar att företagen följer dem samt analyserar risker som kan medföra instabilitet i det finansiella systemet (ibid.). Riksbanken är Sveriges centralbank och en myndighet under riksdagen (Sveriges Riksbank, u.å). Riksbanken ansvarar för penningpolitiken med målet att upprätthålla ett fast penningvärde. Banken har också i uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende (ibid.).

#### **2.4.5 Kreditvärderingsinstitut**

Kreditvärderingsinstitut är aktörer på marknaden som mot betalning bedömer kreditvärdighet för företag (Byström, 2010). Kreditbetyget grundas i företagets kvalitativa och kvantitativa skick vilket sedan kan påverka företagets möjlighet samt kostnad för att låna. Ett högt kreditbetyg ger generellt bättre förutsättningar samt lägre kostnader för lån, varvid ett lågt kreditbetyg generellt ger det motsatta (ibid.).

### **2.5 Den svenska marknaden för företagsobligationer**

Företagsobligationer emitteras först på primärmarknaden och kan sedan handlas på sekundärmarknaden (Bonthron, 2014). Handeln på sekundärmarknaden sker over-the-counter (OTC) där affärer görs upp via telefon eller elektroniska handelssystem som Bloomberg eller Thomson Reuters. Banker som agerar på företagsobligationsmarknaden sätter dagligen indikativa priser för den utestående volymen vilket ger en fingervisning om till vilket pris banken kan tänka sig att köpa eller sälja en obligation. Information om vilka obligationer som omsätts under affärsdagen, till vilka priser och volymer är inte tillgängligt under samma affärsdag vilket gör att graden av transparens är låg och att marknaden är svår att överskåda (ibid.).

### **2.6 Finansiella regleringar**

Efter den finansiella krisen 2007/2008 kom nya regleringar och regelverk för de finansiella institutionerna vilka kan påverka marknadens olika aktörer (Bonthron, 2014). Bankerna kan påverkas genom att nya regelverk förändrar deras finansiering, utlåning och risktagande. Effekterna kan även nå de icke-finansiella företagen som är i behov av både banker och andra investerare som tillgodoser deras kapitalbehov för att finansiera verksamheten (ibid.).

#### **2.6.1 Basel III**

I regelverket Basel III krävs att bankerna måste ha reserver i likvida tillgångar, längre löptid i sin finansiering och att de ska finansiera sig med mer eget kapital (Bonthron, 2014). Detta kan öka kostnaderna för bankerna och därmed kostnaden för företag att låna hos bankerna. Som ett resultat av högre kostnader för banklån kan intresset för att emittera företagsobligationer öka (ibid.).

#### **2.6.2 Mifid II**

EU antog 2014 det nya direktivet, Mifid II, för att säkerställa en hög grad av transparens och investerarskydd för handeln av finansiella produkter (Finansinspektionen, 2015). Direktivet

kommer börja gälla år 2017 och ersätter det tidigare direktivet Mifid I som gäller sedan 2007. Direktivet innebär bland annat att information om ett stort antal transaktioner med obligationer och andra räntebärande produkter ska offentliggöras så nära realtid som det är tekniskt möjligt (ibid.).

### **2.6.3 Reglering för ökad transparens**

Bristen på öppenhet missgynnar mindre aktörer och sparare eftersom de större aktörerna har ett informationsövertag (Pagano & Röell, 1996). Vidare har Pagano och Röell beskrivit två skäl till varför de som reglerar marknaden vill införa mer transparens. Det främsta skälet är att genom att information blir tillgänglig för flertalet professionella investerare kommer marknaderna genom ökad konkurrens att anpassas på ett sådant sätt att de som handlar får bästa möjliga affär. Men även att genom mer transparens skydda enskilda handlare genom möjligheten att undersöka och jämföra priser (ibid.).

Finansinspektionen (2014b) har skrivit att bristande öppenhet gör att marknaden inte fungerar så effektivt som den har potential att göra samt att en ökad insyn på marknaden skulle innebära bättre möjlighet för emittenter att prissätta sina obligationer. Att prisbildningen i marknaden blir bättre och mer robust kan enligt Finansinspektionen leda till ett ökat intresse för marknaden vilket i sin tur resulterar i en högre likviditet. Med denna bakgrund beslutade Finansinspektionen (2014a) att ändra praxis för offentliggörande av information vid handel med företagsobligationer. Syftet var att öka transparensen och skapa större öppenhet på marknaden för företagsobligationer. Finansinspektionen skrev i en promemoria att ändringen av praxis inträder i februari 2015 och förordar att en utvärdering skall genomföras en tid efter att ändringen genomförts. Den transparens som införts på svenska marknaden för företagsobligationer gäller marknadsrelaterad information som skall offentliggöras senast kl. 09.00 dagen efter affärsdagen enligt 7 kap 4 § (FFFS 2007:17). Information som enligt 7 kap 3 § ska rapporteras är uppgifter om vägt snittpris avseende handlad volym under affärsdagen, högsta respektive lägsta avslutspris under affärsdagen samt total volym för samtliga affärer under affärsdagen. Om särskilda skäl finns kan Finansinspektionen efter ansökan från börs- eller värdepappersinstitut medge dispens från kraven om det är motiverat med hänsyn för handeln. Finansinspektionen (2014b) har skrivit att dispenser som kan komma ifråga gäller transaktioner vars sammanlagda värde under en affärsdag överstiger 50 miljoner kronor. Om dispens ges kan publiceringen av informationen skjutas upp (ibid.).

Förändringen av praxis har varit en följd av det ökade intresset och den ökade omsättningen på marknaden för företagsobligationer (Bonthon, 2014). Liknande regler infördes i USA 2001 som ställer krav på att rapportera marknadsrelaterad information i TRACE som investerare med fyra timmars fördröjning sedan får tillgång till utan kostnad via National Association of Securities Dealers (Bessembinder et al., 2006).

## **2.7 Marknadseffektivitet**

Priserna på en effektiv marknad reflekterar hela tiden all tillgänglig information (Fama, 1970). Effektiviteten delas upp i tre delar; svag effektivitet innebär att endast historiska priser finns, medel-stark effektivitet inkluderar även all publicerad information samt stark



effektivitet är då all information finns tillgänglig. På en marknad med hög konkurrens där investerare strävar efter vinstmaximering kommer marknadens kollektiva visdom att hela tiden speglas i tillgångarnas pris utefter den tillgängliga informationen (ibid.). Enligt Szylar (2014) innebär det att eftersom priserna alltid reflekterar all tillgänglig information finns det ingen möjlighet för en investerare att ha ett övertag på marknaden. Det finns inga undervärderade tillgångar på effektiva marknader eftersom de hela tiden värderas av rationella investerare som försöker vinstmaximera (ibid.).

### **2.7.1 Likviditet och marknadseffektivitet**

I en effektiv marknad ska möjligheten att förutspå kortsiktiga avkastningar vara kortlivad och minimal enligt Chordia, Roll & Subrahmanyam (2008) som i en studie undersökte samband mellan likviditet och marknadseffektivitet. De fann att förutsägbarheten i priser på kort sikt kan minska i likvida miljöer till följd av att arbitragehandeln blir mer omfattande och effektiv. Ytterligare fann de att en minskning i minsta möjliga budsteg tillåter mer information på marknaden vilket gör marknaden mer effektiv och att priserna bättre kommer reflektera all tillgänglig information (ibid.).

## **2.8 Likviditet**

Likviditet definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris (Szylar, 2014). Det är ett svårfångat koncept som inte direkt kan observeras, utan måste studeras utifrån flera aspekter som inte kan fångas i ett enda mått (Amihud, 2002). Likviditet kan mätas genom operationalisering av olika värden som handelsvolym, skillnad i köp- och säljkurs och effekten på marknaden av en stor transaktion (Thorsell, 2008).

## **2.9 Transparens**

Transparens definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis (Bessembinder et al., 2006).

På tillgångsmarknader kan transparens generellt delas in i två kategorier beroende på om de syftar till information som görs tillgänglig före eller efter en transaktion genomförts (Bessembinder et al., 2006; Pagano & Röell, 1996). Den information som görs tillgänglig före en transaktion kan vara kurs eller andra indikationer. Efter en genomförd transaktion kan information om transaktionen rapporteras i form av pris, volym eller annan data relaterad till transaktionen. En marknad som inte på regelbunden basis redovisar någon information är icke-transparent.

Tillgångsmarknader kan skilja i grad av transparens (Bessembinder et al., 2006; Pagano & Röell, 1996). Historiskt sett tillhör aktiemarknaden generellt en av de mer transparenta marknaderna och företagsobligationsmarknaden en av de mindre transparenta. På en automatiserad marknad är all handelsinformation offentlig och all information speglas i tillgångens pris (Naik et al., 1999). Men när affärerna görs över telefon utan transparens är inte den informationen tillgänglig och vid varje förhandling sker ett utbyte av information mellan parterna (ibid.). Tidigare har företagsobligationsmarknaden inneburit att

transaktionerna sker endast med information mellan de två involverade parterna (Bessembinder et al., 2006). Det innebär svårigheter för både stora och små investerare att hitta jämförlig information. Stora institutioner har tidigare varit tvungna att spendera mycket tid på att få fram relevant marknadsinformation som underlag till deras beslut. Svårare var situationen för mindre individuella investerare som i stort sett inte hade tillgång till någon information i realtid (ibid.).

Pagano och Röell (1996) har beskrivit olika typer av marknader. Marknad A är en transparent auktionsmarknad där all handel sker simultant genom en central där informationen om transaktioner finns tillgängligt för alla deltagare. Marknad A gör mest information tillgänglig och kan liknas vid aktiemarknaden. Marknad B är en marknad där flera separata ordrar simultant genomförs till ett gemensamt pris liknande öppningsbudgivningen på världens börser. Marknad C innebär att information tillkommer löpande genom att information rapporteras i efterhand, således har deltagarna tillgång till historisk information. Marknad C innebär transparens genom att information blir tillgänglig i efterhand vilket påminner om marknaden för företagsobligationer efter regleringen för transparens. Marknad D innebär handel med en enskild aktör som mellanhand med ett informationsövertag. Marknad D gör knappt någon information tillgänglig och påminner om marknaden för företagsobligationer innan den nya regleringen (ibid.).

### **2.9.1 Transparens och kostnader**

Kostnader för en ineffektiv marknad kan delas in i direkta och indirekta kostnader (Thorsell, 2014). Direkta kostnader syftar till de kostnader som mellanhänder får i ersättning och indirekta kostnader syftar till uteblivna affärer samt att för små volymer ges ut (ibid.). Pagano och Röell (1996) har skrivit att den som handlar i mer transparenta miljöer i genomsnitt kommer ha lägre transaktionskostnader. I en studie som utfördes efter att National Association of Securities Dealers år 2001 infört regler för ökad transparens genom TRACE visade Bessembinder et al. (2006) att transparens kan sänka transaktionskostnaderna. Den första anledningen till lägre transaktionskostnader är att informationen som offentliggörs kan under enklare omständigheter granskas av myndigheter (ibid.). Den andra anledningen som även beskrivits av Pagano och Röell (1996) är att marknader utan transparens tenderar att gynna marknadens mellanhänder eftersom de besitter mer marknadsrelaterad information i förhållande till sina kunder. Bessembinder et al. (2006) konstaterade att transaktionskostnaderna för de företagsobligationer som omfattades av TRACE sjönk med 50 procent och de som inte omfattades av TRACE sjönk med 20 procent, ett resultat som föreslår en extern verkan på de obligationer som inte omfattas av reglerna. Studiens urval gällde stora institutionella försäkringsbolag vilket innebär att transaktionskostnaderna minskade för stora aktörer. Studien fastslår dock inte huruvida sambandet är linjärt och medger att det kan finnas en gräns där ökad transparens inte längre sänker kostnader utan istället höjer dem (ibid.).

Även Edwards et al. (2007) konstaterade att transaktionskostnaderna hade minskat sedan införandet av TRACE. Studiens resultat visade att transaktionskostnaderna var lägre för transparenta företagsobligationer än för de icke-transparenta företagsobligationerna. Studien visade ytterligare att transaktionskostnaderna ökade i relation till kreditrisk och minskade i relation till emissionsstorlek. Vidare visade studien att transaktionskostnaderna var högre för

företagsobligationer med högre kupong och att de företagsobligationer som är nära förfalldatum är billigare att handla (ibid.).

Naik et al. (1999) har skrivit att det är tvetydigt om transparens kan sänka kostnaderna för market makers. Det som talar för sänkta kostnader för market makers är att fördelningen av risk förbättras eftersom market makers kan bli mer villiga att bära risk i en transparent miljö. I en icke-transparent miljö utan regelbunden rapportering av marknadsrelaterad information kommer inte en optimal riskspridning att uppnås på marknaden eftersom färre aktörer kommer delta i handel där de har ett informationsundertag. Det som talar mot är risken att priset omvärderas av motparter i transparenta miljöer eftersom mer information är känd och marknaden kan göra andra bedömningar som resulterar att priset förändras till nackdel för innehavaren (ibid.).

### **2.9.2 Transparens och likviditet**

Det finns delade åsikter om vilken relation som finns mellan transparens och likviditet (Goldstein et al., 2007; Edwards et al., 2007). Det finns de som anser att en ökad transparens ökar kostnaden för market makers att erbjuda handel vilket leder till minskat deltagande på marknaden, mindre konkurrens, lägre likviditet och i slutändan högre transaktionskostnader (ibid.). Copeland och Galai (1983) anser att kostnader för market makers kan öka i transparenta miljöer eftersom informerade handlare kan utnyttja köp- och säljspreaden. Madhavan et al. (2005) fann att transparens kan påverka likviditet negativt. I deras studie undersöks effekten av nya transparensregler på Toronto Stock Exchange där orderstocken redovisades öppet för allmänheten. För hög transparens ökade kostnaderna för market makers att erbjuda handel samt minskade incitamenten att hålla marknaden likvid. Till följd minskade market makers deltagande i marknaden vilket resulterade i signifikanta öknings i kostnader för att verkställa en order, öknings i volatiliteten samt bredare spreadar mellan köp- och säljkurs (ibid.). Pagano och Röell (1996) har skrivit att stora institutionella handlare kan gynnas av att handla i mindre transparenta miljöer men det kommer på bekostnad av de mindre handlarna.

Det finns också de som anser att en ökad transparens kan innebära att intresset för marknaden ökar hos fler investerare och att likviditeten därmed förbättras (Goldstein et al., 2007; Edwards et al., 2007). Pagano och Röell (1996) skrev i en teoretisk studie att ökad transparens generellt kommer innebära en förbättrad likviditet. De undersökte om mer transparens förbättrar likviditeten genom att minska vissa aktörers informationsövertag. I en mer transparent marknad har marknadsdeltagare mer information om orderflödet. Det innebär att de bättre kan skydda sig mot aktörer med ett informationsövertag vilket möjliggör smalare spreadar på marknaden. Pagano och Röell understryker att det inte nödvändigtvis gäller för alla handelsstorlekar men att transaktionskostnaderna generellt kommer vara lägre i en mer transparent miljö. Det medför att fler aktörer kan och har råd att närvara på marknaden (ibid.). En ökad transparens kan förbättra likviditeten eftersom marknader med mer information blir mer effektiva och att ökad konkurrens minskar transaktionskostnaderna (Edwards et al., 2007). Goldstein et al. (2007) visade att ökad transparens på marknaden för företagsobligationer gett en neutral eller positiv effekt på marknadens likviditet. Goldstein et

al. fann att förändringar i handelsvolymen inte kunde förklaras av ökad transparens, vilket indikerar att högre transparens inte leder till ett ökat intresse för marknaden. Dock fann de att spreadarna generellt minskade till följd av den ökade transparensen (ibid.). Resultaten är i linje med Edwards et al. (2007) och Bessembinder et al. (2006) som också fann att spreadarna på marknaden minskade till följd av den ökade transparensen.

## 3. Metod

### 3.1 Vetenskaplig ansats

Givet uppsatsens syfte och frågeställning framstod en kvalitativ ansats som lämplig eftersom målet med uppsatsen varit att vidareutveckla kunskap om samband mellan transparens och likviditet. Enligt March (1991) kan kunskap innebära att vidareutveckla redan existerande kunskap. Den litteraturstudie som genomförts inför uppsatsen pekar på att tidigare studier är oense om samband mellan transparens och likviditet på de finansiella marknaderna (Goldstein et al., 2007; Edwards et al., 2007). I uppsatsen har kunskap om sambandet mellan likviditet och transparens vidareutvecklats genom en kvalitativ undersökning. Enligt Jacobsen (2000) kan valet att samla in kvalitativ data genom intervjuer motiveras genom att ett kvalitativt upplägg är mer flexibelt samt att svaren bättre kan spegla respondentens verklighet (ibid.). Ett kvantitativt upplägg likt Goldstein et al. (2007) har inte lämpat sig för denna uppsats eftersom Finansinspektionens nya praxis nyligen införts och data inte funnits tillgängligt för att kunna genomföra en trovärdig undersökning. En beskrivande studie innebär att det undersöks hur något är (Mattsson & Örtenblad, 2008). Det kan vara att kartlägga ett område eller beskriva ett samband (ibid.). I en beskrivande studie har marknadens attityder och tankar om transparens och likviditet undersökts för att beskriva eventuella samband.

### 3.2 Litteraturstudie

Den huvudsakliga sökmetod som använts för att hitta relevanta vetenskapliga artiklar har varit en datorbaserad sökning eftersom den tidsmässigt och ekonomiskt är överlägsen manuell sökning (Backman, 2008). Sökningen har skett i söktjänster samt i internationella vetenskapliga referensdatabaser för att nå en stor täckningsgrad. De portaler som använts har varit Oxford Journals, Emerald, Scopus och JStor. De söktjänster som använts har varit Google Scholar och Summon. För att få fram relevant litteratur till studien krävs att de nyckelord som används vid sökningen är tillräckligt breda för att få många träffar men precisa nog för att utesluta irrelevanta artiklar enligt Backman (2008). De nyckelord som använts i olika form och kombinationer har varit *market*, *efficiency*, *transparency*, *liquidity* och *corporate bonds*. Vidare har grundläggande finansiella begrepp hämtats från företagsekonomiska läroböcker som används på kandidatprogrammet i ekonomi på Högskolan i Halmstad.

### 3.3 Metodval

Studien har genomförts med en deduktiv datainsamlingsmetod för att få en teoretisk grund till utformning av intervjufrågor som sedan använts för att samla in data. En deduktiv datainsamlingsmetod innebär enligt Jacobsen (2000) att utifrån teori och tidigare empiriska undersökningar bygga upp förväntade svar som sedan kan jämföras med verkligheten för att se huruvida de stämmer överens. För att få inblick i aktörernas tankar samt attityder till transparens och likviditet på marknaden har intervjuer genomförts med respondenter som representerar olika delar på företagsobligationsmarknaden. För en nyanserad helhetsbild har ett intensivt upplägg med djupgående intervjuer valts men antalet respondenter har begränsats av resursmässiga skäl. Individuella besöksintervjuer är kostnadskrävande och

telefonintervjuer kan vara ett bra alternativ enligt Jacobsen (2000). Eftersom respondenter befunnit sig på olika geografiska platser har därför telefonintervjuer genomförts som insamlingsmetod av data. Utformning av intervjufrågor (bilaga 2) har utgått från den teoretiska referensramen som finns tydligt härledd i operationaliseringsschemat (bilaga 1). Intervjuguiden har strukturerats med en fast ordningsföljd med öppna svarsalternativ för att ta fram essensen i respondentens svar och låta denne svara fritt (ibid.).

### 3.4 Pilotstudie

Intervjufrågorna testades i en pilotstudie för att förbättra och vidareutveckla frågorna. Detta för att insamlad empiri bättre ska spegla verkligheten samt göra uppsatsen mer trovärdig. Utprovningen av frågor har gjorts för att upptäcka brister som direkt kan påverka undersökningens resultat. Fokus vid utprovningen var att upptäcka brister i definitioner och formuleringar enligt Wärneryd (1990). I den provintervju där Christian Nordin, Kapitalrådgivare på Länsförsäkringar Halland, deltog uppmärksammades brister och förbättringsmöjligheter med fokus på läsbarheten av frågor och definitioner. Pilotstudien har inte varit del av det material som sedan analyserades.

### 3.5 Analysmetod

#### *Beskrivning*

För att medge intensifierad bearbetning och analys kan insamlad data registreras, antingen manuellt eller tekniskt (Backman, 2008). Tolkning av data sker i en kontext varvid tolkning underlättas av att observationer registreras genom inspelning (ibid.). Empiri har samlats in genom 30 minuter långa telefonintervjuer som spelats in. Det första steget i analysprocessen innebär att beskriva data genom att transkribera intervjuerna och sedan annotera den data (Jacobsen, 2000). Transkriberingen har inneburit att ljudinspelningarna registrerats i ordform som sedan annoterats för att skapa en övergriplig sammanfattning av varje intervju. Annoterad data finns i sammanfattad form i bilaga 3.

#### *Kategorisering*

I det andra steget i analysprocessen systematiseras och kategoriseras den annoterade data (Jacobsen, 2000). Kategorierna togs fram utifrån gemensamma ämnen och teman från datamaterialet från intervjuerna som föreslås enligt Jacobsen (2000). Dessa kategorier var *instrument*, *risk och marknad* samt *transparens och likviditet*. I kategorin *instrument* finns data som behandlat valet av företagsobligationer som finansieringskälla samt dess för- och nackdelar utifrån emittentens syn. I kategorin *risk* samlades data utifrån vilka risker som investerare främst förknippar med företagsobligationer samt vilken risk som de anser vara den främsta. I kategorin *marknad* finns data som behandlat respondenternas syn på bakomliggande faktorer till investerare och emittenters ökade intresse för företagsobligationsmarknaden. I kategorin *transparens och likviditet* finns data som behandlat samtliga respondenters syn på vilken påverkan de anser att transparens kan få på variabler som intresse, likviditet, konkurrens och kostnader.

### *Kombination*

Enligt Jacobsen (2000) är kombination det sista steget i analysprocessen och det innefattar att bringa ordning i data, leta efter orsaker, samband och göra försök att generalisera data. Empirin diskuteras utifrån och i kontrast till den litteratur som presenterats i den teoretiska referensramen för att i analysen lyfta upp de essentiella likheter och skillnader som finns mellan empiri och teori. I empiriavsnittet har data kombinerats till övergripliga figurer över respondenternas inställning till transparensens påverkan i figur 4-7, för att visa generella tendenser och mönster. Utifrån en kombination av den kategoriserade data och mönster i figur 4-7 tolkas sedan samband utifrån och i kontrast till den litteratur som presenterats i den teoretiska referensramen.

### **3.6 Metoddiskussion**

I följande avsnitt diskuteras frågor som berör giltighet och reliabilitet i studien utifrån Jacobsen (2000). Med uppsatsens giltighet avses att kritiskt undersöka att studien mäter det som avsetts att mäta. För att data ska vara trovärdig och möjlig att generalisera krävs att uppsatsen är pålitlig vilket diskuteras under rubriken tillförlitlighet (ibid.).

#### *Intern giltighet*

Intern giltighet handlar om ifall det undersökta fenomenet beskrivits på ett riktigt sätt (Jacobsen, 2000). För att validera att den insamlade data är giltig har sammanfattningar delgetts till respektive respondent som fått godkänna att de blivit korrekt återgivna. Utifrån pilotstudien som anges i 3.3 har även intervjufrågornas läsbarhet och definitioner testats innan intervjuerna genomförts.

Före intervjutillfället har samtliga respondenter informerats om att de har möjlighet att lämna anonyma svar samt att det varit frivilligt att svara på frågorna. Av uppsatsens 13 respondenter har endast en valt att vara anonym. Denna respondent har erhållit ett fiktivt namn: Anna Nyhm. Validering av data innebär att kritiskt värdera källornas vilja att ge riktig information (Jacobsen, 2000). Eftersom de flesta källor inte varit anonyma bör det ifrågasättas huruvida uppgifter som respondenterna lämnat varit riktiga till följd av att de kan ha lämnat information som anses socialt önskvärd, har en dold agenda eller undvikit att svara sanningsenligt om frågan upplevts som känslig. Med denna bakgrund har det varit en avvägning att låta publicera respondenternas namn med tillhörande företag eller låta samtliga respondenter vara anonyma. Anledningen till att namn och företag till de respondenter som inte önskat vara anonyma publiceras är för att visa vem som svarat på frågorna eftersom respondenternas roll och kompetens på marknaden ger en tilltro till deras kunnskap i ämnet.

Enligt Jacobsen (2000) bör källornas närhet till det undersökta fenomenet kritiskt granskas. Utifrån detta har bedömningen gjorts att samtliga respondenter har haft tillräcklig kunskap att uttrycka sig i ämnet. Detta grundas i att samtliga respondenter har en nära relation samt kunskap till företagsobligationsmarknaden. Det har framgått i samtliga intervjuer att respondenterna är medvetna om hur marknaden fungerar, kunnat tala fritt i ämnet samt känt till och förstått innebörden av Finansinspektionens nya praxis.

I Jacobsen (2000) beskrivs att källor som är ömsesidigt beroende kan ge en osann bild av verkligheten men att oberoende källor som lämnar information ger en stor giltighet. Med utgångspunkt i urvalet och urvalsprocessen som anges i 3.7 och som visas i respondentlistan 3.7.3 framgår att uppsatsens respondenter inte har ett ömsesidigt beroende och inte heller arbetar på samma myndighet eller företag.

Information kan komma fram på två skilda sätt; som en direkt reaktion på stimuli från forskaren eller komma spontant från uppgiftslämnaren (Jacobsen, 2000). Intervjufrågorna i bilaga 2 har varit strukturerade och har presenterats i en fast ordningsföljd vilket innebär att respondenten i viss mån styrs av frågans ämnesinnehåll. För att trots detta öppna upp för spontana svar har det inte funnits några svarsalternativ utan respondenten har fått svara fritt och spontant på frågan för att inte styra respondentens svar. Detta kan ytterligare påverka respondentens svar enligt Jacobsen (2000) som skriver att människor inte har överblick över alla förklaringar men att alla människor har en tendens att tillskriva något en förklarande effekt. Detta kan i praktiken innebära att respondenten svarat på frågor bara för att svara och utan att svaren är genomtänkta. För att undvika detta har respondenterna fått intervjufrågorna per mail för att kunna lämna genomtänkta svar.

#### *Extern giltighet*

Den externa giltigheten handlar om i vilken grad undersökningens resultat kan generaliseras (Jacobsen, 2000). Urvalet har bestått av 13 intervjuer och det låga antalet har varit en förutsättning för att kunna gå på djupet i intervjuerna. Det låga antalet kan påverka hurvida resultatet är generaliserbart. Urvalet har bestått av flera intervjugrupper med flera respondenter som sållades ut enligt urvalsprocessen 3.7.2. Eftersom urvalet bestått av flera intervjugrupper från olika delar av marknaden kan resultatet fånga upp tendenser bland marknadsaktörer, även om det inte kan generaliseras för populationen.

I de olika intervjugrupperna utmärks regulatorer eftersom det endast är två intervjuade respondenter till skillnad från övriga intervjugrupper med tre eller fyra respondenter. Detta beror på att det är Finansinspektionen och Sveriges Riksbank som är de två myndigheter som ansvarar för de finansiella marknaderna. Att det är en ojämn fördelning bland intervjugrupperna kan därför påverka datamaterialet.

#### *Tillförlitlighet*

Alla slags undersökningar utsätter det undersökta intervjuobjektet för stimuli och signaler som kan påverka undersökningens tillförlitlighet (Jacobsen, 2000). Utifrån den ståndpunkten bör det granskas hur själva undersökningsmetoden kan påverka själva resultatet (ibid.).

Personen som intervjuar kan ha en effekt på den person som intervjuas (Jacobsen, 2000). För att undvika detta har respondenten fått frågorna per mail innan intervjun för att kunna förbereda svar utan påverkan av intervjuaren. Utifrån denna utgångspunkt har även samma person vid varje intervjutillfälle ställt intervjufrågorna.



Enligt Jacobsen (2000) kan även plats och huruvida intervjun varit planerad eller spontan också påverka resultatet. Samtliga intervjuer har gjorts under dagtid över telefon när respondenten befunnit sig på sin arbetsplats. Intervjuerna har på förhand planerats och bokats med respektive respondent som på förhand fått intervjufrågor per mail.

Trovärdigheten i undersökningen kan även påverkas till följd av slarv vid nedteckning av analys av data enligt Jacobsen (2000). För att undvika detta har samtliga intervjuer spelats in, transkriberats och annoterats som anges i analysmetoden 3.4. Samtliga annoterade sammanfattningar har i efterhand även godkänts av respondenten för att säkerställa att intervjupersonen blivit korrekt återgiven.

Det bör uppmärksammas att Fredrik Bonthron är en källa både i teorin och empirin. Bonthron har skrivit en ekonomisk kommentar om den svenska företagsobligationsmarknaden. Det är troligt att tillförlitligheten kan påverkas till följd av att en person förekommer både i den teoretiska referensramen och den empiriska undersökningen eftersom resultat och analys kan bli systematiskt snedvridet.

### *Litteratur*

En del av de vetenskapliga artiklar som presenteras i den teoretiska referensramen är något äldre. Anledningen till att dessa, trots det äldre årtalet, presenteras är att de är centrala artiklar som används i flertalet artiklar som skrivs i ämnet även idag. Att några av de vetenskapliga artiklar som använts är publicerade innan finanskrisen 2007/2008 kan eventuellt ändå utgöra ett problem för trovärdigheten.

## **3.7 Etiska överväganden**

Det kan vara svårt att vara värderingsfri och neutral i forskning enligt Jacobsen (2000) som därför föreslagit att forskare bör sträva efter en öppenhet. Intervjuer presenteras sammanfattningsvis i bilaga 3 för att uppsatsen ska vara öppen och transparent. För att enligt Backman (2008) uppfylla ett ärlighetskriterium har inte kontroversiella, motsatta eller alternativa aspekter, teorier och uppfattningar utelämnats från rapporten. Utifrån etiska aspekter i förhållandet till respondenter har uppsatsen enligt Jacobsens (2000) uppfyllt dessa tre grundkrav; informerats samtycke, krav på privatliv och krav på att bli korrekt återgiven. Detta innebär att uppsatsens respondenter frivilligt deltagit i undersökningen, att de som undersökts har rätt till ett privatliv och att resultatet i den utsträckning det är möjligt återgivits fullständigt och i rätt sammanhang. Respondenter har även vid intervjutillfället blivit informerade om att de får vara anonyma i uppsatsen.

## **3.8 Urval**

### **3.8.1 Intervjugrupper**

För att besvara frågeställningarna om företagsobligationsmarknaden har dess aktörer undersökts. Det är tänkbart att emittenter, mellanhänder, investerare samt regulatorer har olika syn och kunskap om marknaden.

För intervjugruppen emittenter har fastighetsbolag som emitterat företagsobligationer undersökts. Enligt Bonthron (2014) står fastighets- och byggsektorn för 42 procent av emissionerna av företagsobligationer på den svenska marknaden.

I intervjugruppen mellanhänder har svenska banker som arbetar med företagsobligationer mot främst emittenter på antingen primär- eller sekundärmarknaden undersökts. Banker har rollen som mellanhand på primärmarknaden där de kan hjälpa emittenten att emittera obligationer (Bonthron, 2014) och stå som garant för att lånet blir fulltecknat (Andrén et al., 2010). På sekundärmarknaden har även bankerna rollen som mellanhand genom att föra samman köpare och säljare (Bonthron, 2014).

För intervjugruppen investerare har fondförvaltare för företagsobligationer undersökts. Eftersom handelsposterna i enskilda företagsobligationer generellt är stora har svenska privata hushåll främst investerat i företagsobligationer genom företagsobligationer som förvaltas av fondförvaltare (Bonthron, 2014).

Ansvar för att värna om det finansiella systemets stabilitet och effektivitet är fördelat på tre myndigheter; Riksbanken, Riksgälden och Finansinspektionen (Sverige Riksbank, 2013). Som regulatorer har tjänstemän som arbetar för Finansinspektionen och Sveriges Riksbank intervjuats. Finansinspektionen är en statlig myndighet med uppgift att övervaka finansmarknaden samt utveckla regler, kontrollera att företagen följer dem samt analysera risker som kan medföra instabilitet i det finansiella systemet (Finansinspektionen, u.å). Sveriges Riksbank är Sveriges centralbank och en myndighet under riksdagen som ansvarar för penningpolitiken med målet att upprätthålla ett fast penningvärde samt att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende (Sveriges Riksbank, u.å).

### **3.8.2 Urvalsprocessen**

Enligt Jacobsen (2000) består urvalsprocessen av tre steg. Det första steget är att skaffa en överblick över alla som skulle kunna intervjuas. I detta steget togs en lista fram med tänkbara respondenter som arbetar med företagsobligationer; listan bestod av fastighetsbolag som emitterat företagsobligationer, svenska banker, olika typer av fondbolag samt myndigheter som Finansinspektionen och Sveriges Riksbank. I det andra steget delades populationen in i grupper utifrån yrke; för fastighetsbolagen söktes ledning och finanschefer, från bankerna söktes de som arbetar på kapitalavdelningar med fokus på företagsobligationer och bland fondbolagen söktes fondförvaltare. I det tredje steget delades grupperna in efter kriterier. Från fastighetsbolaget söktes personer som arbetat med företagets finansieringsfrågor. På de svenska bankerna söktes personer som arbetar på kapitalavdelningen mot emittenter med emissioner. För fondförvaltare söktes förvaltare som förvaltat en eller flera svenska företagsobligationsfonder.

### **3.8.3 Respondenter**

Följande respondenter har valts ut genom urvalsprocessen som beskrivs i 3.8.2 och representerar de olika intervjugrupper som presenteras i 3.8.1. Vidare skall uppmärksammas

att Fredrik Bonthron svarar för personliga åsikter som tjänsteman och hans svar skall inte tolkas som ett uttalande från Sveriges Riksbank.

#### *Emittenter*

- E1. Arvid Liepe, CFO, Wihlborgs Fastigheter, 2015-04-20
- E2. Viktor Magnusson, Treasury analyst, Castellum AB, 2015-04-20
- E3. David Mindus, CEO, AB Sagax, 2015-04-13

#### *Investerare*

- I1. Gustav Fransson, Portfolio Manager, Coeli Asset Management, 2015-04-10
- I2. Lars Lönnquist, Fund Manager, Spiltan Fonder AB, 2015-04-13
- I3. Charlotte Sillén, Senior Portfolio Manager, Handelsbanken Fonder AB, 2015-04-20
- I4. Henrik Tingstorp, Fondförvaltare, Simplicity AB, 2015-04-13

#### *Mellanhänder*

- M1. Jacob Ahlqvist, Director, Swedbank Debt Capital Markets, 2015-04-14
- M2. Fredrik Edner, Head of Corporate Finance, Nordic Fixed Income, 2015-04-15
- M3. Anna Nyhm (anonym), Associate, Bank, 2015-04-16
- M4. Ulf Stejmar, Head of Corporate Bond, Svenska Handelsbanken, 2015-04-14

#### *Regulatorer*

- R1. Fredrik Bonthron, Economist, Sveriges Riksbank, 2015-04-27
- R.2 Klas Granlund, Senior Advisor, Finansinspektionen, 2015-04-23

## 4. Empiri

### 4.1 Instrument, risk och marknad

#### 4.1.1 Instrument

Enligt A. Liepe, D. Mindus, V. Magnusson och J. Ahlqvist (personlig kommunikation, 20 april; 13 april; 20 april; 14 april, 2015) kan företag diversifiera sin finansieringsrisk genom att emittera företagsobligationer som en del av sin finansiering. En bredare finansieringsbas med fler källor till kapital minskar risken för att inte kunna refinansiera sina lån. A. Liepe och D. Mindus förklarar att fler källor till kapital även underlättar förhandlingar för ny upplåning eftersom fler alternativ kan pressa priserna på lån.

D. Mindus: *“Det innebär att man får fler källor för att finansiera sin upplåning. Det kan få två effekter; det ena är att man får en prispress därför att man har fler alternativ och då kan man låna där det är billigast. Men även om priset är identiskt så är det en fördel om du är en stor låntagare att låna i flera marknader därför att det diversifierar din risk.”*

Enligt A. Liepe, D. Mindus och V. Magnusson har diversifiering av finansieringen varit en av de främsta anledningarna till att respektive företag finansierat delar av sin verksamhet genom företagsobligationer. Vidare beskriver V. Magnusson och A. Nyhm (personlig kommunikation, 16 april 2015) att företagsobligationer möjliggör till längre löptider jämfört med banklån. En annan fördel enligt D. Mindus och V. Magnusson är att villkoren kan utformas mer flexibelt, dock kan det vara svårt att omförhandla villkoren retroaktivt därför att motparterna är fler och att det kräver en mer komplicerad förhandlingsprocess. A. Liepe berättar att företagsobligationer har högre transaktionskostnader jämfört med banklån, dock är räntekostnaderna istället lägre enligt V. Magnusson.

#### 4.1.2 Risk

C. Sillén (personlig kommunikation, 20 april 2015) berättar att obligationer ofta avyttras i förtid eftersom yelden minskar ju mer en obligation närmar sig förfall. L. Lönnquist (personlig kommunikation, 13 april 2015) uppger att Spiltan försöker skapa avkastning genom att vara aktiva i sina placeringar för att få bäst betalt på yield-kurvan. G. Fransson (personlig kommunikation, 10 april 2015) berättar att obligationerna främst hålls till förfall men att det ibland finns skäl för avyttring för att hålla risken konstant i portföljen eller på grund av fundamentala förändringar i företag eller marknad.

I förhållande till andra räntebärande placeringar förknippar G. Fransson, L. Lönnquist, C. Sillén och H. Tingstorp (personlig kommunikation, 13 april 2015) företagsobligationer främst med kredit- och likviditetsrisk, där likviditetsrisken är den mest överhängande. C. Sillén förklarar att likviditetsrisken är den största risken eftersom en investerare kan tvingas bli sittandes i positioner som inte är önskvärda för att det inte finns köpare. Kreditrisken är enligt L. Lönnquist mer hanterbar.

L. Lönnquist: *Det finns två stycken [risker]. Den ena är kreditrisken såklart, givet att vi har gjort en bra grundanalys och följer upp bolaget, placeringarna, så kan vi hantera kreditrisken. Däremot likviditetsrisken ser vi som en stor risk där det från och till är bättre*

*likviditet. Det går i cykler, ibland ska alla ha företagskrediter och då finns det inget utbud, och ibland som i höstas t.ex. så ville ingen ha företagskrediter och alla ska sälja. Likviditet är ett frågetecken.*

C. Sillén och H. Tingstorp nämner även pris-, ränte- och valutarisk som andra risker som förknippas med företagsobligationer.

### **4.1.3 Marknad**

F. Bonthron (personlig kommunikation, 27 april 2015) berättar att fler typer av emittenter och investerare tar sig till företagsobligationsmarknaden. Respondenterna A. Liepe, D. Mindus, V. Magnusson, G. Fransson, L. Lönnquist, C. Sillén, H. Tingstorp, A. Nyhm och U. Stejmar (personlig kommunikation, 14 april 2015) anger att den främsta anledningen till det ökade intresset för företagsobligationer är dagens låga ränteläge.

G. Fransson: *“Dels har det börjat skrivas mer om företagsobligationer, när emittenter kommer ut på marknaden, men sen har det också kommit en hel del fonder som riktar sig mot privatpersoner - och den trenden fortsätter. Nu när man inte får någon ränta på sparkontot börjar folk fundera på vad man kan göra istället för att ha alltför mycket pengar ståendes till noll ränta på bankkonton.”*

Även större aktörer som traditionellt sitter med säkrare obligationer som bostad- eller statsobligationer har sökt sig till mer riskfyllda tillgångar i jakten på avkastning (G. Fransson, C. Sillén).

G. Fransson: *“Om man ser i ett större perspektiv så pratas det mycket om jakten på yield. Att stora liv- och försäkringsbolag som sitter traditionellt med stora positioner i stats- och/eller bostadsobligationer som ger så låga räntor idag att de får svårt att leva upp till sina åtaganden. Och där har det skett en emigrering från de säkraste segmenten till mer riskfyllda företagsobligationer.”*

Enligt A. Liepe har företagsfinansieringen i Sverige historiskt sett endast varit från banker och han tycker det är positivt för emittenter att marknaden utvecklas och att det idag finns fler finansieringsalternativ. D. Mindus, J. Ahlqvist, F. Edner (personlig kommunikation, 15 april 2015), U. Stejmar och L. Lönnquist anser att marknaden vuxit till följd av de regulatoriska förändringar som införts för banksystemet efter finanskrisen 2007/2008, vilket gjort finansiering från banker mer begränsad och dyrare. En stor förändring enligt D. Mindus och J. Ahlqvist är att det vuxit fram en marknad för företag med lägre kreditvärdighet än investment grade.

## **4.2 Transparens och likviditet**

### **4.2.1 Transparensen idag**

Transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden är inte jämförbar med transparensen på aktiemarknaden. Både J. Ahlqvist och A. Nyhm berättar i intervjuerna att

tillgången på information ser annorlunda ut. J. Ahlqvist förklarar att marknadens aktörer ställer priser i exempelvis informationssystemet Bloomberg:

J. Ahlqvist: *“Den [företagsobligationsmarknaden] är ju inte lika transparent som aktiemarknaden, utan det är marknadens aktörer som ställer priser i papperen genom exempelvis Bloomberg som är ett informationssystem. Sedan februari i år så måste parterna rapportera in avslut som har gjorts till börsen. Och tanken är väl där att öka transparensen lite, med avseende på priser och volym i de papper som omsatts.”*

Det råder delade meningar bland aktörerna om transparensen är hög eller låg på företagsobligationsmarknaden. Vissa aktörer upplever att transparensen är låg (C. Sillén) och att det finns utrymme för förbättringar (G. Fransson). Andra aktörer upplever att transparensen är god (F. Edner & H. Tingstorp). A. Nyhm och K. Granlund (personlig kommunikation, 23 april 2015) berättar att transparensen redan innan den nya praxisen varit bra för stora aktörer men mindre bra för de mindre aktörerna.

#### 4.2.2 Intresse

Figur 4 visar att de flesta respondenter tror att transparens har en positiv påverkan på intresset för företagsobligationsmarknaden. J. Ahlqvist tror att alla marknadens aktörer vill ha mer transparens, även mellanhänderna som vill se tillväxt i produkten eftersom en ökning i volym är positivt för deras affärsverksamhet.

	<b>Positiv påverkan</b>	<b>Marginell eller ingen påverkan</b>	<b>Negativ påverkan</b>	<b>Tvetydigt svar</b>	<b>Inget svar</b>
Transparens påverkan på intresse	E1, I3, I1, I4, M1, M2, M4, R1, R2	E3		M3	I2, E2
Antal	9	1	-	1	2

Figur 4. Klassificering av respondenter efter inställning till transparens påverkan på intresse, N=13. Egen bearbetning.

K. Granlund tror att intresset för marknaden kommer att öka till följd av ökad transparens eftersom det enklare går att bilda sig en uppfattning om vad som handlas och till vilka nivåer. Han hoppas att Finansinspektionens nya praxis leder till att nya kundsegment och låntagare känner sig komfortabla att komma till marknaden. A. Liepe anser att transparens är en viktig parameter för intresset att investera på företagsobligationsmarknaden:

A. Liepe: *“Jag tror absolut att ökad transparens leder till ett ökat intresse, det är som i alla investeringar så får man som investerare bedöma risken i sin investering, och risken ökar ju om marknaden inte är transparent, alltså kommer du [investeraren] kräva en högre avkastning och blir mindre intresserad av att investera.”*

Även C. Sillen tror att transparens är bra för marknaden men betonar att det finns två läger. Den ena sidan anser att det blir mer lätthandlat till följd av att transparens skulle öka förtroendet för marknaden:

C. Sillén: *“Vi tror att ökad transparens skulle vara bra för det skulle öka förtroendet för marknaden, det skulle bli mer lätthandlat. Alla kommer att handla på samma villkor.”*

Enligt C. Sillén anser den andra sidan att transparensen tar död på marknaden eftersom marknadsaktörer inte vill visa vilka positioner de har. Transparens kommer göra det tydligt för marknaden vilka aktörer som har breda spreadar och de kommer därför behöva minskas, vilket resulterar i minskad intjäning för de som ställer priser.

F. Bonthron är av uppfattningen att en ökning av transparens har en positiv effekt på marknaden men att det är svårt att veta hur mycket transparens som kan införas innan effekten blir negativ. För att marknaden fortfarande ska vara attraktiv för stora aktörer nämner F. Bonthron att den nya praxisen kan ge dispens från att rapportera stora transaktioner för att den typen av handel inte ska påverkas negativt.

F. Bonthron: *“Det är klart att det är en balansgång [...], en viss ökad transparens skulle vara positiv främst ur de mindre investerarnas perspektiv, men det är ju självklart en balansgång att ha en marknad som fortfarande är attraktiv för de större aktörerna samtidigt som den blir mer tillgänglig för mindre.”*

U. Stejmar förklarar att det i en lågtransparent marknad kan finnas en allmän misstro att stora aktörer gynnas på bekostnad av mindre investerare. Denna misstro anser U. Stejmar har lett till initiativet från Finansinspektionen att införa en ny praxis för ökad transparens. Han är positiv till att marknaden är transparent men påtalar att det måste finnas en balans för att marknaden ska vara attraktiv även för market makers.

U. Stejmar: *“Men risken, om det blir för genomlyst på alla håll och kanter, kan ju vara att det är färre som vill vara aktiva som market maker. Det är den risken som man får balansera in. Så att det fortfarande finns möjligheter, så det inte blir ohälsosamt att ställa priser och otacksamt.”*

A. Nyhm anser att reglerna tillkommit främst för att mindre aktörer ska få en ökad transparens eftersom de stora aktörerna redan har bra koll på vart priset ligger. Enligt V. Magnussons uppfattning har Finansinspektionens nya praxis fått en liten, om något, negativ effekt på handeln. Han berättar att den kritik som finns mot transparens främst kommer från större investerare eftersom de förlorar en del av sitt informationsövertag.

D. Mindus anser att tillförlitlig och bra information om emittenten har stor betydelse och tror att transparens i priser endast har en marginell effekt på intresset på företagsobligationer. H. Tingstorp tror att ökad transparens kommer öka intresset hos investerare eftersom de enklare

kan bedöma likviditetsrisken och volatiliteten. Han betonar dock att intresset inte endast beror på transparensen utan främst på avkastningsmöjligheten i obligationerna.

H. Tingstorp: *“Troligen ökar intresset med transparens, men det är ju en prisfråga också, vad värdet är just nu på företagsobligationsmarknaden. Det är ju inte bara transparensen som skulle öka intresset utan det är ju obligationen som sådan, vilken avkastningsmöjlighet det ger som är det viktigaste.”*

#### 4.2.3 Likviditet

G. Fransson, L. Lönnquist, C. Sillén och H. Tingstorp berättar att likviditeten på företagsobligationsmarknaden är varierande och kan bero på emittentens namn, kreditvärdighet samt obligationens löptid. G. Fransson förklarar att likviditeten även kan påverkas av huruvida emittenten har väletablerade relationer till de stora affärsbankerna. J. Ahlqvist anser att likviditet primärt är ett problem i mindre emissioner. Företagsobligationer utfärdade av stora emittenter har god likviditet men för high yield är likviditeten sämre enligt J. Ahlqvist, F. Edner och U. Stejmar. A. Nyhm berättar att likviditeten blivit bättre i takt med att sekundärmarknaden blivit större. L. Lönnquist anser att marknaden ska vara stabil, mättad och att dess aktörer ska ha ett lagom intresse för att likviditeten ska vara god, men eftersom detta sällan inträffar är likviditeten ett problem. C. Sillén betonar att likviditeten alltid är bättre i en stark marknad och att likviditeten kommer se annorlunda ut om marknaden vänder.

C. Sillén: *“Likviditeten är helt okej idag, som jag sa tidigare [i intervjun] så i en stark marknad så kommer likviditeten vara bra, som den är nu. Men detta kan ju lätt komma att ändras om marknaden blir svag, räntorna börjar stiga, då kommer det vara en helt annan likviditet.”*

Figur 5 visar att de flesta respondenter tror att transparens har en positiv påverkan på likviditet.

	Positiv påverkan	Marginell eller ingen påverkan	Negativ påverkan	Tvetydigt svar	Inget svar
Transparens påverkan på likviditet	E1, I3, I1, I4, M2, M4, R1, R2	E3, M1	E2	I2, M3	
Antal	8	2	1	2	-

Figur 5. Klassificering av respondenter efter inställning till transparensens påverkan på likviditet, N=13. Egen bearbetning.

C. Sillén tror att likviditeten ökar till följd av en ökad transparens men att det kan finnas en risk att market makers kan bli mindre aktiva i sitt handlande:

C. Sillén: *“Den [likviditeten] borde bli bättre av den anledning att man kan se var man handlar på. Men det är också tvistat om. Jag tror att riktigt stora poster alltid kommer vara svåra att omsätta, men på små poster skulle ökad transparens öka likviditeten. Bid-offer*



*spreaden skulle minska så att det skulle bli lättare att omsätta. Det blir en bättre prissättning egentligen vilket leder till ökad likviditet. Man vet vad man kan omsätta och till vilken nivå, fast det är ju inte alla som håller med. Market makers kan vara rädda att få på sig en stor post för då vet alla att man sitter på den och då kan det vara svårt att omsätta den. Det skulle kunna bli så men jag vill inte tro det, jag tror att ökad transparens leder till ökad likviditet för det ser vi ju på aktiemarknaden.”*

Även A. Nyhm berättar att effekten av transparens kan gå åt två håll; likviditeten kan öka eftersom mindre aktörer kan ha nytta av informationen, men det kan också innebära att det blir mindre attraktivt för stora aktörer att handla vilket i sin tur kan påverka likviditeten negativt. U. Stejmar tror inte en ökad transparens nödvändigtvis innebär en ökad likviditet i alla lägen. Om trendvändningarna blir för stora kan det vara svårt för market makers att ställa priser de kan stå för och i en volatil marknad kan det visa sig att marknaden egentligen inte är speciellt likvid. A. Liepe anser att likviditet är av intresse för både emittenter och investerare, men enligt D. Mindus är likviditeten inte en stor fråga eftersom investerarna generellt är av en annan karaktär som främst försöker matcha löptider och generellt håller obligationerna till förfall. Enligt J. Ahlqvist är transparens generellt bra men han tror inte att den i sig självt driver likviditeten.

J. Ahlqvist: *“Jag tror inte just att likviditeten drivs av transparens. Utan det är intresset som sådant, och om intresset sedan leder vidare till ökad likviditet, det är svårt att svara på. Men rent generellt; transparens är bra och likviditet är bra.”*

I grunden tror F. Bonthron att likviditeten påverkas positivt av en ökad transparens. I USA har likviditeten förbättrats sedan TRACE infördes till följd av att transaktionskostnaderna minskade till följd av att konkurrensen ökade mellan de som erbjöd handel. F. Bonthron säger att det är möjligt att motsvarande sker i Sverige men påpekar att det är två olika marknader.

#### 4.2.4 Konkurrens

I figur 6 visas att de flesta respondenter tror att transparens har en positiv påverkan på konkurrens och ingen av respondenterna har svarat att konkurrensen skulle minska till följd av ökad transparens.

	<b>Positiv påverkan</b>	<b>Marginell eller ingen påverkan</b>	<b>Negativ påverkan</b>	<b>Tvetydigt svar</b>	<b>Inget svar</b>
Transparens påverkan på konkurrens	E1, I1, I3, I2, E2, M4, R1	E3, R2, M1, M2			I4, M3
Antal	7	4	-	-	2

Figur 6. Klassificering av respondenter efter inställning till transparensens påverkan på konkurrens, N=13. Egen bearbetning.

F. Bonthron tror att det blir lättare för aktörerna att ställa krav på market makers till följd av att tillgången på information om vad som omsatts och till vilka priser blir tillgängligt. Även G. Fransson anser att en ökad transparens bör leda till en bättre konkurrens:

G. Fransson: *Det [ökad transparens] borde leda till en bättre konkurrenssituation, det kan ju vara så att investerare inte har relationer med alla affärsbanker och man kanske jobbar främst med en eller två motparter och då vet man inte riktigt vad de andra gör och vilka priser de ställer. Ökad transparens innebär ju att jag som investerare kan ta del av den informationen utan att ha en direkt relation med alla aktörer. Det borde leda till en skärpt konkurrenssituation.*

C. Sillén anser också att konkurrensen bör öka till följd av en ökad transparens eftersom det underlättar för mindre aktörer att komma in på marknaden:

C. Sillén: *“Jag tänker att ökad transparens bör leda till ökad konkurrens. Man konkurrerar på samma villkor, och det borde bli ett bättre konkurrensperspektiv. Det kan bli lättare för mindre aktörer för det är alltid svårt i sådana här lägen att komma in på en marknad. Det har varit försök med det men de stannar sällan länge, de försvinner sen. Det är de stora market makers som sitter på informationen egentligen, de har större kundbas och mycket information får man från kunderna som gör avsluten. Så det borde öka konkurrensen.”*

K. Granlund tror däremot att konkurrensen främst beror på förmågan att ställa konkurrenskraftiga priser, möjligheten att inneha riskfyllda tillgångar i egen bok, viljan att ställa priser, bakomliggande analyser samt hur bra debt capital markets-avdelningar företaget har.

#### 4.2.5 Kostnader

Figur 7 visar respondenternas uppfattning om transparensens påverkan på kostnader.

	Positiv påverkan	Marginell eller ingen påverkan	Negativ påverkan	Tvetydigt svar	Inget svar
Transparens påverkan på kostnader	E1, I3, I1, I4, R1, R2	I2, M1, M3, M4			E2, M2, E3
Antal	6	4	-	-	3

Figur 7. Klassificering av respondenter efter inställning till transparensens påverkan på kostnader, N=13. Egen bearbetning.

Enligt U. Stejmar har Sverige redan en, jämförelsevis andra länder, hård konkurrens där spreadar, courtage och avgifter pressas ned relativt snabbt. F. Bonthron tror att transaktionskostnaderna kan minska likt utvecklingen i USA. K. Granlund hoppas att en ökad transparens bidrar till att spreadarna på marknaden blir smalare men han uppmärksammar att även det motsatta kan inträffa:

K. Granlund: *“Ja, ökad transparens hoppas vi leder till en djupare marknad, med mer intresse, och då borde likviditeten öka, och då borde spreadarna komma ihop. Om det är så att market makers känner att ökad transparens gör att de inte kan riskhantera sina positioner så kommer de dra isär spreadarna, men det är för tidigt att säga.”*

Både L. Lönnquist och G. Fransson nämner att det finns en viss oro för att volatiliteten kan öka till följd av Finansinspektionens nya praxis. Båda berättar att volatiliteten ökade i Norge sedan liknande rapporteringskrav infördes. L. Lönnquist berättar om vilken effekt han tror att den nya praxisen kan få i Sverige:

L. Lönnquist: *“Jag tror det är en ganska begränsad effekt, men om något, så är jag lite orolig för den här ökade volatiliteten. För det blir lätt att det blir sanningen och det kan ju vara så att det som redovisas dagen efter handel rör en post på 2-3 miljoner, och om en sådan post har omsatts 10 räntepunkter upp så kanske man får intrycket att hela marknaden ska upp 10 punkter, även på större volymer. Så att risken är att väldigt små volymer får en väldigt stor effekt på värderingen på hela marknaden.”*

G. Fransson förklarar att en investerare som känner sig tvingad att sälja sitt innehav kan ta ett skambud av en opportunistisk köpare. Tidigare har sådana typer av affärer kunnat flyga under radarn men i dagens läge när alla affärer redovisas kan det avslutet få ett stort genomslag på kursen. Risken finns att prisställare flyttar sina indikativa priser mot det enskilda priset vilket ökar volatiliteten.

### **4.3 Förslag för bättre likviditet**

U. Stejmar anser att marknaden kan bli mer attraktiv om företag får tillgång till bra information, men främst kan marknaden öka på grund av ränteläget och ekonomin. Även C. Sillén nämner att lägre räntor är en faktor som skulle kunna öka intresset för företagsobligationer. C. Sillén är av uppfattningen att praxisen inte gett någon effekt för att det finns för många undantag i rapporteringen. G. Fransson vill se att rapportering ska ske ännu snabbare och att undantagen helt borde försvinna.

G. Fransson: *“Det är ett bra initiativ, man skulle kunna skärpa upp de reglerna så det inte finns undantag för stora transaktioner och likaså att man ska rapportera snabbare än vad kravet är idag. Det är ett sätt att förbättra andrahandsmarknaden.”*

Intresset för företagsobligationsmarknaden bland investerare kan också öka genom ytterligare standardisering av dokumentationen så att investerare snabbare och enklare kan bedöma enskilda papper enligt A. Liepe, L. Lönnquist, F. Edner och A. Nyhm. Även G. Fransson och F. Edner anser att det finns potential att göra dokumentationen mer enhetlig avseende de villkor och formuleringar som ska gälla. Enligt U. Stejmar skulle kreditvärderingar av fler bolag förbättra marknadens likviditet eftersom det skulle underlätta för aktörerna att göra bedömningar. A. Liepe tror att om företagsobligationer börjar handlas på en transparent börs istället för en icke-transparent telefonmarknad skulle intresset öka bland investerare för marknaden.

## **5. Analys och diskussion**

### **5.1 Instrument**

I empirin under kategorin instrument presenterades ett av de främsta skälen till att emittenter väljer att söka finansiering genom företagsobligationer. Ett företag kan diversifiera sin finansieringsrisk genom att finansiera sig genom företagsobligationer eftersom en bredare finansieringsbas minskar beroendet av kapital från en enskild finansiär (Bonhron, 2014). Samtliga respondenter i intervjugruppen emittenter bekräftade att diversifiering av finansieringsrisk har varit en av de främsta anledningarna till att respektive företag finansierat delar av sin verksamhet genom företagsobligationer.

Enligt Andfen et al. (2010) kan en nackdel med företagsobligationer vara att det är fler motparter att ta hänsyn till. Detta tycks stämma överens med den empiriska undersökningen och samtliga respondenter i intervjugruppen emittenter beskriver att det är svårare att förhandla när motparterna är fler och att det krävs en större och mer komplicerad förhandlingsprocess.

### **5.2 Risk**

I normala fall minskar avkastningen i en obligation ju mer obligationen närmar sig förfall och enligt Choudhry (2006) kan investerare utgå från yield-kurvan för att bedöma den punkt där avkastningen är högst i förhållande till andra faktorer. Att avkastningen i obligationerna ökar ju mer obligationen närmar sig förfall tycks vara ett skäl till varför avyttringar sker innan obligationer förfaller. Både C. Sillén och L. Lönnquist uppger att obligationer avyttras i förtid eftersom avkastningen minskar ju närmare obligationen närmar sig förfall. L. Lönnquist vidareutvecklade att detta är en metod för Spiltan att skapa avkastning. Enligt G. Fransson hålls obligationer generellt till förfall men ibland finns skäl för avyttring för att hålla risken konstant i portföljen eller på grund av fundamentala förändringar i företag eller marknad.

Riskpremien för företagsobligationer beror främst på marknads-, kredit- och likviditetsrisken (Bonhron, 2014). Samtliga respondenter tar upp både kredit- och likviditetsrisken som risker kopplade till företagsobligationer som placering. C. Sillén och H. Tingstorp nämner även pris-, ränte- och valutarisk som andra risker som förknippas med företagsobligationer. Enligt Longstaff et al. (2005) kan över hälften av riskpremien förklaras av kreditrisken och andelen som kan hänvisas till kreditrisken ökar ju lägre kreditbetyg ett företag har. Samtliga investerare tar dock upp likviditetsrisken som den mest överhängande risken. Likviditetsrisken är enligt C. Sillén störst eftersom en investerare kan tvingas bli sittandes i positioner som inte är önskvärda för att det inte finns köpare. Att respondenternas svar inte överensstämmer med litteraturen kan bero på att litteraturen undersökt en betydligt större marknad. Det skulle även kunna bero på att riskpremien främst kan hänvisas till kreditrisken men att respondenterna upplever likviditetsrisken som större eftersom den är utanför deras kontroll. Respondenterna har tillfrågats vilken risk som upplevs som den största medan Longstaff et al. (2005) undersökt i en kvantitativ studie hur stor andel av riskpremien som kan härledas till de olika riskerna. Det som upplevs av aktörerna och det som påverkar prissättningen på marknaden kan skilja sig åt.

### **5.3 Marknad**

Armelius et al. (2014) har skrivit att räntorna idag är låga och att det bedöms ta lång tid innan de återgår till mer normala nivåer. Joyce et al. (2014) har skrivit att det ökade intresset för företagsobligationer kan vara ett resultat av den högre ränta som obligationerna erbjuder. De flesta respondenter uppger att det ökade intresset för företagsobligationer beror på dagens låga ränteläge. G. Fransson berättar att sparare har börjat fundera på vad de kan göra istället för att ha för mycket pengar ståendes till noll ränta på banken. I jakten på avkastning har även investerare som traditionellt sitter med säkrare obligationer som bostad- eller statsobligationer sökt sig till mer riskfyllda tillgångar enligt G. Fransson och C. Sillén.

Finanskrisen 2007/2008 gav upphov till nya regelverk på de finansiella marknaderna som kan påverka bankernas finansiering, utlåning och risktagande, vilket kan få effekter för icke-finansiella företag som är i behov av kapital (Bonthron, 2014). D. Mindus, J. Ahlqvist, F. Edner, U. Stejmar och L. Lönnquist anser att företagsobligationsmarknaden vuxit till följd av de regulatoriska förändringarna som införts för banksystemet efter finanskrisen eftersom finansieringen från banker blivit mer begränsad och dyrare. Flera respondenter berättade att marknaden vuxit från en låg nivå och enligt A. Liepe har företagsfinansieringen historiskt sett endast varit från banker. Både D. Mindus och J. Ahlqvist berättar att det även vuxit fram en marknad för företag med lägre kreditvärdighet.

### **5.4 Intresse**

Goldstein et al. (2007) och Edwards et al. (2007) anser att ökad transparens kan innebära att intresset för marknaden ökar hos fler investerare och att likviditeten till följd förbättras. De flesta respondenter uppgav att de tror att transparens kan ha en positiv påverkan på intresset för företagsobligationer.

Att information blir tillgängligt tycks vara en viktig parameter för att investera på marknaden. Enligt Bessembinder et al. (2006) har tidigare transaktioner på företagsobligationsmarknaden inneburit att informationen endast nått de involverade parterna vilket inneburit svårigheter för investerare att få fram relevant marknadsinformation som underlag för deras beslut. K. Granlund tror att intresset för marknaden kommer att öka eftersom informationen till följd av Finansinspektionens nya praxis blir tillgänglig för samtliga marknadsdeltagare. A. Liepe anser att det för en investerare är viktigt att ha tillgång till information för att kunna bedöma risken i investeringen.

Graden av transparens kan påverka förtroendet för företagsobligationsmarknaden. Pagano och Röell (1996) beskriver i sin studie att stora handlare kan gynnas av att handla i mindre transparenta miljöer men det kommer på bekostnad av de mindre handlarna och enligt U. Stejmar finns det en allmän misstro att stora aktörer gynnas på bekostnad av mindre aktörer i en lågtransparent marknad. Enligt C. Sillén kan mer transparens stärka förtroendet för marknaden till följd av att alla kommer handla på lika villkor.

## 5.5 Likviditet

Pagano och Röell (1996) samt Edwards et al. (2007) anser att ökad transparens generellt kommer leda till en förbättrad likviditet och Goldstein et al. (2007) visade att ökad transparens gett en neutral eller positiv effekt på företagsobligationsmarknadens likviditet i USA. Respondenternas svar i Figur 5 visade på att de flesta anser att transparens har en positiv påverkan på likviditet. C. Sillén anser att ökad transparens bör ge ökad likviditet för att investerare får bättre information om prissättningen. När priserna bättre speglar värdet blir det lättare att omsätta obligationer, vilket ökar likviditeten i papperen.

Det tycks finnas ett samband mellan intresse och likviditet. I vissa intervjuer framgick det att respondenten tror att intresset för marknaden ökar och därmed likviditeten. Eventuellt kan alltså sambandet transparensens påverkan på likviditet förklaras utifrån vilken effekt transparens får på intresset för marknaden. Några respondenter berättar att market makers intresse och deras incitament att ställa priser kan minska till följd av en ökad transparens, med en minskad likviditet som resultat. Madhavan et al. (2005) visade att transparens kan påverka likviditeten negativt till följd av att kostnaderna för market makers att erbjuda handel ökade och därmed minskade deras intresse för att delta på marknaden.

Likviditeten skulle även kunna påverkas till följd av att en ökad transparens ökar konkurrensen mellan market makers vilket kan minska transaktionskostnaderna och därmed förbättra marknaden likviditet. Enligt Edwards et al. (2007) kan en ökad transparens förbättra likviditeten eftersom marknader med mer information blir mer effektiva och att ökad konkurrens minskar transaktionskostnaderna. Enligt F. Bonthron ökade likviditeten i USA efter införandet av TRACE till följd av en ökad konkurrens och minskade transaktionskostnader. Enligt Bessembinder et al. (2006) minskade transaktionskostnaderna för de företagsobligationer som omfattades av TRACE med 50 procent och de som inte omfattades av TRACE med 20 procent.

## 5.6 Konkurrens

Pagano och Röell (1996) har skrivit att en ökad transparens innebär att konkurrensen kommer att öka genom att mer information blir tillgänglig för flertalet professionella investerare samt att marknaderna kommer anpassas på ett sådant sätt att de som handlar får bästa möjliga affär. De flesta respondenter tror att transparens har en positiv påverkan på konkurrens och det var ingen respondent som svarade att konkurrensen skulle minska till följd av ökad transparens. Enligt F. Bonthron skulle en ökad konkurrens bero på att det blir lättare för aktörerna att ställa krav på market makers till följd av att tillgången på information om vad som omsatts och till vilka priser är mer tillgänglig. Empirin tyder på att det finns en viss risk att market makers deltagande kan minska om de upplever att de inte kan riskhantera sina positioner och enligt Goldstein et al. (2007) och Edwards et al. (2007) finns det vissa som påpekar att en ökad transparens kan öka kostnaderna för market makers att erbjuda handel vilket skulle leda till minskat deltagande på marknaden och därmed mindre konkurrens. Eftersom konkurrens inte hade en egen definition i intervjuguiden kan det hända att respondenterna tolkat konkurrens

på olika sätt men respondenten upplystes under intervjun att den konkurrens som var ifråga gällde den mellan market makers och deras prissättning mot investerare.

## **5.7 Kostnader**

Pagano och Röell (1996) anser att en ökad transparens kommer innebära en ökad konkurrens och att den som handlar i mer transparenta miljöer kommer att ha lägre transaktionskostnader. Som presenteras i 5.5 tycks det finnas ett naturligt samband mellan konkurrens och kostnader. Det är troligt att konkurrens och transaktionskostnader är relaterat men det som främst är intressant är om transparens på marknaden leder till en ökad konkurrens och minskade kostnader, eller om transparens minskar konkurrensen och ökar kostnaderna. Efter att ökad transparens införts i USA år 2002 visade Bessembinder et al. (2006) samt Edwards et al. (2007) att transaktionskostnaderna minskat till följd av en ökad konkurrens. F. Bonthron tror i likhet med den teoretiska referensramen att transparenskrav kan minska transaktionskostnaderna till följd av ökad konkurrens och därmed förbättra likviditeten.

K. Granlund hoppas att en ökad transparens kommer att bidra till smalare spreadar på marknaden men berättar även i linje med Madhavan et al. (2005) att det motsatta kan inträffa om market makers inte kan riskhantera sina positioner. Madhavan et al. (2005) visade att market makers deltagande på Toronto Stock Exchange minskade till följd av nya transparensregler vilket resulterade i signifikanta ökningar i kostnader för att verkställa en order, bredare spreadar och en ökad volatilitet. Det ska dock tilläggas att de marknader som undersökts skiljer sig åt. Bessembinder et al. (2006) och Edwards et al. (2007) undersökte företagsobligationsmarknader som präglades av en låg initial transparens medan Madhavan et al. (2005) undersökt en aktiemarknad som initialt präglats av en högre grad av transparens. Effekten av en ökad transparens på konkurrens och kostnader skulle kunna påverkas av vilken grad av transparens marknaden haft innan förändringen.

I intervjuer med L. Lönnquist och G. Fransson framkom att de anser att det finns en oro för att volatiliteten ska öka med ökad transparens. De drog en liknelse till vad som hände i Norge när högre transparenskrav infördes vilket gav högre volatilitet på marknaden. Transparenskraven i Finansinspektionens praxis innebär att alla avslut ska redovisas och L. Lönnquist anser att risken finns att små avslut kan få en stor effekt på prissättningen. G. Fransson har samma oro och förklarar att risken finns att skambud som tidigare gått under radarn nu kommer att rapporteras vilket kommer att påverka prissättningen på marknaden med ökad volatilitet som följd. Att transparens kan ge ökad volatilitet som speglas i prissättningen är en intressant iakttagning, dock finns det ingen koppling till teorin som denna uppsats samlat in.

## **5.8 Avslutande diskussion**

I både den teoretiska referensramen och i den empiriska undersökningen framgår att det finns skiljaktigheter om transparensens påverkan på marknaden. Olika parter tycks påverkas på olika sätt av transparens vilket gör att regleringar bör utformas efter en balansgång för att inte missgynna en aktör för mycket. Marknaden bör vara tillräckligt transparent för att investerare ska ha en tilltro att handla men graden av transparens ska inte heller missgynna market makers som ställer priser. Det bör finnas incitament för market makers att aktivt delta i

marknaden och erbjuda handel på sekundärmarknaden. Det kan dock vara svårt att urskilja huruvida ett ökat intresse eller en ökad likviditet beror på transparensen eller om det är andra faktorer som ligger bakom. Generellt tycks dock marknadsaktörer eniga om att transparens är positivt, dock råder det delade meningar om vilken grad av transparens som är lämplig samt vilken påverkan transparens får på marknaden.



## 6. Slutsats

Syftet med denna uppsats är att beskriva den svenska företagsobligationsmarknaden samt samband mellan transparens och likviditet på denna marknad. Undersökningen indikerar att det finns flera åsikter om effekten av transparens på en marknad. Generellt tycks marknadens aktörer eniga om att transparens är positivt, dock råder det delade meningar om vilken grad av transparens som är lämplig samt vilken påverkan transparens får på marknaden. Marknaden bör vara tillräckligt transparent för att investerare ska ha en tilltro att handla men graden av transparens ska inte heller missgynna market makers som ställer priser.

Den första frågeställningen ämnade beskriva marknaden med avseende till instrument, risk och marknad. I studien besvarades det främsta skälet för valet av företagsobligationer som finansiering, investerarens syn på risk som förknippas med företagsobligationer som placering samt bakomliggande faktorer för det ökade intresset på marknaden.

- Företagsobligationer kan användas av emittenter för att diversifiera sin finansiering.
- Den risk som upplevs som störst av investerare är likviditetsrisken.
- Den låga räntemiljön har påverkat intresset för företagsobligationer.

Den andra frågeställningen ämnade besvara hur transparens och likviditet ser ut på marknaden för företagsobligationer. Aktörer på marknaden har fått ge sin syn på vilken transparens och likviditet som råder på marknaden.

- Likviditeten på den svenska sekundärmarknaden varierar mellan olika obligationer beroende på emittenten och dess kreditvärdighet.
- Transparensen har varit låg på marknaden men blivit bättre till följd av Finansinspektionens praxis.

Den tredje frågeställningen ämnade besvara aktörernas syn på transparensens påverkan på variabler som intresse, likviditet, konkurrens och kostnader.

- Marknadens aktörer har generellt en positiv inställning till transparens och dess påverkan på marknaden.
- De flesta respondenter anser att transparens har en positiv påverkan på intresset för marknaden.
- Sambandet mellan transparens och likviditet är inte entydigt men de flesta respondenter anser att ökad transparens bör ha en positiv påverkan på likviditet.
- De flesta respondenter tror att transparens har en positiv påverkan på konkurrens.

## **7. Förslag för vidare studier**

För fortsatt forskning föreslås en kvantitativ studie likt Goldstein et al. (2007) för att undersöka hur Finansinspektionens praxis påverkat likviditeten på marknaden för företagsobligationer i Sverige.

Det vore även intressant att vidare undersöka vilka faktorer som främst påverkar likviditet. I samband med detta kan det vara intressant att undersöka möjligheten om respondenternas förslag som anges i 4.3 skulle kunna förbättra likviditeten på sekundärmarknaden.

I ett bredare perspektiv vore det av intresse att undersöka om och hur samhällsekonomiska kostnader som nämns i debattartikeln av Thorsell (2014) kan påverkas av en ökad transparens.

## 8. Referenser

Andrén, N., Eriksson, T., & Hansson, S. (2010). *Finansiering*. Malmö: Liber AB.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. doi:10.1016/S1386-4181(01)00024-6

Armeliuss, H., Bonomolo, P., Lindskog, M., Rådahl, J., Strid, I., & Walentin, K. (2014). *Lägre neutral ränta i Sverige?* (Ekonomiska kommentarer, Nr. 8). Sverige: Sveriges Riksbank.

Tillgänglig:

[http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska\\_kommentarer/2014/rap\\_ek\\_kom\\_nr08\\_141107\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2014/rap_ek_kom_nr08_141107_sve.pdf)

Asgermyr, C. (2000). *A guide to the Swedish bond and Money Market*. Stockholm: Handelsbanken Markets.

Backman, J. (2008). *Rapporter och Uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.

Bank for International Settlements. (2000). *Principles for the Management of Credit Risk*. Basel: Bank for International Settlements. Tillgänglig: <http://www.bis.org/publ/bcbs75.pdf>

Bank for International Settlements. (2003). *A glossary of terms used in payments and settlements systems*. Basel: Bank for International Settlements. Tillgänglig:

<http://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.pdf>

Bessembinder, H., Maxwell, W., & Venkataraman, K. (2006). Market transparency, liquidity externalities, and institutional trading costs in corporate bonds. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 251-288. doi:10.1016/j.jfineco.2005.10.002

Bonthron, F. (2014). *Utvecklingen på den svenska marknaden för företagsobligationer* (Ekonomiska kommentarer, Nr. 7). Sverige: Sveriges Riksbank. Tillgänglig:

[http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska\\_kommentarer/2014/rap\\_ek\\_kom\\_nr07\\_141015\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2014/rap_ek_kom_nr07_141015_sve.pdf)

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Education.

Byström, H. (2010). *Finance-Markets, Instruments & Investments*. Lund: Studentlitteratur.

Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 249-268. doi:10.1016/j.jfineco.2007.03.005

Choudhry, M. (2006). *Corporate Bond Markets: Instruments and Applications*. Singapore: John Wiley & Sons.

Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469. doi:10.1111/j.1540-6261.1983.tb03834.x

Edwards, A. K., Harris, L. E., & Piwowar, M. S. (2007). Corporate bond market transaction costs and transparency. *The Journal of Finance*, 62(3), 1421-1451. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01240.x

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. doi:10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x

FFFS 2007:17. *Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser*. Sverige: Finansinspektionen.

Finansinspektionen. (u.å). *Om FI*. Hämtad 2015-05-10 från <http://www.fi.se/Om-FI/>

Finansinspektionen. (2014a). *Ändrad praxis för publicering av transaktioner på marknaden för företagsobligationer*. Promemoria 2014/14-8178. Sverige: Finansinspektionen.

Tillgänglig:

[http://www.fi.se/upload/43\\_Utredningar/40\\_Skrivelser/2014/pm-ftgobl-14-8178n.pdf](http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2014/pm-ftgobl-14-8178n.pdf)

Finansinspektionen. (2014b). *Ökad öppenhet för marknaden för företagsobligationer*.

Promemoria 2014/14-8178. Sverige: Finansinspektionen. Tillgänglig:

[http://www.fi.se/upload/43\\_Utredningar/40\\_Skrivelser/2014/okad-oppnhet-ftgobligationer.pdf](http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2014/okad-oppnhet-ftgobligationer.pdf)

Finansinspektionen. (2015). *Nya regler för handel med finansiella produkter*. Tillsynen av värdepappersmarknaden 2015/15-2426. Sverige: Finansinspektionen. Tillgänglig:

[http://www.fi.se/upload/43\\_Utredningar/20\\_Rapporter/2015/rot\\_marknad\\_2014.pdf](http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/20_Rapporter/2015/rot_marknad_2014.pdf)

Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S., & Sirri, E. R. (2007). Transparency and liquidity: A controlled experiment on corporate bonds. *Review of Financial Studies*, 20(2), 235-273. doi:10.1093/rfs/hhl020

Jacobsen, D.I. (2000). *Vad, hur och varför: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Joyce, M., and Liu, Z., & Tonks, I. (2014) *Institutional Investor Portfolio Allocation, Quantitative Easing and the Global Financial Crisis*. (Working Paper Nr. 510). England: Bank of England. Tillgänglig:

Tillgänglig:

<http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2014/wp510.pdf>

- Lam, J. (2014). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. Hoboken, NJ, USA: John Wiley & Sons, Inc. doi:10.1002/9781118836477.ch13
- Longstaff, F. A., Mithal, S., & Neis, E. (2005). Corporate yield spreads: Default risk or liquidity? new evidence from the credit default swap market. *The Journal of Finance*, 60(5), 2213-2253. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00797.x
- March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in Organizational Learning, *Organization Science*, nr 2, 71-87.
- Madhavan, A., Porter, D., & Weaver, D. (2005). Should securities markets be transparent?. *Journal of Financial Markets*, 8(3), 265-287. doi:10.1016/j.finmar.2005.05.001
- Naik, N. Y., Neuberger, A., & Viswanathan, S. (1999). Trade disclosure regulation in markets with negotiated trades. *The Review of Financial Studies*, 12(4), 873-900. doi:10.1093/rfs/12.4.873
- Pagano, M., & Röell, A. (1996). Transparency and liquidity: A comparison of auction and dealer markets with informed trading. *The Journal of Finance*, 51(2), 579-611. doi:10.1111/j.1540-6261.1996.tb02695.x
- Standard & Poor. (2010). *Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*. Hämtad 2015-02-04, från <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245207201119>
- Sveriges Riksbank. (u.å). *Riksbankens roll och uppgifter*. Hämtad 2015-05-10 från <http://www.riksbank.se/sv/Riksbanken/Riksbankens-roll/>
- Sveriges Riksbank. (2010). *Basel III-effekter på de svenska bankerna och Sverige*. (Finansiell Stabilitet Nr. 2), 61-67. Sverige: Sveriges Riksbank. Tillgänglig: [http://www.riksbank.se/Pagefolders/8574/fs\\_2010\\_2\\_sv.pdf](http://www.riksbank.se/Pagefolders/8574/fs_2010_2_sv.pdf)
- Sveriges Riksbank. (2013). *Den svenska finansmarknaden*. Sverige: Sveriges Riksbank. Tillgänglig: [http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2013/rap\\_finansm\\_130830\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2013/rap_finansm_130830_sve.pdf)
- Szylar, C. (2014). *Handbook of market risk*. US: John Wiley & Sons Inc. doi: 10.1002/9781118572979
- Thorsell, H. (2008). The pricing of corporate bonds and determinants of financial structure. (PhD thesis, Stockholm: Economic Research Institute, 755). Stockholm: Stockholm School of Economics (EFI). Tillgänglig: <http://hhs.diva-portal.org/smash/get/diva2:220652/FULLTEXT01.pdf>

Thorsell, H. (2014). Den svenska företagsobligationsmarknaden behöver regleras. *Ekonomisk debatt*, (6), 5. Tillgänglig: <http://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/42-6-ht.pdf>

Wärneryd, B. (1990). *Att fråga: Om frågekonstruktion vid intervjuundersökningar och postenkäter*. Örebro: Statistiska centralbyrån.

## Bilagor

### Bilaga 1 - Operationaliseringsschema

#### Emittent

Fråga	Syfte	Referens
I vilken utsträckning använder ni företagsobligationer som finansiering?	Här undersöks hur stor del av respondentens finansiering som är företagsobligationer.	
Varför valde ni att emittera företagsobligationer?	Frågan ska besvara varför företagsobligationer är en del av företagets finansiering.	Andrén et al. (2010); Brealey et al. (2013); Bonthron (2014)
Vilka är fördelarna med företagsobligationer enligt er?	Frågan ställs för att få respondentens svar på vilka fördelar de ser med företagsobligationer	Andrén et al. (2010); Brealey et al., (2013),
Vilka är nackdelarna med företagsobligationer enligt er?	Frågan ställs för att få respondentens svar på vilka nackdelar de ser med företagsobligationer	Andrén et al. (2010), Brealey et al., (2013)
Hur skiljer sig kostnaderna att finansiera sig genom företagsobligationer istället för banklån?	För att få respondentens inblick i hur kostnader skiljer sig åt mellan de två finansieringsmetoderna	Bonthron (2014)
Ser ni någon trend att finansiera sig genom företagsobligationer istället för banklån?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten upplevt en trendskillnad på den här marknaden.	Bonthron (2014); Armelius et al. (2014); Joyce et al. (2014)
Vad kan förändras för att företagsobligationer ska bli mer attraktiva för emittenter?	För att få respondentens åsikt om vad som kan förändras till emittentens fördel.	Finansinspektionen (2014b)
Hur upplever ni intresset för företagsobligationer hos investerare?	Denna fråga undersöker hur intresset från investerares sida är på marknaden.	Bonthron (2014); Armelius et al. (2014); Joyce et al. (2014)
Vad kan förändras för att företagsobligationer ska bli mer attraktiva för investerare?	För att få respondentens åsikt om vad som kan förändras till investerares fördel.	
Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att fler eller färre aktörer kommer intressera sig för marknaden.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b); Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att samband finns och hur sambandet i sådana fall ser ut.	Bessembinder et al. (2006); Chordia et al. (2008); Goldstein et al. (2007); Edwards et al. (2007); Madhavan, Porter & Weaver

		(2005); Pagano & Röell (1996); Copeland & Galai (1983)
Hur tror ni att konkurrensen på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	För att undersöka om respondenten tror att konkurrensen bland mellanhänderna påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006)
Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att kostnader i form av spreadar och/eller emissionsrelaterade kostnader kommer påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006), Thorsell (2014), Pagano & Röell (1996), Edwards et al. (2007), Naik et al. (1999); Copeland & Galai (1983)



## Investerare

Fråga	Syfte	Referens
Hur bedömer ni vilka företagsobligationer som är attraktiva för er portfölj?	Här undersöks vilka faktorer som är viktiga vid värdering av företagsobligationer.	
Hur ser er placeringshorisont ut?	Frågan ställs för att kategorisera eftersom synen på för-, nackdelar och risk kan variera beroende på placeringshorisont.	
Vilka risker förknippar ni med företagsobligationer jämfört med andra placeringar?	Frågan ställs för att ta reda på de risker som främst relateras till företagsobligationer i förhållande till andra räntebärande placeringar.	Bonthron (2014); Lam (2014); Szylar (2014)
Vilken risk med företagsobligationer upplever ni som den största?	För att undersöka vilken risk som respondenten upplever som störst.	Bonthron (2014); Lam (2014); Szylar (2014); Longstaff, Mithal & Neis (2005)
Hur upplever ni intresset för företagsobligationer hos investerare?	För att undersöka hur aktören upplever trenden på marknaden och bakgrunden till den.	Bonthron (2014); Armelius et al. (2014); Joyce et al. (2014)
Vad kan förändras för att marknaden för företagsobligationer ska bli mer attraktiv för investerare?	Öppen fråga för att få fram essentiella frågor som aktören upplever kan göra marknaden mer attraktiv.	
Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.	För att få respondentens bild av den rådande likviditeten på marknaden och om den upplevs som ett problem.	Bonthron (2014), Szylar (2014)
Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.	För att få respondentens bild av den rådande transparensen och om den upplevs som ett problem.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b), Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att fler eller färre aktörer kommer intressera sig för marknaden.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b); Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att samband finns och hur sambandet i sådana fall ser ut.	Bessembinder et al. (2006); Chordia et al. (2008); Goldstein et al. (2007); Edwards et al. (2007); Madhavan, Porter & Weaver (2005); Pagano & Röell (1996); Copeland & Galai

		(1983)
Hur tror ni att konkurrensen på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	För att undersöka om respondenten tror att konkurrensen bland mellanhänderna påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006)
Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att kostnader i form av spreadar och/eller emissionsrelaterade kostnader kommer påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006), Thorsell (2014), Pagano & Röell (1996), Edwards et al. (2007), Naik et al. (1999); Copeland & Galai (1983)
Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?	En öppen fråga för att se respondentens attityd till den nya praxisen samt vilka effekter den väntas få.	Finansinspektionen (2014b)
Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?	En öppen fråga för att undersöka essentiella frågor som respondenten tror kan förbättra likviditeten på marknaden.	Goldstein et al. (2007), Edwards et al. (2007), Madhavan, Porter och Weaver (2005)

## Mellanhand

Fråga	Syfte	Referens
Beskriv er roll på marknaden för företagsobligationer.	För att få en inblick i hur de som aktör agerar på marknaden.	Bonthron (2014), André et al. (2010)
Ser ni någon trend att finansiera sig genom företagsobligationer istället för banklån?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten upplevt en trendskillnad på den här marknaden.	Bonthron (2014); Armelius et al. (2014); Joyce et al. (2014)
Vad kan förändras för att företagsobligationer ska bli mer attraktiva för emittenter?	För att få respondentens åsikt om vad som kan förändras till emittentens fördel.	
Hur upplever ni intresset för företagsobligationer hos investerare?	Denna fråga undersöker hur intresset från investerarens sida är på marknaden.	Bonthron (2014); Armelius et al. (2014); Joyce et al. (2014)
Vad kan förändras för att marknaden för företagsobligationer ska bli mer attraktiv för investerare?	För att få respondentens åsikt om vad som kan förändras till investerarens fördel.	
Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.	För att få respondentens bild av den rådande likviditeten på marknaden och om den upplevs som ett problem.	Szylar (2014)
Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.	För att få respondentens bild av den rådande transparensen och om den upplevs som ett problem.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b), Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att fler eller färre aktörer kommer intressera sig för marknaden.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b); Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att samband finns och hur sambandet i sådana fall ser ut.	Bessembinder et al. (2006); Chordia et al. (2008); Goldstein et al. (2007); Edwards et al. (2007); Madhavan, Porter & Weaver (2005); Pagano & Röell (1996); Copeland & Galai (1983)
Hur tror ni att konkurrensen på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	För att undersöka om respondenten tror att konkurrensen bland mellanhänderna påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006)
Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden	Frågan ställs för att undersöka om respondenten	Bessembinder et al. (2006), Thorsell (2014), Pagano &

n påverkas av ökad respektive minskad transparens?	tror att kostnader i form av spreadar och/eller emissionsrelaterade kostnader kommer påverkas av förändrad transparens.	Röell (1996), Edwards et al. (2007), Naik, Neuberger & Viswanathan (1999); Copeland & Galai (1983)
Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?	En öppen fråga för att se respondentens attityd till den nya praxisen samt vilka effekter den väntas få.	Finansinspektionen (2014b)
Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?	En öppen fråga för att undersöka faktorer som respondenten tror kan förbättra likviditeten på marknaden.	

## Sveriges Riksbank

Fråga	Syfte	Referens
Beskriv kortfattat bakgrunden till införandet av den nya praxisen.	En inledande fråga för att få veta kontexten till den nya praxisen.	Finansinspektionen, (2014b)
Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?	En öppen fråga för att se respondentens attityd till den nya praxisen samt vilka effekter den väntas få.	Finansinspektionen (2014b)
Beskriv de konsekvenser som ett informationsövertag kan ha på marknaden.	En öppen fråga för att få myndighetens syn på informationsövertag.	Pagano & Röell (1996)
Beskriv utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv varför det är viktigt att skydda mindre aktörer.	En öppen fråga för att få myndighetens syn på skydd av mindre aktörer på marknaden.	Thorsell (2014), Pagano & Röell (1996)
Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.	För att få respondentens bild av den rådande likviditeten på marknaden och om den upplevs som ett problem.	Szylar (2014)
Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.	För att få respondentens bild av den rådande transparensen och om den upplevs som ett problem.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b), Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att fler eller färre aktörer kommer intressera sig för marknaden.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b); Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att samband finns och hur sambandet i sådana fall ser ut.	Bessembinder et al. (2006); Chordia et al. (2008); Goldstein et al. (2007); Edwards et al. (2007); Madhavan, Porter & Weaver (2005); Pagano & Röell (1996); Copeland & Galai (1983)
Hur tror ni att konkurrensen bland mellanhänder på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	För att undersöka om respondenten tror att konkurrensen bland mellanhänderna påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006)
Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att kostnader i form av spreadar och/eller emissionsrelaterade	Bessembinder et al. (2006), Thorsell (2014), Pagano & Röell (1996), Edwards et al. (2007), Naik et al. (1999) (1999); Copeland & Galai

	kostnader kommer påverkas av förändrad transparens.	(1983)
Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?	En öppen fråga för att undersöka faktorer som respondenten tror kan förbättra likviditeten på marknaden.	

## Finansinspektionen

Fråga	Syfte	Referens
Beskriv kortfattat bakgrunden till införandet av den nya praxisen.	En inledande fråga för att få veta kontexten till den nya praxisen.	Finansinspektionen, (2014b)
Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?	En öppen fråga för att se respondentens attityd till den nya praxisen samt vilka effekter den väntas få.	Finansinspektionen (2014b)
Hur har ni upplevt mottagandet av den nya praxisen för rapporteringen från; a) Emittenter, b) Mellanhänder, c) Investerare?	Frågan ställs för att undersöka vilken feedback Finansinspektionen fått från marknadens aktörer.	
Beskriv de konsekvenser som ett informationsövertag kan ha på marknaden.	Frågan ställs för att få respondentens åsikt om informationsövertagets implikationer	Pagano & Röell (1996)
Beskriv utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv varför det är viktigt att skydda mindre aktörer.	För att få respondentens uppfattning huruvida mindre aktörer skall skyddas.	Thorsell (2014), Pagano & Röell (1996)
Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.	För att få respondentens bild av den rådande likviditeten på marknaden och om den upplevs som ett problem.	Szylar (2014)
Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.	För att få respondentens bild av den rådande transparensen och om den upplevs som ett problem.	Bessembinder et al. (2006), Finansinspektionen (2014b), Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att fler eller färre aktörer kommer intressera sig för marknaden.	Bessembinder et al., (2006), Finansinspektionen (2014b); Pagano & Röell (1996)
Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att samband finns och hur sambandet i sådana fall ser ut.	Bessembinder et al. (2006); Chordia et al. (2008); Goldstein et al. (2007); Edwards et al. (2007); Madhavan, Porter & Weaver (2005); Pagano & Röell (1996); Copeland & Galai (1983)
Hur tror ni att konkurrensen bland mellanhänder på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad	För att undersöka om respondenten tror att konkurrensen bland mellanhänderna påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006)

transparens?		
Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?	Frågan ställs för att undersöka om respondenten tror att kostnader i form av spreadar och/eller emissionsrelaterade kostnader kommer påverkas av förändrad transparens.	Bessembinder et al. (2006), Thorsell (2014), Pagano & Röell (1996), Edwards et al. (2007), Naik, Neuberger & Viswanathan (1999); Copeland & Galai (1983)
Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?	En öppen fråga för att undersöka faktorer som respondenten tror kan förbättra likviditeten på marknaden.	



## Bilaga 2 - Intervjufrågor

### Emittent

#### Syfte

Syftet med att undersöka företag som emitterat företagsobligationer är att få förståelse för val av finansiering med hänsyn till dess fördelar och nackdelar samt deras syn på intresset för marknaden.

#### Frågor

1. I vilken utsträckning använder ni företagsobligationer som finansiering?
2. Varför valde ni att emittera företagsobligationer?
3. Vilka är fördelarna med företagsobligationer enligt er?
4. Vilka är nackdelarna med företagsobligationer enligt er?
5. Hur skiljer sig kostnaderna att finansiera sig genom företagsobligationer istället för banklån?
6. Ser ni någon trend att finansiera sig genom företagsobligationer istället för banklån?
7. Vad kan förändras för att företagsobligationer ska bli mer attraktiva för emittenter?
8. Hur upplever ni intresset för företagsobligationer hos investerare?
9. Vad kan förändras för att företagsobligationer ska bli mer attraktiva för investerare?

**Transparens** definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis.

**Likviditet** definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris.

10. Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
11. Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
12. Hur tror ni att konkurrensen på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
13. Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?

## **Investerare**

### **Syfte**

Syftet med intervjun är att undersöka företag som förvaltar en eller flera företagsobligationsfonder för att få inblick i deras roll på marknaden samt deras syn på transparens, likviditet samt intresset för marknaden.

### **Frågor**

1. Hur bedömer ni vilka företagsobligationer som är attraktiva för er portfölj?
2. Hur ser er placeringshorisont ut?
3. Vilka risker förknippar ni med företagsobligationer jämfört med andra placeringar?
4. Vilken risk med företagsobligationer upplever ni som den största?
5. Hur upplever ni intresset för företagsobligationer hos investerare?
6. Vad kan förändras för att marknaden för företagsobligationer ska bli mer attraktiv för investerare?

**Transparens** definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis.

**Likviditet** definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris.

7. Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.
8. Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.
9. Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
10. Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
11. Hur tror ni att konkurrensen på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
12. Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?

Finansinspektionen har infört en ny praxis för att offentligöra information om handel med företagsobligationer som trädde i kraft 2 februari i år. Enligt praxis ska följande information nu rapporteras offentligt: (1) vägt snittpris för handlad volym, (2) högsta respektive lägsta avslutspris samt (3) total volym för samtliga affärer under affärsdagen.

13. Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?
14. Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?

## **Mellanhand**

### **Syfte**

Syftet med intervjun är att undersöka företag som hjälper andra företag att emittera företagsobligationer för att få inblick i deras roll på marknaden samt deras syn på transparens, likviditet samt intresset för marknaden. Som en central aktör på marknaden kan de ha en övergripande inblick i de faktorer som påverkar förutsättningarna för både emittenter och investerare.

### **Frågor**

1. Beskriv er roll på marknaden för företagsobligationer.
2. Ser ni någon trend att finansiera sig genom företagsobligationer istället för banklån?
3. Vad kan förändras för att företagsobligationer ska bli mer attraktiva för emittenter?
4. Hur upplever ni intresset för företagsobligationer hos investerare?
5. Vad kan förändras för att marknaden för företagsobligationer ska bli mer attraktiv för investerare?

**Transparens** definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis.

**Likviditet** definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris.

6. Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.
7. Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.
8. Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
9. Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
10. Hur tror ni att konkurrensen på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
11. Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?

Finansinspektionen har infört en ny praxis för att offentligöra information om handel med företagsobligationer som trädde i kraft 2 februari i år. Enligt praxis ska följande information nu rapporteras offentligt: (1) vägt snittpris för handlad volym, (2) högsta respektive lägsta avslutspris samt (3) total volym för samtliga affärer under affärsdagen.

12. Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?
13. Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?

## **Sveriges Riksbank**

### **Syfte**

Syftet med intervjun är att undersöka de som arbetar nära de finansiella marknaderna med regleringar eller tillsyn och få en djupare förståelse för syftet med de regleringar som införs på marknaden för företagsobligationer.

### **Bakgrund**

Finansinspektionen har infört en ny praxis för att offentligöra information om handel med företagsobligationer som trädde i kraft 2 februari i år. Enligt praxis ska följande information nu rapporteras offentligt: (1) vägt snittpris för handlad volym, (2) högsta respektive lägsta avslutspris samt (3) total volym för samtliga affärer under affärsdagen.

### **Frågor**

1. Beskriv kortfattat bakgrunden till införandet av den nya praxisen.
2. Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?
3. Beskriv de konsekvenser som ett informationsövertag kan ha på marknaden.
4. Beskriv utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv varför det är viktigt att skydda mindre aktörer.

**Transparens** definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis.

**Likviditet** definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris.

5. Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.
6. Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.
7. Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
8. Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
9. Hur tror ni att konkurrensen bland mellanhänder på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
10. Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
11. Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?

## **Finansinspektionen**

### **Syfte**

Syftet med intervjun är att undersöka de som arbetar nära de finansiella marknaderna med regleringar eller tillsyn och få en djupare förståelse för syftet med de regleringar som införs på marknaden för företagsobligationer.

### **Bakgrund**

Finansinspektionen har infört en ny praxis för att offentligöra information om handel med företagsobligationer som trädde i kraft 2 februari i år. Enligt praxis ska följande information nu rapporteras offentligt: (1) vägt snittpris för handlad volym, (2) högsta respektive lägsta avslutspris samt (3) total volym för samtliga affärer under affärsdagen.

### **Frågor**

1. Beskriv kortfattat bakgrunden till införandet av den nya praxisen.
2. Vilken effekt tror ni att denna nya praxis kan få på marknaden?
3. Hur har ni upplevt mottagandet av den nya praxisen för rapporteringen från;
  - a. Emittenter
  - b. Mellanhänder
  - c. Investerare
4. Beskriv de konsekvenser som ett informationsövertag kan ha på marknaden.
5. Beskriv utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv varför det är viktigt att skydda mindre aktörer.

**Transparens** definieras som mängden marknadsrelaterad information om förhållanden och transaktioner som offentliggörs på regelbunden basis.

**Likviditet** definieras som möjligheten att på kort sikt handla med en given volym av tillgångar till en låg kostnad, utan att i stor utsträckning påverka tillgångens pris.

6. Beskriv likviditeten på andrahandsmarknaden för företagsobligationer.
7. Beskriv transparensen på företagsobligationsmarknaden.
8. Hur tror ni att intresset för företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
9. Hur tror ni att likviditeten på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
10. Hur tror ni att konkurrensen bland mellanhänder på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
11. Hur tror ni att kostnader på företagsobligationsmarknaden påverkas av ökad respektive minskad transparens?
12. Vilka förändringar skulle bidra till en mer likvid företagsobligationsmarknad?

## **Bilaga 3 - Sammanfattning av intervjuer**

*Intervju med Arvid Liepe, CFO, Wihlborgs Fastigheter, 150420*

### **Instrument och marknad**

Arvid Liepe berättar att Wihlborgs Fastigheters obligationsfinansiering ökat från noll till ungefär en femtedel av bolagets totala finansiering de senaste fyra åren. Den främsta anledningen är att fler källor till kapital är bättre än färre källor. Diversifieringen av upplåningen möjliggör riskspridning när det gäller refinansieringsrisken men underlättar också förhandling gällande bilaterala lån eftersom det finns fler alternativ. Att ha en närvaro på företagsobligationsmarknaden innebär ett alternativ när de förhandlar med banker samt att de kan dra nytta av obligationsmarknaden när kostnaden för kapital är attraktivt. Nackdelar med finansiering genom obligationer är att det innebär högre transaktionskostnader än bilaterala lån samt att låntagaren saknar en tydlig motpart att kommunicera med när något förändras. Vid bilaterala lån är motparten enklare att kommunicera med än om det finns flera parter eftersom det krävs en större och mer komplicerad process. Skillnader på kostnader för bilaterala lån eller obligationslån varierar över tid samt skiljer sig mellan om de är säkerställda eller icke säkerställda. På frågan om det finns skillnader mellan första eller tionde emissionen svarar A. Liepe att de rådgivare som finns på bankerna ofta argumenterar för att första emissionen är dyrast, något som han inte tycker om att höra eftersom han vill betala vad som enligt deras profil och kreditrisk är rimligt. Enligt A. Liepes uppfattning har företagsobligationsmarknaden i Sverige vuxit betydligt de senaste åren till följd av att investerare jagar avkastning eftersom säkra papper inte ger någon särskild avkastning. Företagsfinansieringen i Sverige har historiskt sett endast varit från banker men det är positivt för emittenter att marknaden utvecklas och att det finns alternativ. Intresset kan öka ytterligare av standardiserad dokumentation för att investerare snabbare och lättare ska kunna bedöma enskilda papper, samt att företagsobligationer börjar handlas på en transparent börs istället för en icke-transparent telefonmarknad.

### **Transparens och likviditet**

A. Liepe tror att ökad transparens leder till ett ökat intresse eftersom investerare vid varje investering ska bedöma risken i sin investering och risken ökar i mindre transparenta miljöer vilket gör att du som investerare kräver högre avkastning och blir mindre intresserad av att investera. Han tror att ökad transparens är positivt för likviditeten samt att ökad likviditet är något som både emittenter och investerare har intresse av. Han tror även att konkurrensen mellan de banker som ställer priser ökar vid en ökad transparens samt att spreadarna borde minska något som följd. Han tror främst att en ökad konkurrens kommer investerarna till gagn eftersom minskade spreadar innebär att investerarna upplever att risken är mindre vilket i sin tur är positivt för emittenten som kan emittera billigare. A. Liepe påpekar dock att den avgift som de betalar till banken som arrangerar emissionen inte nödvändigtvis minskar. Det som skulle kunna minska emittentens kostnad är om transparensen utvidgas till att gälla vad emittenter betalar för emissionen.

### **Instrument och marknad**

Viktor Magnusson berättar att obligationsfinansiering, som står för en tredjedel av Castellums finansiering, är ett komplement till bankfinansiering. Det är positivt att ha en bredare finansieringsbas och ytterligare investerarkategorier eftersom bolaget sänker sin risk då det inte blir lika exponerat mot ett enskilt system samt ett visst antal kreditgivare. En ytterligare fördel är att de kan spara några räntepunkter genom att undvika ränteswappar, får möjlighet till längre löptider samt att du som emittent kan välja mellan säkerställda eller icke-säkerställda emissioner. En nackdel med företagsobligationer är att det vid en stressad situation kan vara svårare att förhandla med motparterna. Banklån har även fördelen att bolaget kan ha ett outnyttjat kreditutrymme samt att du mer flexibelt kan öka volymen på lånet eller amorteringarna hos banken. En obligation kan bara köpas tillbaka förutsatt innehavaren är villig att sälja. Kostnaden mellan banklån och obligationsfinansiering skiljer sig beroende på säkerhet och obligationsmarknaden i övrigt. Det finns en trend att finansiera sig genom banklån till följd av nya regelverk för bankerna. För investerare har intresset ökat främst till följd av de låga räntorna där investerare i jakt på avkastning söker sig till företagsobligationsmarknaden. Det som ytterligare skulle påverka intresset för företagsobligation är framförallt prisfrågan, och den varierar över tid.

### **Transparens och likviditet**

Enligt V. Magnussons uppfattning har finansinspektionens nya praxis haft en liten, om något, negativ effekt på handeln. Han tror att den kan ge en negativ effekt på sekundärmarknaden men inte att praxisen kommer påverka primärmarknaden. Kritiken mot transparens kommer främst från större investerare som redan har den typen av information och som nu förlorar en del av sitt informationsövertag. För mindre och medelstora investerare innebär en ökad transparens mer konkurrenskraftiga förhållanden. V. Magnusson tror att en ökad transparens kan innebära ökad konkurrens samt att spreadarna kan minska, men att det inte kommer bli någon märkbar skillnad för kostnaden att emittera. Transparensen är främst en fråga för investerare som kan få mer marknadsmässiga priser, men det skulle i förlängningen kunna innebära att kostnader påverkas även för emittenter.

### **Instrument och marknad**

David Mindus berättar att fastighetsbolaget AB Sagax gjorde sin första emission av företagsobligationer år 2005 och att obligationer idag utgör tio procent av deras totala kapitalisering. Främsta anledningen till att emittera företagsobligationer framför banklån är att diversifiera sin finansieringsstruktur utifrån ett riskperspektiv samt att flera källor till upplåning ger dem bättre möjligheter att förhandla priset på deras upplåning eftersom de har flera alternativ. Desto mer ett företag sprider sin finansiering ju mindre påverkan får varje enskild händelse. D. Mindus exemplifierar risken genom att beskriva en finansiering från en enskild bank som hamnar i ekonomiskt knipa och får svårighet att finansiera nya lån eller refinansiera de befintliga för låntagaren. Ytterligare fördelar med företagsobligationer är att villkoren kan utformas mer flexibelt i förhållande till banklån. En nackdel är att villkoren är svåra att ändra retroaktivt eftersom de har fler motparter i motsvarighet till banklån. På frågan om hur kostnader skiljer sig mellan banklån och företagsobligationer betonar D. Mindus att det inte är jämförbar upplåning utan att kostnader måste ställas i relation till vad som finansieras och till vilken säkerhet. Obligationsinnehavare tar en strukturellt högre risk eftersom deras fordran kommer efter banken som dessutom har pant som säkerhet. Marknaden för finansiering genom obligationer har vuxit och fortsätter växa till följd av regulatoriska förändringar av banksystemet sedan finanskrisen. En stor förändring på den svenska marknaden för företagsobligationer är att det vuxit fram en marknad för bolag med lägre kreditvärdighet än investment grade. Intresset hos investerare har vuxit till följd av dagens låga räntor som gjort att investerare sökt alternativ. Det har uppstått ett finansieringshål där bankerna tvingats begränsa sin utlåning och investerarna haft ett underutbud av investeringsmöjligheter.

### **Likviditet och transparens**

D. Mindus tror att transparens har en marginell effekt på intresset för företagsobligationer men att tillförlitlig och bra information om emittenten har stor betydelse. Han tror att transparens får en begränsad effekt på likviditeten samt att likviditet inte är en viktig fråga. Detta eftersom investerarna generellt är av en annan karaktär som oftast håller obligationer till förfall och har en annan infallsvinkel på löptid än traditionella investerare. Han berättar att det finns investerare vars affärsidé är att handla med obligationerna men att huvudregeln är att de hålls till förfall och att utgångspunkten är att matcha sina löptider. Vidare tror D. Mindus att det är framförallt exogena faktorer som påverkar prissättningen och att transparens inte har någon större effekt på konkurrensen. Kostnaden kan i sin tur bero på hur stor emittenten är och hur frekventa de är i emissioner. En stor emittent som emitterar flera gånger per år får ett bättre pris än en liten aktör som endast gör en emission vart femte år.



### **Instrument och marknad**

Gustav Fransson berättar att valet av företagsobligationer som är attraktiva för deras portfölj är en avvägning mellan risk och avkastning. Företagen bedöms utifrån deras ledning, ägare, affärsmodell, dess kassaflöden samt skuldsättningen i förhållande till kassaflöden. De är främst aktiva i obligationer med löptid mellan tre till fem år eftersom det vid längre löptider är svårare att göra bedömningar. Obligationerna hålls främst till förfall men att det ibland finns skäl för avyttring som att hålla risken i portföljen konstant eller fundamentala förändringar i företag eller marknad. I förhållande till andra räntebärande placeringar har även företagsobligationer kredit- och likviditetsrisk, där likviditetsrisken är den överhängande enligt G. Fransson. Det ökande intresset för företagsobligationer är till följd av att det skrivs mer om företagsobligationer samt att det rådande ränteläget gör att investerare söker alternativ. Det låga ränteläget har påverkat stora aktörer som traditionellt sitter med säkrare obligationer till att söka sig till mer riskfyllda tillgångar i jakten på avkastning. För att marknaden ska bli mer attraktiv behöver omsättningen på andrahandsmarknaden bli bättre för att investerare ska känna sig trygga med att de kan omsätta sina obligationer fritt. Finansinspektionens praxis är ett framsteg men rapporteringen borde ske snabbare och undantag för stora affärer borde försvinna. Spreaden mellan köp- och säljkurs är enligt G. Fransson stor och hindrar investerare eftersom kostnaden förknippat med att handla är hög. Genom att bankerna sänker kostnaderna tror G. Fransson att volymerna ökar, att bankernas nettointjäning består men att marknaden skulle fungera bättre. Det finns även potential i att göra lånedokumentationen mer enhetlig genom vilka villkor och formuleringar som ska gälla.

### **Transparens och likviditet**

Likviditeten på andrahandsmarknaden är varierande; investment grade samt större bolag med väletablerade relationer till de stora affärsbankerna har generellt god likviditet. Fundamental information från företagen är idag tillfredställande men för den transparens som gäller pris och tillgängliga volymer finns det ett stort utrymme för förbättring. Informationen kommer främst genom informationssystemet Bloomberg eller i mailutskick från bankerna. Det finns ingen aktör som offentligt motsätter sig en förändring även om G. Fransson tror att bankerna är måna om att andrahandsmarknaden blir kvar i samma format som idag eftersom det utgör en stor inkomstkälla. Det finns idag ingen centraliserad orderbok som för aktiemarknaden och G. Fransson tror det ligger långt bort eftersom aktörer kan ha många olika obligationer utestående. Transparens är positivt för intresset för företagsobligationer. G. Fransson tror också transparens är positivt för likviditeten men att det även kan ha andra effekter och nämner att rapporteringskrav i Norge resulterade i ökad volatilitet. G. Fransson förklarar med ett exempel med en liten investerare som känner sig tvingad att sälja sitt innehav. Investeraren är beredd att sälja till vilket pris som helst och tar ett skambud från en opportunistisk köpare. Tidigare har en sådan affär kunnat flyga under radarn medan det i nya systemet kommer den affären att rapporteras in till börsen. Alla aktörer kommer att kunna se ett avslut till en väsentligt lägre kurs och följaktligen finns risken att prisställare flyttar ner sina indikativa priser och till följd ökar volatiliteten på marknaden. I Sverige har han inte sett de tendenserna men det finns en befogad oro att volatiliteten kan öka. Han tror att transparens kan leda till en

ökad konkurrens som i sin tur bör resultera i lägre kostnader eftersom investerare kan ta del av de priser som ställs utan att ha en direkt relation med alla banker. Effekten av den nya praxisen kan leda till ett ökat intresse bland investerare som har strikta krav på förutsättningarna för sina placeringar men kan potentiellt innebära en ökad volatilitet i vissa obligationer. För att öka likviditeten tror G. Fransson att det krävs mer strömlinjeformad dokumentation, en skärpning av praxis där rapportering sker snabbare samt att undantag för större transaktioner försvinner.

### **Instrument och marknad**

Lars Lönnquist på Spiltan Fonder berättar att de främst utgår från det underliggande bolaget, dess ägare och ledning när de väljer företagsobligationer för sin portfölj. De har två företagsobligationsfonder; Spiltan Räntefond Sverige med kort löptid i svenska obligationer och Spiltan Högräntefond med längre löptid i nordiska obligationer. Kredit- och likviditetsrisk är de två risker som främst förknippas med företagsobligationer där kreditrisken enligt L. Lönnquist är mer hanterbar medan likviditetsrisken varierar mer över tid. Spiltan Räntefond Sverige består till en tredjedel av företagscertifikat och har en lägre likviditetsrisk. Avkastning skapas på två sätt; antingen genom kreditrisk eller ränterisk, där Spiltan utgår främst från kreditrisken genom att vara aktiva i sina placeringar för att få bäst betalt på yield-kurvan. Det resulterar i att obligationerna generellt avyttras när sex till tolv månader kvarstår till förfall. Intresset för företagsobligationer är stort och har vuxit de senaste fem åren till följd av bankernas mer restriktiva utlåning samt det låga ränteläget. L. Lönnquist tror att mer enhetliga prospekt skulle göra företagsobligationer mer attraktiv för investerare, en utveckling som han tycker sker idag.

### **Transparens och likviditet**

Likviditeten på företagsobligationsmarknaden är varierande. L. Lönnquist berättar att det är bäst när marknaden är stabil, mättad samt att aktörerna har ett lagom intresse. Det sker sällan och likviditeten är ett problem. Likviditeten beror på emissionernas storlek och spridningen vid emissionen. Vid vissa emissioner placerar endast ett fåtal investerare i obligationen som de sedan håller en tid framöver vilket innebär en lägre likviditet i just den obligationen. L. Lönnquist skulle hellre se mer spridda emissioner. Transparensen är bra och blir bättre med Finansinspektionens praxis. L. Lönnquist tycker att bankerna generellt är sena att justera sina indikativa priser i informationssystemet Bloomberg samt att spreaden mellan köp- och säljkurs är breda. Transparens är generellt bra men aktörernas informations- överläge blir i transparenta miljöer mindre värt. L. Lönnquist tror att praxisen kan få en begränsad effekt men om något finns en befogad oro att praxisen kan innebära en ökad volatilitet. Risker blir att små volymer får en stor effekt på värderingen på hela marknaden. Volatiliteten ökade i Norge till följd av att liknande rapporteringskrav infördes. Konkurrens och prissättning borde gå ned något vid en ökad transparens men han tror inte kostnader kommer påverkas. För att likviditeten ska förbättras skulle eget lager hos bankerna och större market maker positioner vara positivt. L. Lönnquist exemplifierar med om de vill avyttra företagscertifikaten tar bankerna generellt det i egen bok och ställer bra priser. Om de istället vill avyttra en företagsobligation med en löptid på ett till två år kvar, där risken inte är väsentligt längre, är bankerna generellt negativt inställda till det.

### **Instrument och marknad**

Charlotte Sillén på Handelsbanken Fonder bedömer vilken placering som är bäst i förhållande till risken genom att stegvis bedöma den makroekonomiska utvecklingen, sektorn som bolaget verkar i samt bolagets kreditkvalité. Bedömning av bolagsrisken sätts i förhållande till prisbildningen för att avgöra om det är en attraktiv placering. Portföljen består av investment grade och high yield men kan som mest ha en tredjedel i high yield inklusive bolag utan kreditbetyg. Placeringshorisonten är upp till sju år men det är sällan företagsobligationer hålls till förfall eftersom yildnen minskar med mindre tid kvar till förfall. Risker som förknippas med företagsobligationer är kredit-, likviditets- och prisrisk. Likviditetsrisken är störst eftersom du som investerare kan bli sittandes i positioner du inte vill ha om det inte finns köpare. Intresset för företagsobligationer är sedan finanskrisen 2008/2009 stort till följd av investerarnas jakt på avkastning i en lågräntemiljö. Investerare som traditionellt investerar i statspapper och bostäder intresserar sig nu även för företagsobligationsmarknaden. För att företagsobligationsmarknaden ska bli ytterligare mer intressant för investerare vill C. Sillén se större emissioner från företagen eftersom många idag gör flera mindre emissioner, något som minskar likviditeten i emissionerna. Lägre räntor är också en faktor som skulle kunna öka intresset för företagsobligationer eftersom det leder till ytterligare jakt på avkastning bland investerare.

### **Transparens och likviditet**

Likviditeten är idag okej men varierar beroende på namn och löptid. C. Sillén betonar dock att likviditeten i en stark marknad kommer att vara bättre än likviditeten i en svag marknad. När marknaden vänder kommer det se annorlunda ut. Transparensen är låg och de försök som gjorts för att öka den har inte gett de effekter som vi önskat till följd av att det finns flera undantag i rapporteringen. C. Sillén berättar att de vill ha en bättre transparens men att det finns två läger; ena sidan anser att transparens tar död på marknaden eftersom marknadens aktörer inte vill visa vilka positioner de har, att breda spreadar blir tydligare och kommer behöva minskas vilket leder till mindre intjäning. Den andra sidan anser på att det blir mer lätthanterat till följd av att transparens skulle öka förtroendet för marknaden där alla handlar på lika villkor. C. Sillén tror att en ökad transparens skulle innebära att likviditeten blir bättre men framförallt på mindre poster eftersom riktigt stora poster alltid kommer vara svårare att omsätta. Om spreaden mellan köp- och säljkurs minskar skulle det bli bättre likviditet. Även detta är omtvistat eftersom market makers kan bli mindre villiga att ta på sig en för stor post som kan bli svår att omsätta. C. Sillén tror att en ökad transparens leder till ökad likviditet. Hon tror också att en ökad transparens bör leda till ökad konkurrens eftersom mer tillgänglig information underlättar för mindre aktörer att komma in på marknaden. Ökad transparens bör också ge lägre kostnader i form av minskade spreadar mellan köp- och säljkurser. Finansinspektionens nya praxis har hittills inte haft någon större effekt eftersom det finns för många undantag. Undantaget för transaktioner över femtio miljoner innebär att många transaktioner inte redovisas och sedan beror det ju också på vilken börs obligationen är noterad på. C. Sillén hoppas på att denna praxis i framtiden kommer fungera och att det bör

leda till lägre kostnader, bättre konkurrensvillkor och högre likviditet. Hon tror också att en större marknad med större emissioner skulle vara positivt för likviditeten.

*Intervju med Henrik Tingstorp, Fondförvaltare, Simplicity AB, 150413*

### **Instrument och marknad**

Henrik Tingstorp berättar att Simplicity utgår från en investeringsprocess där de tittar på bolagets ägare, ledning, kassaflöden samt resultat och balansräkning när de utvärderar vilka företagsobligationer som är attraktiva för deras portfölj. Företagsobligationsfonden har en placeringshorisont på två till fem år och för att få en genomsnittlig löptid på tre år blandas längre och kortare löptider. De risker som förknippas med företagsobligationer är likviditets-, ränte-, kredit- och valutarisk där H. Tingstorp bedömer likviditetsrisken som den största. Intresset för att emittera företagsobligationer är idag stort eftersom företag haft svårare att få finansiering till följd av en mer restriktiv utlåning från bankerna efter finanskrisen. För investerare beror det stora intresset enligt H. Tingstorp främst på det låga ränteläget där investerare har sökt sig till företagsobligationer för att få en positiv avkastning utan att gå alltför långt i löptid.

### **Transparens och likviditet**

Det finns skillnader i likviditeten på andrahandsmarknaden enligt H. Tingstorp. Företagsobligationer med hög rating har en god likviditet medan företagsobligationer med låg eller ingen rating har sämre likviditet. Likviditeten har förbättrats för high yield-obligationer de senaste tre åren men det varierar från företag till företag. H. Tingstorp tror att en fortsatt ökad transparens kan leda till att företagsobligationer blir mer attraktivt för investerare genom att dra en parallell till USA och övriga Europa där transparensen varit god, men att de nordiska marknaderna de senaste åren blivit bättre. H. Tingstorp är positiv till initiativet med ökad transparens från Finansinspektionen men anser att det finns ytterligare förbättringspotential. H. Tingstorp beskriver att den information som finns från företag är lagstiftad och är god. Den transparens som rör marknaden i form av indikativa kurser från mellanhänder har blivit bättre i takt med att marknaden vuxit. Transparensen upplevs inte som ett stort problem men en högre transparens skulle förmodligen öka likviditeten. Eftersom företagsobligationer inte handlas på en gemensam börs krävs bra koll på vilka priser bankerna ställer. H. Tingstorp tror att en ökad transparens kan ge lägre kostnader i form av lägre avgifter. Vidare tror H. Tingstorp att Finansinspektionens nya praxis kommer att gynna investerare. Intresset för svenska företagsobligationer kommer att öka från deras håll eftersom de nu lättare kan bedöma likviditetsrisken och volatiliteten. För en fortsatt förbättrad likviditet tror H. Tingstorp att den främsta förutsättningen är att marknaden måste fortsätta växa. Om det hela tiden finns köpare och säljare samt att handeln effektiviseras skulle det också bidra till en bättre likviditet.

### **Instrument och marknad**

Jacob Ahlqvist beskriver att Swedbank har två åtskilda roller på företagsobligationsmarknaden; i den ena rollen hjälper de företag som vill emittera företagsobligationer och i den andra hjälper de investerare hitta investeringsmöjligheter. Priset vid en emission sätts av marknaden genom anbudsförfaranden där investerare anger vilken volym och till vilken prisnivå de är intresserade och sedan hittar banken ett pris där emissionen kan ske. Han beskriver även att det allmänna intresset för att investera eller finansiera sig med företagsobligationer har ökat i takt med att marknaden expanderat och mognat. Det har enligt J. Ahlqvist skett en ökning för intresset att finansiera sig genom obligationer framför banklån och att ökningen främst skett i high yield-segmentet där emittenterna oftast är fastighetsbolag som är tillgångstunga bolag med förutsebara kassaflöden. Ökningen har skett efter finanskrisen till följd av Basel III som gör det svårare för banker att låna ut. Ett ytterligare skäl till att företagsobligationer ökar är att bolagen strategiskt kan diversifiera sin upplåning genom att ha flera olika finansieringskällor, genom att diversifiera sin finansiering minskar risken att inte kunna refinansiera sina lån.

### **Transparens och likviditet**

Intresset för företagsobligationer har en tydlig koppling till likviditet. För statspapper samt de stora företagen är det god likviditet men för high yield är likviditeten betydligt sämre. Likviditeten är primärt ett problem för mindre emissionerna. Marknaden är inte lika transparent som aktiemarknaden utan det är marknadsaktörer som ställer priser genom exempelvis informationssystemet Bloomberg. J. Ahlqvist tror att transparensen kommer att öka i takt med marknadsutbyggnad och mognad. Han tror att alla marknadsaktörer vill ha mer transparens, även mellanhänderna som vill se tillväxt i produkten eftersom en ökning i volym är positivt för deras affärsverksamhet. Han tror att likviditet är en viktigare fråga än transparens samt att transparensen generellt är bra men driver inte i sig självt likviditeten. Han tror inte transparensen skulle påverka den redan hårda konkurrensen. J. Ahlqvist förklarar att spreadarna på marknaden förklaras mer av likviditet än transparens. Kostnaderna på marknaden tror han inte skulle förändras till följd av en ökad transparens, J. Ahlqvist understryker att kostnaderna är situationsberoende men generellt påverkas de av företagets storlek, hur frekvent de emitterar och volymen på emissionen. Det är för tidigt att uttala sig om effekterna av Finansinspektionens nya praxis men att han har en positiv syn till alla försök att förbättra transparensen. J. Ahlqvist berättar att likviditeten och volatiliteten på marknaden har påverkats negativt av Basel III som strypt bankernas handel i egen bok.

### **Instrument och marknad**

Fredrik Edner arbetar med emissioner på Nordic Fixed Income där han talar med potentiella emittenter angående villkor och investerarpresentationer. De gör alla typer av emissioner men inriktar sig främst mot high yield där en stor del av emittenterna varit fastighetsbolag. Sedan Nordic Fixed Income startades upp runt år 2010 har det funnit ett växande intresse för företagsobligationer. Bakgrunden till den växande marknaden är att bankernas utlåning blivit dyrare och mer restriktiv till följd av Basel III och krisen i Europa. Bolag får idag generellt sin säkerställda finansiering från bankerna och obligationer används som kompletterande finansiering. Om bankernas utlåning blir dyrare och mer restriktiv skulle företagsobligationer bli ett ännu mer attraktivt alternativ för låntagare. En annan faktor som skulle kunna göra marknaden mer attraktiv är att volymerna växer och att fler investerare lockas till marknaden. Det är något som kan leda till mer likviditet som på sikt gör obligationer mer attraktivt för emittenter och att prisnivåerna pressas ned. F. Edner tror att mer standardiserad dokumentation skulle göra marknaden mer attraktiv för investerare som förklarar att prospektens utformning idag är tämligen standardiserad men att det finns potential att göra villkoren mer enhetliga.

### **Transparens och likviditet**

Likviditeten är god för investment grade, god för större BB+ bolag men för mindre bolag med en högre risk vore mer likviditet önskvärt enligt F. Edner. Resultatet av bristen på likviditet för bolag med hänsyn till kreditvärderingen blir att glappet mellan kuponger mellan ett bolag med BB och ett bolag med B blir stort. En skillnad som gör att emittenten kan få betala en ordentlig premie till följd av likviditeten. Informationsmässigt är transparensen god på företagsobligationsmarknaden enligt F. Edner. Både intresse och likviditet kan påverkas positivt av ökad transparens men i vilken utsträckning är svårt att svara på. Konkurrensen kommer om något att påverka sekundärmarknaden men inte primärmarknaden i någon vidare utsträckning. Om en investerare som köpt på sig för mycket vid en emission vet att de snabbt kan göra sig av med obligationerna på sekundärmarknaden är det positivt och kan få en indirekt effekt på primärmarknaden eftersom likviditetspremien sjunker. Men F. Edner understryker att det är en teoretisk diskussion och att marknaden inte är där ännu. Finansinspektionens nya praxis tycker F. Edner är positiv eftersom de får bättre information om likviditeten i ett visst värdepapper men att informationen i sig inte går att handla på. Han understryker att effekterna är svåra att utvärdera i dagsläget. F. Edner tror att likviditeten skulle förbättras av en digital plattform för handel eftersom investerarna då vet att de vid varje tidpunkt får bästa priset. I övrigt tror F. Edner att en större och mer mogen marknad är vad som främst krävs för en mer likvid företagsobligationsmarknad.

### **Instrument och marknad**

Anna Nyhm beskriver att trenden för företagsobligationer växer såväl i ökade volymer som förstagångsemissioner. Den växande marknaden är en följd av de nya regelverken, men det finns också andra karaktärsdrag som lockar emittenter; exempelvis att det inte krävs amortering samt att obligationer ger möjlighet till längre löptider. Det som kan göra marknaden mer attraktiv är om prissättningen blir lägre, bankmarknaden är idag attraktiv för låntagare eftersom de prismässigt kommer ut lägre än obligationer. Från investerarsidan är intresset stort och obligationsfonderna ser just nu bra inflöden. De främsta faktorerna till detta är den rådande marknaden med låga räntor vilket gör att investerare försöker leta avkastning och där högavkastande obligationer är intressanta. A. Nyhm tror att investerare skulle tycka att företagsobligationer blir mer intressanta placeringar om villkoren blir stramare samt att den ränta investerare får speglar risken de tar. Även mer standardiserade villkor skulle underlätta och göra investeringsbesluten snabbare för investerare.

### **Transparens och likviditet**

A. Nyhm beskriver att likviditeten på företagsobligationsmarknaden inte går att jämföra med aktiemarknaden. Likviditeten har dock blivit bättre i takt med att andrahandsmarknaden blivit större. Banker har en viktig roll för att se till att det finns en andrahandsmarknad i de obligationer de hjälper till att emittera där aktörer kan köpa och sälja. Transparensen på företagsobligationsmarknaden går inte heller att jämföra med aktiemarknaden och de nya reglerna har antagligen tillkommit av den anledning att Finansinspektionen inte tycker transparensen är bra, anser A. Nyhm. Det Finansinspektionen vill med reglerna är främst att mindre aktörer ska få en ökad transparens eftersom större aktörer redan har bra koll på var priset ligger. A. Nyhm tror inte det finns ett direkt samband mellan transparens och kostnader utan, om något, beror kostnader på marknadens likviditet. Det är för tidigt att säga vad de nya reglerna får för effekt och A. Nyhm har inte sett någon skillnad ännu. Effekten kan vara åt båda håll; antingen kan likviditeten öka eftersom mindre aktörer kan ha nytta av informationen, men det kan också innebära att det blir mindre attraktivt för stora aktörer att handla vilket i sin tur kan påverka likviditeten negativt. För att få en mer likvid marknad för företagsobligationer krävs det att den fortsätter växa med fler aktörer, bolag och emissioner.



### **Instrument och marknad**

Handelsbanken har fyra avdelningar som arbetar med företagsobligationer; mot emittent, mot investerare samt en avdelning som arbetar med kreditanalyser och skuggrating samt trading. Ulf Stejmar arbetar mot emittenter och berättar att fler företag söker sig till företagsobligationsmarknaden sedan finanskrisen till följd av regelverk som gjort bankernas utlåning dyrare. I Sverige har bland annat fastighetsbolag med stora kapitalbehov emitterat företagsobligationer. Investerare har också fått ett ökat intresse för företagsobligationer till följd av främst exogena faktorer som låga räntor, låg inflation och allmän osäkerhet om konjunkturen. Marknaden kan bli mer attraktiv om aktörer får tillgång till bra information men främst skulle ett ökat intresse bero på faktorer som ränteläget och ekonomin.

### **Transparens och likviditet**

Likviditeten på företagsobligationsmarknaden varierar och skillnaderna beror på kreditvärdigheten. Stora papper med investment grade kan nästan alltid omsättas medan mindre papper med låg kreditvärdighet generellt har en sämre likviditet. Transparensen har blivit bättre sedan Finansinspektionens nya praxis för rapportering infördes. Marknadens likviditet beror på alla inblandade parter och det finns olika uppfattningar om vad som är bra och dåligt. En för likvid marknad kan skapa lönsamhetsproblem för de som är aktiva i marknaden. Det måste, enligt U. Stejmar, vara en rimlig likviditet för att market makers som ställer priser ska kunna hålla och bli av med risk och att de inte blir slagpåsar för marknaden i olika lägen. U. Stejmar understryker att det är viktigt att det finns en andrahandsmarknad och att den är transparent, men att det också finns en risk att om marknaden blir för genomlyst på alla håll och kanter vill färre vara aktiva som market makers eftersom det kan vara svårt att få betalt för att ta risk. Det är något som måste balanseras säger U. Stejmar, på ett sådant sätt att det inte blir otacksamt att ställa priser. Finansinspektionens nya praxis har på kort sikt inte gett några stora effekter, men många är positiva till den. U. Stejmar tror att det finns en allmän misstro att stora investerare gynnas på bekostnad av små investerare, men betonar att det alltid kommer ställas olika priser på olika stora poster. Grundinställningen hos aktörerna är att alla vill utveckla marknaden och att människor ska ha förtroende för kapitalmarknaderna men att aktörerna har olika uppfattningar om vad som är hälsosamt. U. Stejmar berättar att konkurrensen ständigt ökar på marknaden och att mer transparens om något ytterligare skulle kunna öka konkurrensen. Sverige har jämförelsevis andra länder en hård konkurrens och spreadar, courtage och avgifter pressas ner relativt snabbt. Han tror inte transparensen kommer ge någon effekt på arrangörsavgifter. För likviditeten tror U. Stejmar att mer information är positivt men han tror inte rapporteringen får någon större effekt på prissättningen, om något möjligen lite smalare spreadar. Om det påverkar på lång sikt är för tidigt att säga. För att förbättra marknadens likviditet skulle kreditvärdering av bolagen underlätta för aktörerna att göra bedömningar och göra marknaden mer likvid. Kapitäläckningskraven har försämrat likviditeten och gjort det dyrt för bankerna att hålla handelslager. U. Stejmar tror inte en ökad transparens nödvändigtvis innebär en ökad likviditet i alla lägen. Om trendvändningarna blir för stora kan det vara svårt för market

makers att ställa priser de kan stå för. I en volatil marknad kan det visa sig att marknaden egentligen inte är speciellt likvid.

*Intervju med Fredrik Bonthron, Economist, Sveriges Riksbank, 150427*

### **Instrument och marknad**

Fredrik Bonthron berättar att marknaden för företagsobligationer på senare tid förändrats genom att fler typer av emittenter och investerare tagit sig till marknaden där behovet för utjämnad information ökat. I Europa kommer det nya regelverket Mifid II att införas som ställer krav på ökad transparens för bland annat företagsobligationsmarknaden där Finansinspektionens nya praxis kan ses som ett steg i den riktningen. Finansinspektionens nya praxis kan minska osäkerheten för mindre investerare genom att investerare kan verifiera hur deras pris står sig mot marknaden eftersom volymer och priser som handlas måste rapporteras. Offentliggörande av information ger inte en fullständig insyn i handeln men den minskar osäkerheten. Lägre osäkerhet kan bidra till större aktivitet från mindre aktörer. Investerare kan lättare prissätta risker och värdera innehav utan att förlita sig på information från banker eller tredje part. I USA infördes liknande transparenskrav 2001 som gynnat mindre investerare och handeln i mindre volymer. USA:s marknad var redan mogen när transparenskraven infördes medan den svenska marknaden är i en tillväxtfas. F. Bonthron tror att risken för negativa konsekvenser är mindre om kraven införs i ett tidigt skede på ett sådant sätt att marknaden hinner vänja sig, istället för att låta marknaden växa och sen införa nya spelregler. Teoretiskt krävs att en marknad är relativt transparent och att olika aktörer har tillgång till ungefär samma information för att marknaden ska vara väl fungerande. Det är inte positivt att stora aktörer har ett informationsövertag över mindre men det är också en balansgång att ha en marknad som är attraktiv för stora aktörer som samtidigt blir mer tillgänglig för mindre aktörer. I Finansinspektionens praxis går det att få dispens för stora transaktioner för att den typen av handel inte ska påverkas negativt.

### **Transparens och likviditet**

F. Bonthron påpekar att han har svårt att veta hur likviditeten på marknaden är eftersom han inte agerar på marknaden, de aktörer som följer marknaden har bättre kunskap om likviditeten i värdepapperna. Enligt hans uppfattning är likviditeten något sämre för företagsobligationer än för stat- och bostadsobligationer. Transparensen på företagsobligationsmarknaden har blivit bättre både till följd av Finansinspektionens regler och att statistik för både primär- och sekundärmarknaden sedan 2011 samlas in av Sveriges Riksbank. Transparensen är dock fortfarande begränsad eftersom det är svårt att få tillgång till prisinformation. F. Bonthron tror att en viss ökning av transparens kan ha en positiv effekt på marknaden men att det är svårt att veta hur långt man kan gå innan det får en negativ effekt på marknaden. Han tror främst att intresset kan öka hos mindre investerare men att det också kan vara svårt att urskilja om ett ökat intresse i sig beror på en ökad transparens eller andra faktorer. En ökad transparens kan dock få negativa effekter för handeln av stora aktörer att omsätta stora volymer I USA har riktigt stora avslut blivit mindre vanligt och de stora aktörerna väljer istället att dela upp avsluten i flera mindre affärer. Det är något som också skulle kunna ske i Sverige men

behöver enligt F. Bonthron inte vara negativt eftersom det bara är en annan sorts handel. I grunden tror F. Bonthron att likviditeten påverkas positivt av en ökad transparens men det är svårt att avgöra. I USA har likviditeten förbättrats eftersom transaktionskostnaderna minskade till följd av att konkurrensen ökade mellan de som erbjöd handel. Det är möjligt att vi skulle kunna se motsvarande i Sverige men det är samtidigt två olika marknader. Till följd av att tillgången på information om vad som omsätts och till vilka priser ökar tror F. Bonthron att det blir lättare för aktörerna att ställa krav på mellanhänderna, vilket kan resultera i en ökad konkurrens. Han tror också att transaktionskostnaderna till följd av detta kan minska likt utvecklingen i USA. För att marknaden ska bli mer likvid tror F. Bonthron att en ökad standardisering av emissionsavtal skulle minska osäkerheten hos investerare och att det skulle vara positivt för likviditeten. Han tror att tröskeln därmed blir lägre för nya investerare om skillnaderna i villkor blir mindre samt att det skulle kunna vara positivt för mindre emittenter eftersom kostnader förknippade med att ta fram emissionsavtal kan bli lägre. F. Bonthron påpekar dock att möjligheten att skraddarsy villkoren är det som gör marknaden attraktiv för emittenter. Han tror även att en kultur där emittenterna koncentrerade sina emissioner skulle likviditeten i varje papper bli bättre eftersom likviditeten idag smetas ut på flera olika papper.

### **Instrument och marknad**

Klas Granlund berättar att reglerna för rapportering funnits en lång tid men att praxis infördes efter finanskrisen till följd av att bedömningen gjordes att ökad transparens vore bra för marknaden. Den nya praxisen är även en mjukstart inför Mifid-regelverken som ställer krav på högre transparens och börjar implementeras inom EU från år 2017. Det är för tidigt att utvärdera praxisen men en uppföljning kommer göras efter sex månader. K. Granlund hoppas att praxisen leder till att marknaden blir bredare, djupare, att värdering av portföljer förbättras samt att emittenter får en bättre värdering av sina obligationer. Finansinspektionen har sedan praxis infördes fått feedback från mellanhänder som varit oroad för att deras riskhantering ska försämrats men praxisen har enligt K. Granlund inte medfört några dramatiska effekter på marknaden. De nya reglerna ska skydda mindre aktörer som inte har lika utvecklade system eller lika mycket information eftersom de följaktligen riskerar att handla till ofördelaktiga priser. Information har ett värde i sig och de som har ett informationsövertag får bättre förmåga att värdera papper. Rapporteringskraven kan innebära att stora investerare som idag haft störst informationsövertag tappar en del av det. De stora investerarna får genom market makers information, men transparensen ska öppna upp även för de som inte finns i den innersta cirkeln. Internationellt finns en oro för hur marknaden skulle klara av en sell-off om kvantitativa lättnaderna minskar eller räntorna höjs. Investerare har sökt sig till mer riskfyllda tillgångar som företagsobligationer i jakten på avkastning. För investerare med lång horisont är det inte ett större problem men för småsparare som i jakt på högre ränta än noll finns en oro för vad som händer om spararna vill göra uttag från företagsobligationsfonderna som av den orsaken måste sälja sina tillgångar, vilket kanske inte är möjligt i ett sådant läge.

### **Transparens och likviditet**

Enligt K. Granlunds uppfattning är likviditeten okej på marknaden men den varierar från bolag till bolag. Det är mycket primärmarknadsaktivitet men det omsätts inte i samma utsträckning på sekundärmarknaden. För stora aktörer har transparensen varit bra redan innan den nya rapporteringen eftersom de fått uppdateringar från market makers vad som handlas. Intresset kommer att öka till följd av ökad transparens eftersom det enklare går att bilda sig en uppfattning om vad som handlas och till vilka nivåer, säger K. Granlund som hoppas att nya kundsegment och låntagare känner sig komfortabla att komma till marknaden. Påverkan på konkurrensen kommer inte bli jättestor, utan den påverkas mer av förmåga att ställa konkurrenskraftiga priser, att hålla risk på böckerna, viljan att ställa priser, bakomliggande analyser och hur bra debt capital markets avdelningar banken har. Finansinspektionen hoppas att en ökad transparens ökar intresset och att en ökad likviditet bidrar till att spreadarna blir smalare, men om market makers inte kan riskhantera sina positioner kommer de istället att dra isär spreadarna. I dagsläget är det dock för tidigt att se vad effekten blir. Förutom ökad transparens kan större och mer koncentrerade emissioner förbättra likviditeten. Även eventuellt elektronisk handel med gemensam orderbok där transaktionskostnader minskar och i sin tur förbättrar likviditeten. K. Granlund tror dock att det tar lång tid innan vi har en orderdriven handel eftersom aktörerna har behov vid olika tidpunkter där market makers i dagens system hjälper till att fylla glappet från en tidpunkt till en annan.

Simon Ramsén

Andreas Andersson



Besöksadress: Kristian IV:s väg 3  
Postadress: Box 823, 301 18 Halmstad  
Telefon: 035-16 71 00  
E-mail: [registrator@hh.se](mailto:registrator@hh.se)  
[www.hh.se](http://www.hh.se)