

Det nordiske obligasjonsmarkedet

— *En studie av nordiske selskapers funding i ulike valuta*

av Olav Østhus og Gaute Ueland

juni 2013



Universitetet
i Stavanger

Forord

Med denne oppgaven avsluttes vår mastergrad i økonomi og administrasjon, med spesialiseringsretning anvendt finans ved Universitetet i Stavanger.

Vi vil først og fremst benytte anledningen til å takke våre veiledere for denne oppgaven. Bernt Arne Ødegaard ved Universitetet i Stavanger har gitt oss konstruktiv hjelp og oppfølging av oppgaven. Med Tomas Nordbø Middelthon og Elisabeth A. Gausel i Skagen fondene har vi hatt gode diskusjoner og fått god hjelp underveis i prosessen.

Vi vil også takke følgende personer for å ha deltatt i våre intervjuer:

- Pål Vammervold i Nordea
- Eindride Stien i SwedBank
- Ronny Berg i Handelsbanken
- Ole Einar Stokstad i DnB
- Trygve Harder Strand i Renewable Energy Corporation
- John Ole Hægeland i Aker Solutions
- Anders Eckbo i Wilhelm Wilhelmsen
- Bjørn Korsveien i Petroleum Geo-Services
- Ragnvald Kavli i Seadrill Limited
- Tom Rogn i Norske Skogindustrier
- Oskar Lindberg i Sandvik AB
- Carl Lundin i Scania AB
- Gunilla Hernvall i Atlas Copco AB
- Merton Caplan-Goldfein i Electrolux AB
- Carl Nilsson i Swedish Match AB
- Pär Lageryd i Skanska AB

Til slutt vil vi takke våre familier, medstudenter og ansatte ved Handelshøgskolen i Stavanger for en flott og lærerik studietid.

Stavanger, juni 2013

Olav Østhus

Gaute Ueland

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å gi et oversiktsbilde over det Nordiske obligasjonsmarkedet, og besvare spørsmål knyttet til hvorfor selskaper utsteder obligasjoner i ulike valuta og hvordan likviditeten er i de forskjellige papirene.

Oppgaven gir først et overblikk over det Nordiske obligasjonsmarkedet slik det så ut i midten av februar 2013. Selskapene notert på hovedbørsen i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Island ble undersøkt. Alle obligasjoner med påfølgende informasjon ble samlet inn og studert. Nøkkeltall rundt størrelse, løpetid og valutafordeling var hovedfokus i denne delen av oppgaven. Den totale verdien, målt i utstedt beløp, på obligasjonene til de Nordiske selskapene var på 824,9 mrd NOK. Med en andel på 47 % var EUR den mest populære valutaen. I rekken bak fulgte USD med 26 %, SEK med 13 % og NOK med 11 %. Blant de Nordiske selskaperes obligasjoner var løpetid på 5 år den vanligste.

Med bakgrunn fra informasjonen i oversiktskapittelet ble konkrete selskaper valgt til videre analyse. Disse selskapene var Renewable Energy Corporation, Aker Solutions, Wilhelm Wilhelmsen, Petroleum Geo-Services, Seadrill, Norske Skogindustrier, Sandvik AB, Scania AB, Atlas Copco AB, Electrolux AB, Swedish Match AB og Skanska AB. Hovedfokuset var her å avdekke grunner til hvorfor selskapene utstedte obligasjoner i ulike valuta og hvordan likviditeten var i disse papirene.

Etter å ha intervjuet samtlige selskaper var det 5 begrunnelser for valg av valuta ved obligasjonsutstedelse som gikk igjen. Disse var matching liabilities, diversifisering, billigere, investor interesse og at selskaper var rasjonert i hjemlig marked.

For å finne likviditetsmål ble de ulike børsene som obligasjonene var listet på kontaktet. Det ble også tatt kontakt med VPS, Norsk Tillitsmann, ulike banker, og de aktuelle selskapene. Likviditetsmålet som var av størst interesse var omsetningstall. Opplysninger rundt dette var svært begrenset, noe som viser at obligasjonsmarkedet har manglende åpenhet angående handler og transaksjoner. Mye handel skjer fortsatt over disk (OTC) og er derfor veldig vanskelig å spore opp. Det var derimot noen obligasjoner der omsetningstall var tilgjengelig. Disse ble sammenlignet opp mot norske statsobligasjoner, da disse regnes som veldig likvide. Denne sammenligningen, kombinert med obligasjonsmarkedets manglende åpenhet, underbygget at likviditeten i obligasjonene til de nordiske selskapene var relativt dårlig.

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	7
1.1	Bakgrunn for oppgaven	7
1.2	Målsetning	8
1.3	Problemstilling	8
1.4	Disposisjon	9
2	Teori.....	10
2.1	Generelt om obligasjoner	10
2.1.1	<i>Typer obligasjoner.....</i>	<i>10</i>
2.1.2	<i>Obligasjoners løpetid</i>	<i>12</i>
2.1.3	<i>Annenhåndsmarkedet til obligasjoner</i>	<i>13</i>
2.2	Kredittvurdering	13
2.3	Handel i obligasjonsmarkedet	15
2.4	Internasjonale obligasjonsmarkeder	16
2.5	Hvorfor funde seg i utenlandsk valuta?.....	17
2.5.1	<i>Matching liabilities.....</i>	<i>18</i>
2.5.2	<i>Rasjonert i hjemlig marked</i>	<i>19</i>
2.5.3	<i>Billigere</i>	<i>20</i>
2.6	Likviditet	20
2.6.1	<i>Hvordan bør likviditet måles</i>	<i>21</i>
2.6.2	<i>Tidligere forskning på likviditet i obligasjonsmarkedet</i>	<i>22</i>
3	Oversiktsbilde over det Nordiske Obligasjonsmarkedet	24
3.1	Utvalg	24
3.2	Oslo Børs	25
3.3	Nasdaq OMX Stockholm	30
3.4	Nasdaq OMX Copenhagen.....	35
3.5	OMX Helsinki	39
3.6	Nordiske selskaper sett under ett.....	44
3.7	Bankene	50
3.8	Store obligasjonsutstedere i Norden	52
4	Analyse av konkrete selskaper	56
4.1	Intervju med bankene	57
4.1.1	<i>Likviditet, omsetningstall.....</i>	<i>60</i>
4.2	Norske Statsobligasjoner	61
4.3	Renewable Energy Corporation	62
4.4	Aker Solutions.....	64
4.5	Wilhelm Wilhelmsen ASA.....	67
4.6	Petroleum Geo-Services	69

4.7	Seadrill.....	71
4.8	Norske Skogindustrier.....	72
4.9	Sandvik AB.....	75
4.10	Scania AB.....	77
4.11	Atlas Copco AB.....	79
4.12	Electrolux.....	82
4.13	Swedish Match AB.....	83
4.14	Skanska AB.....	85
5	Oppsummering og konklusjon.....	87
5.1	Hvilken sektor/rating har selskapene og hvilken valuta funder de seg i.....	87
5.2	Hvor mye og hvor lange lån er det snakk om.....	87
5.3	Hvorfor funder selskapene i ulike valuta.....	88
5.4	Historiske fordeler.....	89
5.5	Hvilken likviditet har de ulike papirene.....	90
5.5.1	<i>Likviditet i hjemlige obligasjoner.....</i>	<i>91</i>
5.5.2	<i>Likviditet i utenlandske obligasjoner.....</i>	<i>92</i>
6	Kildeliste.....	94
7	Vedlegg.....	97
7.1	Vedlegg 1 – Intervju med selskapene og bankene.....	97
7.2	Vedlegg 2 – Excel filer (CD).....	98

Liste over figurer

Figur 3.1	– Norske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	25
Figur 3.2	– Obligasjonsutstedelser blant norske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	26
Figur 3.3	– Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for norske selskaper.....	27
Figur 3.4	– Valutafordeling blant norske selskaper.....	27
Figur 3.5	– Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant norske selskaper.....	28
Figur 3.6	– Obligasjonslånenes løpetid blant de norske selskapene.....	29
Figur 3.7	– Fordeling av obligasjonstypene blant de norske selskapene.....	30
Figur 3.8	– Svenske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	30
Figur 3.9	– Obligasjonsutstedelser blant svenske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	31
Figur 3.10	– Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for svenske selskaper.....	32
Figur 3.11	– Valutafordeling blant svenske selskaper.....	32
Figur 3.12	– Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant svenske selskaper.....	34
Figur 3.13	– Obligasjonslånenes løpetid blant de svenske selskapene.....	34
Figur 3.14	– Fordeling av obligasjonstypene blant de svenske selskapene.....	35
Figur 3.15	– Danske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	35
Figur 3.16	– Obligasjonsutstedelser blant danske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	36
Figur 3.17	– Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for danske selskaper.....	37
Figur 3.18	– Valutafordeling blant danske selskaper.....	37
Figur 3.19	– Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant danske selskaper.....	38
Figur 3.20	– Obligasjonslånenes løpetid blant de danske selskapene.....	39

Figur 3.21 – Fordeling av obligasjonstypene blant de danske selskapene.....	39
Figur 3.22 – Finske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	40
Figur 3.23 – Obligasjonsutstedelser blant finske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	40
Figur 3.24 – Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for finske selskaper.....	41
Figur 3.25 – Valutafordeling blant finske selskaper.....	42
Figur 3.26 - Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant finske selskaper.....	43
Figur 3.27 – Obligasjonslånenes løpetid blant de finske selskapene.....	43
Figur 3.28 – Fordeling av obligasjonstypene blant de finske selskapene.....	44
Figur 3.29 – Nordiske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	45
Figur 3.30 – Obligasjonsutstedelser blant nordiske selskaper fordelt på de ulike sektorene.....	45
Figur 3.31 – Størrelsesmessig fordeling av obligasjonsutstedelser blant de nordiske landene.....	46
Figur 3.32 - Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for nordiske selskaper.....	47
Figur 3.33 – Valutafordeling blant di nordiske selskapene.....	47
Figur 3.34 - Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant nordiske selskaper...48	
Figur 3.35 – Obligasjonslånenes løpetid blant de nordiske selskapene.....	49
Figur 3.36 – Fordeling av obligasjonstypene blant de nordiske selskapene.....	49
Figur 3.37 – Bankenes størrelse innbyrdes.....	50
Figur 3.38 – Valutafordeling i prosent av totalt beløp blant bankene.....	51
Figur 3.39 – Valutafordeling blant bankene.....	51
Figur 3.40 – Obligasjonslånenes løpetid blant bankene.....	52
Figur 3.41 – Fordeling av obligasjonstypene blant bankene.....	52
Figur 3.42 – De 15 største utstederne på Oslo Børs.....	53
Figur 3.43 – Valutafordeling blant de 15 største utstederne på Oslo Børs.....	53
Figur 3.44 – De 15 største utstederne på Nasdaq OMX Stockholm.....	54
Figur 3.45 – Valutafordeling blant de 15 største utstederne på Nasdaq OMX Stockholm.....	55

Liste over tabeller

Tabell 2.1 Rating.....	14
Tabell 3.1 – Utstedt beløp for norske selskaper innenfor hver sektor.....	26
Tabell 3.2 – Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant norske selskaper.....	28
Tabell 3.3 – Utstedt beløp for svenske selskaper innenfor hver sektor.....	31
Tabell 3.4 - Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant svenske selskaper.....	33
Tabell 3.5 – Utstedt beløp for danske selskaper innenfor hver sektor.....	36
Tabell 3.6 - Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant danske selskaper.....	38
Tabell 3.7 – Utstedt beløp for finske selskaper innenfor hver sektor.....	41
Tabell 3.8 - Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant finske selskaper.....	42
Tabell 3.9 – Utstedt beløp for nordiske selskaper innenfor hver sektor.....	46
Tabell 3.10 - Størrelsesmessig oversikt over de fire mest representerte valutaene blant nordiske selskaper.....	48
Tabell 3.11 – Utstedt beløp for de 5 største norske bankene.....	50
Tabell 4.1 – Hvilke land/sektor/rating har selskapene, og hvilket valutamarked bruker de.....	57
Tabell 4.2 – Nøkkeltall for likviditeten til Norske statsobligasjoner.....	62
Tabell 4.3 – Nøkkeltall for likviditet i REC.....	64
Tabell 4.4 - Nøkkeltall for likviditet i Aker Solutions.....	67

Tabell 4.5 - Nøkkeltall for likviditet i Wilhelm Wilhelmsen.....	69
Tabell 4.6 - Nøkkeltall for likviditet i Seadrill.....	72
Tabell 4.7 - Nøkkeltall for likviditet i Norske Skogindustrier.....	74
Tabell 4.8.1 - Nøkkeltall for likviditet i Sandvik AB.....	76
Tabell 4.8.2 - Nøkkeltall for likviditet i Sandvik AB.....	77
Tabell 4.9 - Nøkkeltall for likviditet i Scania AB.....	79
Tabell 4.10 – Nøkkeltall for likviditet i Atlas Copco AB.....	82
Tabell 4.11 - Nøkkeltall for likviditet i Swedish Match AB.....	85
Tabell 5.1 – Antall obligasjoner utstedt i ulike valuta.....	87
Tabell 5.2 – Samletabell likviditet.....	91
Tabell 5.3 – Relative bid/ask spredder i utenlandsk valuta.....	92
Tabell 5.4 – Relative bid/ask spredder i hjemlig valuta.....	92

1 Innledning

1.1 Bakgrunn for oppgaven

Dyrere finansiering, strengere kapitalkrav og bankenes reduksjon av risiko har tvunget flere bedrifter enn noen gang til å søke finansiering i gjeldsmarkedet. Bankene ønsker også å få store bedriftslån bort fra balansene sine, ettersom disse er svært kapitalkrevende. Samtidig bidrar usikre aksjemarkeder til at appetitten for obligasjoner er rekordhøy [2]. Med dette ser en at mindre og mindre bedrifter henter penger i obligasjonsmarkedet.

2012 var et rekordår for obligasjoner. Det ble utstedt i alt 95,4 milliarder kroner i selskapsobligasjoner i det norske markedet, mot 41,7 milliarder året før [1]. Forrige rekord ble satt før finanskrisen i 2007, med 83 milliarder kroner. Dagens volum er ikke bare større, det er også endringer i hvem som utsteder obligasjoner. For mens det i 2007 var høyrente-selskaper (high-yield) som drev utviklingen, er nå også solide industriselskaper (investment grade) kommet på banen [2].

Totalt sett er det europeiske markedet for selskapsobligasjoner i dag voksende, og Norden er ikke noe unntak. Som en konsekvens av finanskrisen, kan et større antall ikke-finansielle selskaper nå få bedre finansieringsbetingelser ved å gå direkte til kapitalmarkedet i stedet for å skaffe finansiering via lånemarkedet. Danske Markets tror derfor at vi i de kommende årene vil se en ytterligere vekst i ikke-finansielle selskapsobligasjoner [6].

En ser også tendenser til at flere Nordiske selskaper utsteder obligasjoner i utenlandsk valuta. Det er normalt at de selskapene med størst fundingbehov, særlig store banker og noen få store industriselskaper, benytter Euro og USD markedet flittig. Men det er i tillegg en underskog av selskaper under dette nivået som også benytter seg av utenlandsk funding. Danske Markets viser til at den mest populære valutaen blant selskapsobligasjoner utstedt i Norden er EUR. Den nest største er USD, som også står for en stor andel i det nordiske obligasjonsmarkedet [6].

Fondsforvalter i Skagen-fondene Kristian Falnes tar også til ordet for et mer regulert og transparent obligasjonsmarked. Han mener at annenhåndsmarkedet for obligasjoner må flyttes til Oslo Børs, der det hører hjemme. Obligasjonsmarkedet er i motsetning til aksjemarkedet preget av lite gjennomsiktighet, både når det gjelder handler i seg selv, og hvem som står bak handlene. Falnes påpeker at det ikke er et handelssystem som for aksjer, hvor kjøper og selger

til enhver tid er synlige for hverandre og at de ledende meglerhusene derfor sitter på et verdifullt informasjonsmonopol. Han forklarer at meglerne ofte har motsatt interesse av åpenhet, nemlig mest mulig lukkethet. Erfaringer fra det unoterte aksjemarkedet viser at det er lettere for meglere å ta høyere honorarer i et illikvid og lite transparent marked enn i et velfungerende marked [3].

I dag må institusjonelle investorer som verdipapirfond og pensjonskasser selv vurdere markedsprisen på obligasjonene. Dette er en komplisert og dyr jobb for obligasjoner som ikke omsettes daglig. Institusjonelle forvaltere bruker i dag flere årsverk bare på å prise porteføljen på daglig basis. Noe av forklaring på at det er ressurskrevende å fastsette prisen, er at det hver handel i obligasjonsmarkedet er større og sjeldnere enn i aksjemarkedet. Obligasjonsmarkedet er et telefonmarked. Det omsettes store volumer hver gang, og dermed blir det vanskelig å få tak i prisbilde. Gjennomsnittshandelen er over 10 millioner, og da får du aldri den likviditeten som du får i aksjemarkedet med små poster som omsettes hele tiden [1].

1.2 Målsetning

Med bakgrunn i det nordiske obligasjonsmarkedets voksende størrelse, selskapenes utstedelser i ulik valuta og manglende oversikt i papirenes likviditet, er målsetningen i første omgang å gi et oversiktsbilde over det nordiske obligasjonsmarkedet. Da med fokus på størrelse, løpetid og valutafordeling. I neste omgang er målet å gi en analyse av konkrete selskaper, med fokus på deres begrunnelser for valg av valuta i forbindelse med obligasjonsutstedelser og hvordan likviditeten er i disse papirene.

1.3 Problemstilling

Oppgaven tar for seg nordiske selskapers funding i ulik valuta og følgende punkter vil bli analysert

- Hvilken sektor/land/rating har disse selskapene?
- Hvilke valutaer funder de seg i?
- Hvor mye og hvor lange lån er det snakk om?
- Hvorfor gjør de det?
- Har det historisk sett gitt fordeler å ha obligasjoner utstedt i flere valutaer?
- Hvilken likviditet har de ulike papirene?

Samlet gir dette oppgaven følgende problemstilling: *Hvorfor funder Nordiske selskaper i ulik valuta, og hvordan er likviditeten i disse obligasjonene?*

1.4 Disposisjon

Oppgaven er delt opp i fire hoveddeler: teori, oversiktsbilde over det nordiske obligasjonsmarkedet, analyse av konkrete selskaper, og oppsummering og konklusjon. Den første delen tar for seg en generell beskrivelse av obligasjoner, ulike årsaker som kan ligge bak selskapenes valg av valuta i forbindelse med obligasjonsutstedelse, og en beskrivelse av annenhåndsmarkedet og dets likviditet. Den andre delen vil ta for seg det nordiske obligasjonsmarkedet, både under ett og landene separat. I den tredje delen vil konkrete selskaper bli analysert med bakgrunn i oppgavens problemstilling. Oppgaven avsluttes med en oppsummerende konklusjon av analysen.

2 Teori

2.1 Generelt om obligasjoner

En obligasjon er et verdipapir som er utstedt i forbindelse med en låneavtale. Obligasjonslån kan i prinsippet opptas av alle, som betrakter seg som en solid debitor (Bøe og Wold 1987). For eksempel er en statsobligasjon, et bevis på at du har lånt ut penger til staten. I tillegg til staten og offentlige foretak, er obligasjonslån også mye brukt av finansinstitusjoner og store industribedrifter. Låntaker utsteder en obligasjon til långiver for et vist rentebeløp. Ordningen forplikter utstederen å lage spesifiserte betalinger til obligasjonseier på angitte datoer. Obligasjoner er ofte, men ikke alltid, utstedt med en fast rente som kalles kupongrente. Eieren av obligasjonen mottar et avtalt rentebeløp i løpet av løpetiden, men pålydende blir som regelen ikke tilbakebetalt før ved forfall. Kupongrenten på avtalen bestemmer renteutbetalingen. Den årlige betalingen er kupongrenten ganger obligasjonens pålydende. Kupongrenten, forfallsdato, og pålydende verdi av obligasjonen er en del av «bond indenture», som er kontrakten mellom utsteder og obligasjonseier (Bodie, Kane og Marcus, 2010; Bredesen, 2011). Vanligvis er en tillitsmann, for eksempel en bank, oppnevnt av selskapet til å representere obligasjonseierens interesser (Ross, Westerfield og Jaffe, 2010).

Damodaran (2011) viser til at for større børsnoterte selskaper, er et godt alternativ til bankgjeld å utstede obligasjoner. Generelt sett kan obligasjonslån ha flere fordeler for bedriftene. For det første kan obligasjoner ha mer gunstige finansierings vilkår enn tilsvarende bankgjeld, fordi risikoen i stor grad er delt av et større antall investorer. For det andre kan et obligasjonslån gi utstederen mulighet for å legge på spesielle funksjoner som ikke kunne vært lagt til på bankgjeld. For eksempel kan obligasjonene konverteres til ordinære aksjer eller være knyttet til råvarepriser (indekserte obligasjoner). Når selskaper låner penger, må de ta en rekke valg, inkludert løpetid på lånet (kortsiktig eller langsiktig), om gjelden skal ha faste rentebetalinger eller skal være knyttet til markedsrenter (fast eller flytende rente), graden av sikkerheten som tilbys til de som kjøper obligasjonene (sikret mot usikret), og hvordan gjelden skal nedbetales over tid.

2.1.1 Typer obligasjoner

En av de vanligste obligasjonstypene utstedt av private selskaper betaler som regel en fast nominell rentesats på obligasjonens pålydende verdi. Det er heller ikke uvanlig at hovedstol¹ avdras lineært over løpetiden (amortiseringsobligasjon). Obligasjoner som bare betaler renter i

¹ Hovedstol - opprinnelig gjeldsbeløp uten rente og omkostninger [4].

perioden fram til forfall og så hele hovedstolen ved forfall, kalles «Bullet Bonds». I tillegg til denne gjerne «enkleste» formen for obligasjonstype finnes det flere andre typer (Norges Bank, 2004).

Nullkupongobligasjoner (zero coupon):

Dette er obligasjoner som verken betaler hovedstol eller renter før forfall. Disse utstedes til nåverdien av pålydende, og betaler tilbake pålydende ved forfall. I Norge er det av skattemessige grunner forbudt å utstede slike obligasjoner med mer enn to års løpetid (Norges Bank, 2004).

Obligasjon med renteregulering (floater):

I obligasjoner med regulerbar rente er kupongbetalingene justerbare. Renten reguleres innenfor et fast intervall, for eksempel årlig eller halvårlig. Ofte knyttes også renten opp i mot et mål, for eksempel 3 mnd NIBOR² eller lignende (Norges Bank, 2004), [5].

Konvertibel obligasjon:

En konvertibel obligasjon kan byttes inn mot et fast antall aksjer før forfall dersom obligasjonseierne ønsker det. Konverteringskursen legges ofte et godt stykke over det som er dagens markedspris. En del av betalingen til obligasjonskjøperne er verdien av opsjonen til å konvertere obligasjonen i aksjer. Jo lavere konverteringskursen er, jo høyere vil verdien av denne retten være (Ross, Westerfield, Jaffe, 2010), [5].

Indekserte obligasjoner:

En indeksert obligasjon knytter obligasjonens hovedstol til en avtalt størrelse, som inflasjon eller spesielle indekser, for eksempel råvarepriser, valutakurser eller aksjeindekser. Indekserte obligasjoner betaler som regel ikke kupongrenter. Hovedstolen betales imidlertid tilbake med tillegg av en eventuell positiv prisendring på den indeks obligasjonen er knyttet til (Norges Bank, 2004).

I tillegg til disse finnes det også flere andre typer, som for eksempel obligasjoner med warrants, obligasjoner med ulik grad av sikkerhet og «income» bonds.

Bøhren og Michalsen (2012) forklarer at hvis lånet har fast rente i hele løpetiden, forbeholder ofte selskapet seg retten til å innfri lånet før forfall. Innfris lånet, er det enten til pålydende

² NIBOR – Norwegian Inter Bank Offered Rate [6]

eller til en forhåndsavtalt overkurs som trappes gradvis ned mot forfall. Gjennom denne innløsningsretten fjerner bedriften risikoen for å bli sittende med et høyrentelån hvis fremtidig markedsrente skulle falle. I de senere årene er det imidlertid blitt mer vanlig med renteendringssklausul i tegningsinnbydelsen, for eksempel rentejustering hvert tredje år ut fra aktuell markedsrente. Klausuler om låntakers ensidige rett til rentejustering eller tilbakebetaling tilsier en høyere effektiv rente enn for tilsvarende lån uten disse betingelsene. Obligasjoner i fremmed valuta har ofte flytende rente uten tilbakekallingsrett (mulighet for innfrielse før forfall). Det betyr at obligasjonsrenten bindes til gjeldende markedsrente i det fremmede lands valuta, for eksempel LIBOR³-renten.

2.1.2 Obligasjoners løpetid

Løpetiden på obligasjonslån er per definisjon lengre enn ett år. Er den kortere, blir verdipapiret omtalt som et sertifikat. Bredesen (2011) viser til at lengden på et obligasjonslån kan ha mye å si. Både for de som utsteder obligasjonene og for långiver.

«Likviditetspreferanseteorien» sier at investorer krever en risikopremie for lån med lang løpetid, fordi jo lengre løpetiden er, jo større er kursrisikoen. En obligasjon trenger ikke nødvendigvis å omsettes for pålydende. Kursen kan være både høyere og lavere enn pålydende og det er her kursrisikoen kommer inn. En obligasjon omsettes for dens nåverdi. Med nåverdien menes her den diskonterte kontantstrømmen som obligasjonen betaler over dens løpetid. Eieren av obligasjonen vil motta avtalte rentebeløp, og sitter vedkommende med obligasjonen helt til forfall, får han også tilbakebetalt pålydende. Obligasjonskursen er derfor summen av nåverdi av rentebetalingene fram til forfall samt pålydende. At kursen kan være både høyere og lavere enn pålydende bestemmes av at avkastningskravet endres.

Avkastningskravet bestemmes av hvilken avkastning man alternativt kan oppnå med sammenlignbar risiko og tid til forfall i andre papirer. Hvis alternative plasseringer for øyeblikket gir høyere avkastning enn kupongrenten på en gitt obligasjon, vil kursen falle til under pålydende. Gir obligasjonen høyere kupongrente enn alternative plasseringer, blir kursen høyere enn pålydende. Hvor følsom obligasjonskursen er for renteendringer i økonomien, kalles for obligasjonens varighet eller durasjon.

Boye og Koekebakker (2006) påpeker at mange obligasjonslån løper uten avdrag. Løpetiden er sjelden mer enn ti år, men det legges også ut lån med 15-20 års løpetid. Normalt er maksimal løpetid for obligasjoner 30 år, hvorav inntil fem kan være avdragsfrie.

³ London Inter Bank Offered Rate. LIBOR er den renten som tilbys av de største og sterkeste bankene på store innskudd (Brigham og Houston, 2012)

2.1.3 Annenhåndsmarkedet til obligasjoner

I de finansielle markedene skjer en såkalt annenhåndsomsetning av verdipapirer, som vil si at allerede utstedte verdipapirer skifter eiere. Børsnoterte aksjer er gjerne det som blir omsatt oftest i annenhåndsmarkedet, men obligasjoner omsettes også. En av de største fordelene med å børsnotere et verdipapir er å gjøre det mer likvid. Dette vil si at den kapital som er bundet i verdipapiret, raskt skal kunne frigjøres ved å selge det videre til noen andre (Boye og Koekebakker, 2006). Ved at obligasjoner utstedes med et relativt lavt pålydende beløp, kan en låntaker som låner et meget stort beløp, dele lånebeløpet opp i mindre porsjoner. Dette gjør at også «småinvestorer» kan delta i markedet, og obligasjonen blir lettere omsettelig (Bredesen, 2011).

Arnold (2005) påpeker at noen selskapsobligasjoner er tilstrekkelig likvide til at de kan handles på London Stock Exchange, men hoveddelen av handelen i obligasjoner skjer i OTC (over-the-counter) markedet, direkte mellom investor og obligasjonsforhandler. Å ha tilgang til et annenhåndsmarked betyr at en investor som låner penger til en bedrift, ikke trenger å vente helt til lånet forfaller før han får tilbakebetalt pengene sine. I et annenhåndsmarked kan investoren selge lånet videre til andre investorer. Det som er tilfellet i annenhåndsmarkedet til obligasjoner, er at mange investorer ofte velger å sitte på lånet til forfall i stedet for å drive med kjøp og salg. Dette medfører at annenhåndsmarkedet for obligasjoner er relativt tynt sammenlignet med annenhåndsmarkedet for aksjer.

Arnold (2005) forteller videre at obligasjoner som omsettes i annenhåndsmarkedet, på for eksempel London Stock Exchange, er priset i forhold til tilbud og etterspørsel. De viktigste påvirkningene på prisen til en obligasjon vil være det generelle rentenivået for verdipapirer med tilsvarende risikonivå og løpetid. Dersom en kupong er mindre enn dagens rente, vil obligasjonen bli handlet for mindre enn pålydende.

2.2 Kredittvurdering

Obligasjoner skal som regel betale en kupongrente til avtalte tider, men risikoen med å investere i en obligasjon er likevel ikke risikofri. Skulle den vært det, måtte en vært sikker på at en utsteder aldri misligholdt lånet sitt. Statsobligasjoner er obligasjoner som gjerne omtales som risikofrie, men dette er ikke tilfellet for selskapsobligasjoner (Damodaran, 1997).

Videre forklarer Damodaran (1997) at det mest kjente målet for et selskaps risiko for mislighold er obligasjonsratingen til selskapet, som vanligvis er tildelt av et uavhengig

ratingbyrå, ved hjelp av både privat og offentlig informasjon. Prosessen med å rate en obligasjon starter når det utstedende selskapet ber om en vurdering fra ratingbyrået. Ratingbyrået samler deretter inn informasjon fra både offentlig tilgjengelige kilder, som for eksempel regnskap og selskapet selv, og gjør vedtak om vurdering. Hvis selskapet er uenig i ratingen, gis det anledning til å legge frem ytterligere informasjon.

De to klart mest anerkjente kredittvurderingsbyråene når det gjelder å rate selskapsobligasjoner er S&P og Moodys. I tillegg til disse to er også Fitch et offisielt ratingbyrå med like ratingkarakterer som S&P (Damodaran, 1997).

Moody's	S&P	Kredittverdighet
		Investment grade
Aaa	AAA	Trippel A = kredittrisikoen er tilnærmet null.
Aa1	AA+	Trygg investering, lav risiko for fiasko.
Aa2	AA	"
Aa3	AA-	"
A1	A+	Trygg investering, med mindre det forekommer uforutsette hendelser i økonomien eller bransjen.
A2	A	"
A3	A-	"
Baa1	BBB+	Middels trygg investering. Ofte ved forringelse i økonomien, det vil her kunne oppstå problemer.
Baa2	BBB	"
Baa3	BBB-	"
		High yield
Ba1	BB+	Spekulativ investering. Ofte ved forverret situasjon, gjerne problemer med å forutse fremtidig situasjon.
Ba2	BB	"
Ba3	BB-	"
B1	B+	Spekulativ investering. Forverret situasjon er ventet.
B2	B	"
B3	B-	"
Caa	CCC	Høy sannsynlighet for konkurs eller annen driftsstans.
Ca	CC	"
C	C	"
	D	Konkurs eller varig betalingsudyktighet mest sannsynlig.

Tabell 2.1 – Ratinger. Tabellen er hentet fra [7] og [8]

Obligasjoner med rating BBB eller høyere er ansett som investment grade, mens ratingene som er lavere enn dette gjerne blir omtalt som high yield. Det er ikke uvanlig at selskaper med lav rating misligholder obligasjonslånene. For eksempel så blir nesten halvparten av lånene som er ratet CCC av S&P misligholdt i løpet av en periode på 10 år (Bodie, Kane og Marcus,

2011). I motsatt tilfellet, var det ingen obligasjoner som var ratet AAA av S&P som misligholdt lånet sitt et år etter utstedelse i perioden 1980 til 2003. Kun 5 av 1000 med AAA rating misligholdt lån i løpet av en tiårs periode (Brealey, Myers og Allen, 2006).

Bodie, Kane og Marcus (2011) viser til at siden obligasjoner med lavere rating har en større sjanse for mislighold, må også disse betale en høyere kupongrente for å kompensere for høyere risiko hos investor. Alt etter hvilken risiko obligasjonen har, bør kompensasjonen være relativt større enn en identisk statsobligasjon uten risiko for mislighold. Dersom selskapet klarer å overholde kupongutbetalingene og betaler investor det han skal ha, så vil investor få en høyere avkastning enn ved å plassere i statsobligasjoner. I motsatt tilfelle, dersom selskapet går konkurs eller misligholder lånet, vil sannsynligvis selskapsobligasjonen gi lavere avkastning enn statsobligasjonen. Selskapsobligasjoner har altså en sjanse for større og lavere avkastning enn statsobligasjonene, og er dermed mer risikable.

Selv om high yield obligasjoner lover avkastningen som gjennomsnittlig er fem prosent høyere enn statsobligasjoner, har den årlige realiserte avkastningen bare vært 1,1 prosent høyere i USA (Brealey, Myers og Allen, 2006).

2.3 Handel i obligasjonsmarkedet

Mesteparten av handelen i obligasjoner skjer over-disk (OTC). Det vil si at det ikke er noe spesielt sted, eller handelsplattform hvor kjøp og salg blir registrert. I stedet for, vil forhandlere i hele verden stå klar til å kjøpe og selge. Forhandlerne er sammenkoblet elektronisk over internett (Ross, Westerfield, Jaffe og Jordan 2011).

En av grunnene til at obligasjonsmarkedet er så stort er fordi antallet obligasjonsutstedere er mye større enn antallet som utsteder aksjer. Det er to grunner til dette. For det første vil et aksjeselskap vanligvis bare ha en «common stock». Imidlertid kan et stort konsern enkelt ha et dusin eller flere sertifikater og obligasjonslån utestående. Utover dette, er føderale, statlige og lokale låneopptak også enorme. For eksempel, vil en liten by som regel ha opptil flere sertifikater og obligasjoner utestående, som representerer penger lånt til å betale for ting som veier, kloakk og skoler (Ross, Westerfield, Jaffe og Jordan, 2011).

Ross, Westerfield, Jaffe og Jordan (2011) forklarer videre at obligasjonsmarkedet for det meste består av urapporterte handler (OTC), og at det historisk sett har hatt liten eller ingen åpenhet. Et finansmarked er gjennomsiktig hvis det er mulig å enkelt observere priser og handelsvolum. På for eksempel New York Stock Exchange, er det mulig å se pris og kvantum

for hver enkelt transaksjon. I motsatt tilfelle, vil det i obligasjonsmarkedet ofte ikke være mulig å observere dette. Transaksjoner er privat forhandlet mellom partene, og det er lite eller ingen sentral rapportering av transaksjoner.

Selv om det totale volumet av handel i obligasjoner langt overstiger handelen i aksjer, er det bare en svært liten brøkdel av de totale obligasjonslånene som faktisk blir handlet på en gitt handelsdag. Dette, kombinert med mangel på åpenhet i obligasjonsmarkedet, betyr at å få up-to-date priser på enkelte obligasjoner kan være vanskelig eller umulig, spesielt for mindre bedrifter eller kommuner. I stedet eksisterer det estimerte priser fra mange forskjellige kilder og dette er noe som ofte blir brukt for å se på prisene (Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan, 2011).

2.4 Internasjonale obligasjonsmarkeder

En bedrift kan utstede en obligasjon enten i sitt hjemland eller i utlandet. Internasjonale obligasjoner er klassifisert i fire kategorier:

1. «Domestic bonds» er obligasjoner utstedt av en med lokal tilstedeværelse i et lokalt marked, men kjøpt av utlendinger. Obligasjonene er i den lokale valutaen i det landet som de er utstedt (Berk, DeMarzo og Harford, 2012).
2. «Foreign bonds» er obligasjoner som er solgt til lokale investorer i et annet lands obligasjonsmarked. USA har det klart største markedet for foreign bonds, men Japan og Sveits har også et marked av betydelig størrelse. Slike typer obligasjoner har en rekke kallenavn: En obligasjon som selges av et utenlandsk selskap i USA er kjent som en *yankee bond*, en obligasjon som selges av et utenlandsk selskap i Japan er en *samurai* (Brealey, Myers og Allen, 2006).
3. «Eurobonds» er internasjonale obligasjoner fulltegnet av en internasjonal bank og solgt til investorer i andre land enn det som obligasjonene er utstedt i. Det vil si at eurobonds i USD ikke blir solgt i USA, eurobonds i GBP blir ikke solgt i Storbritannia, og eurobonds i yen blir ikke solgt i Japan. Disse obligasjonene er sanne internasjonale gjeldsinstrumenter og er vanligvis utstedt i innehaverens form, noe som betyr at eierens identitet ikke er registrert og dermed ikke er kjent. De fleste eurobonds er ikke vurdert av ratingbyråer som S&P eller Moody's, selv om dette begynner å bli mer vanlig. Eurobonds har middels eller lang løpetid og kan utstedes med enten en fast kupongrente eller en flytende kupongrente alt avhengig av utstederens preferanser (Brigham og Houston, 2012).
4. «Global bonds» kombinerer egenskapene til domestic, foreign, og eurobonds, og tilbys for

salg i flere forskjellige markeder samtidig. I motsetning til eurobonds kan global bonds bli tilbudt for salg i samme valuta som landet for utstedelsen (Berk, DeMarzo og Harford, 2012).

2.5 Hvorfor funde seg i utenlandsk valuta?

Hovedtyngden av utestående obligasjonsgjeld på et globalt nivå er utstedt i hjemlig valuta, men en stor andel av total utestående gjeld er utstedt i en annen valuta enn hjemmevalutaen til utsteder (Habib og Joy, 2010). Dette defineres som utenlandsk valuta gjeld. I 2007 var andelen av obligasjoner utstedt i utenlandsk valuta på 12 % av hele den globale obligasjonsgjelden målt i utestående beløp (ECB, 2008).

I følge Habib og Joy (2010) er populariteten av den amerikanske dollaren blant ikke-amerikanske beboere som en finansierings valuta i obligasjonsmarkedet, en av de viktigste indikatorene på den amerikanske dollarens internasjonale status. Men etter ankomsten av «Economic and Monetary Union» (EMU) i Europa, har euroen fått en vekst i det internasjonale finansmarkedet, og blitt en konkurrent til den amerikanske dollaren. Målt i verdi, så har andelen av USD i total utenlandsk valuta gjeld gått fra å være mer enn 50 % på begynnelsen av 1990-tallet til 43 % i 2001. I samme periode har også andelen av Japanske yen gått ned, mens andelen av EUR har økt fra mindre enn 20 % til 30 %. Strukturelle faktorer kan muligens forklare disse langsiktige trendene. Det som er sikkert er at lanseringen av euroen, med et dypt og likvid marked for gjeld, har vært en viktig årsak til denne transformasjonen i det internasjonale obligasjonsmarkedet.

Ulike typer selskaper kan dra nytte av de globale finansmarkedene ved å utstede obligasjoner i en rekke valutaer som ikke nødvendigvis sammenfaller med sin egen hjemlige valuta. Men hvorfor utsteder de obligasjoner i utenlandsk valuta i stedet for å låne i deres egen valuta? Habib og Joy (2010) viser til at det generelt er tre mulige årsaker til dette. Den første grunnen er at utstederne har inntekter i utenlandsk valuta og ønsker å matche disse inntektene med kostnader i samme valuta. Dette for å balansere valutarisiko eksponeringen. Den andre årsaken kan være at selskapet er rasjonert i sitt innenlandske valutamarked, og ønsker å benytte seg av et bredere og mer likvid marked i de store internasjonale valutaene. Den tredje årsaken går ut på at det kan være billigere. Selskapet kan ha opportunistiske grunner, og forsøker å redusere kostnadene for å betjene gjelden ved å utnytte skattemessige forskjeller

mellom landene, arbitrasje⁴ muligheter, eller rett og slett lavere rente i en utenlandsk valuta. Det vil nå bli sett nærmere på disse tre mulige årsakene.

2.5.1 Matching liabilities

Den første forklaringen på beslutningen om å utstede obligasjoner i utenlandsk valuta er natural hedge⁵ motivet, som er den mest utbredte (Habib og Joy, 2010). Et økende antall studier som fokuserer på bestemte utvalg av ikke-finansielle bedrifter bekrefter at eksponering for valuta-risiko er en viktig faktor for gjeld i utenlandsk valuta. Allayanis og Ofek (2001) viser til at sannsynligheten for å utstede gjeld i utenlandsk valuta er positivt korrelert med nærhet til valuta-eksponering, som utenlandsk salg som en andel av total salg for amerikanske bedrifter. Det samme fremkommer fra et globalt perspektiv (Elliot, Huffman og Makhar, 2003).

Totalt sett er det liten tvil om at tilstedeværelsen av utenlandske virksomheter og utenlandsk valuta inntjening fører til høyere nivåer av gjeld i utenlandsk valuta. Likevel er det mye mindre klart hvordan hedging gjennom gjeldsutstedelse i utenlandsk valuta samhandler med andre hedging instrumenter, som for eksempel valuta derivater⁶. Over korte horisonter opptil 1 år, kan bedrifter selge utenlandsk valuta forwards⁷ i likvide utenlandske valutamarkeder og «låse» i den gjeldende valutakursen. I slike tilfeller vil forwards og utenlandsk valuta gjeld hedge over ulike tidshorisonter, henholdsvis korte og lange, og kan betraktes som komplementære. Utover 1 år vil forwards markeder bli mindre likvide, men bedrifter kan likevel utstede gjeld i utenlandsk valuta og bruke valutaswaps⁸ for å skape en gjeld i utenlandsk valuta, ved å transformere en strøm av innbetalinger i innenlandsk valuta om til en i utenlandsk valuta. I dette tilfellet fungerer swaps og gjeld i utenlandsk valuta som substitutter. Tilsvarende kan valutaswaps brukes til å skape innenlandsk valuta gjeld, ved å transformere en utstedelse i utenlandsk valuta om til en i innenlandsk valuta. I dette tilfellet er et høyere nivå av gjeld i utenlandsk valuta positivt assosiert med bruk av valutaswaps, og dette er ikke brukt som en naturlig hedge (Habib og Joy, 2010).

⁴ Arbitrasje innebærer at investoren oppnår en risikofri gevinst ved å utnytte prisskjevheter på verdipapirer [9].

⁵ En metode for å redusere finansiell risiko ved å investere i to ulike finansielle instrumenter som har en tendens til å nulle hverandre ut. En naturlig hedge er i forskjellig fra andre typer hedging ved at den ikke krever bruk av avanserte finansielle produkter som forwards eller derivater [10].

⁶ Derivater er finansielle instrumenter hvor prisen er avledet fra et underliggende instrument. Investering i derivater gjør det mulig å tjene penger uansett om markedet faller, stiger eller står stille [11].

⁷ I valutaforwards blir kontrakts holdere forpliktet til å kjøpe eller selge en bestemt mengde valuta til en bestemt pris, og på et bestemt fremtidig tidspunkt. Disse kontraktene kan ikke overdras [12].

⁸ En valutaswap er en avtale om bytte av en valuta mot en annen en viss periode. Det betyr egentlig at to parter bytter et tilgodehavende i en valuta mot en annen valuta. Før bytte av valuta betaler du et beløp som er satt ut i fra renteforskjellen mellom de to valutaene [13].

Empiriske bevis tyder på at store bedrifter med langvarig eksponering mot utenlandske markeder mer sannsynlig vil utstede gjeld i utenlandsk valuta. Gczy, Minton og Schrand (1997) finner at sannsynligheten for å bruke valutaderivater er positivt relatert til utenlandsk valuta risiko, men også til bruk av gjeld i utenlandsk valuta. Spesielt har bedrifter som bruker valutaswap-avtaler høyere nivåer av gjeld i utenlandsk valuta.

Allayanis og Ofek (2001) finner at store multinasjonale selskaper er likegyldige til hedging gjennom utenlandsk gjeld eller valutaderivater, men eksportører foretrekker «skreddersydd» utenlandsk valutaderivater. Tilsvarende finner Elliot, Huffman og Makhar (2003) at amerikanske multinasjonale selskaper bruker begge disse hedging strategiene, noe som kan anses som substitutter og ikke komplementær. Også Aabo (2006) støtter oppfatningen om at gjeld i utenlandsk valuta og derivater er alternative hedging strategier.

2.5.2 Rasjonert i hjemlig marked

Den andre grunnen Habib og Joy (2010) viser til er at låntakere beslutter å utstede gjeld i utenlandsk valuta for å målrette seg mot internasjonale investorer. Dette skyldes at deres eget hjemlige marked er for tynt og lite, og nesten fraværende med tanke på langsiktige løpetider. Den høye likviditeten og den store investor basen forbundet med gjeldsmarkedet i de store internasjonale valutaene kan redusere transaksjonskostnadene ved utstedelse av verdipapirer i disse valutaene. Her er det viktig å skille mellom en bedrifts låntakere i utviklede økonomier og låntakere i fremvoksende økonomier. Førstnevnte kan fortsatt stå ovenfor en avveining mellom å utstede i hjemlig eller utenlandsk valuta, mens sistnevnte nødvendigvis ikke har noe annet valg enn å utstede obligasjoner i en stor internasjonal valuta.

Når det gjelder bedrifter i utviklede økonomier, finner Kedia og Mozumdar (2003) at likviditeten i de underliggende gjeldsmarkedene ikke påvirker amerikanske bedrifters avgjørelser når det kommer til valg av valuta i forbindelse med gjeldsutstedelser. De empiriske bevisene tyder på at store bedrifter, som har større sannsynlighet for å møte kreditt begrensninger i det innenlandske markedet og som har en større drivkraft for å utvide sin investor base, utsteder mer gjeld i utenlandsk valuta (Allayanis og Ofek, 2001; Kedia og Mozumdar, 2003). Store bedrifter kan derimot ha større sannsynlighet for å utstede gjeld i utenlandsk valuta av andre årsaker. Dette kan være lavere transaksjonskostnader og lavere informasjonsasymmetri sammenlignet med små bedrifter. En utstedelse i internasjonale markeder kan innebære økte transaksjonskostnader for utsteder grunnet behovet for å overholde ulike juridiske regimer og komplekse skattemessige behandlinger av gevinster og

tap, samt større kostnader for utenlandske investorer i å samle informasjon. I begge tilfeller kan større bedrifter dra nytte av stordriftsfordeler (Habib og Joy, 2010).

Låntakere i fremvoksende økonomier har en manglende evne til å skaffe kapital i deres innenlandske marked. De henvender seg derfor til det internasjonale markedet ved hjelp av deres innenlandske valuta. Dette er i litteraturen kjent som «original sin» etter Eichengreen og Hausmann (1999).

2.5.3 Billigere

Den tredje årsaken som blir beskrevet i artikkelen til Habib og Joy (2010) er at låntakere velger å utstede gjeld i utenlandsk valuta av beviste strategiske grunner. Dette for å utnytte besparelser i kostnadene for å betjene gjelden som kan oppstå fra tid til annen. Skattefordeler kunne tidvis bli sett på som en årsak, men Kedia og Mozumdar (2003) finner ikke tegn på at dette er en viktig årsak hos amerikanske bedrifter. Låntakere kan også bli tiltrukket av relativt lavere rente utenlandsk. Men fra et teoretisk ståsted bør ikke dette aspektet spille en rolle ettersom risiko averse agenter skal være indifferente mellom ulike valutaer.

På empirisk grunnlag kan det relative rentenivået, som oppfattes av låntakere, spille en rolle i valg av valuta på gjelden. En undersøkelse gjort av Graham og Harvey (2001) bekrefter at de lave utenlandske rentene er en viktig faktor i beslutningen om å utstede gjeld i utenlandsk valuta hos 44 % av bedriftene i deres utvalg. Tilsvarende viser Kelohatju og Niskanen (2001) at finske bedrifter har en tendens til å låne i utenlandsk valuta når den innenlandske renten er høyere i forhold til andre valutaer, til tross for skatteinsentiver om å gjøre det motsatte. Asiatisk bedrifter synes også å henvende seg til det utenlandske markedet for å få en billigere finansieringskilde, målt ved en positiv rentedifferanse mellom lokale og utenlandske renter (Esho, Sharpe og Webster, 2007).

2.6 Likviditet

Likviditet er definert av relativ letthet, kostnad og hastighet som en eiendel kan konverteres til kontanter (Bodie, Merton, Cleeton, 2009). Aitken og Comerton-Forde (2003) beskriver et perfekt likvid marked som et marked der et beløp av en gitt sikkerhet umiddelbart kan bli omgjort til kontanter og tilbake til verdipapirer uten kostnader. I en mindre perfekt verden, er et likvid marked et marked hvor transaksjonskostnadene knyttet til denne konverteringen er minimert.

2.6.1 Hvordan bør likviditet måles

Aitken og Comerton-Forde (2003) påpeker at mål på likviditet kan deles inn i to hovedkategorier: handelsbaserte mål og ordrebaserte mål. Handelsbaserte mål går på å måle verdier/volumer, altså hvor mye som blir omsatt og hvor ofte det blir omsatt/gjort handler. Ved å måle verdiene av omsetningene går det i andre omgang an å se på turnover, altså hvor mange ganger obligasjonens utstedte beløp blir omsatt i løpet av for eksempel ett år. Aitken og Comerton-Forde (2003) forklarer at dette er gode likviditetsmål fordi de er lette og beregne og har stor aksept blant profesjonelle i markedet. Problemet med dem, er derimot at de viser hva som har skjedd, i stedet for hva som kommer til å skje. Derfor trenger ikke dette nødvendigvis å være en god indikator på hva fremtiden bringer. De forklarer med et eksempel at en månedlig turnover i en obligasjon kan være veldig ulik med tanke på om det er kommet ut viktig og essensiell informasjon i den respektive måneden som kan resultere i mye eller lite salg i obligasjonen. Disse målene (handelsbaserte) klarer ikke å fange opp muligheten for investor til å handle umiddelbart og kostandene ved dette, noe som er essensen av likviditet.

Den andre hovedkategorien til Aitken og Comerton-Forde (2003) er ordrebaserte likviditetsmål. De påpeker at tilgjengeligheten av automatiske handelssystemer gir tilgang til mer detaljerte data som åpner for at likviditetsmål for «ordrebøker» kan beregnes. Disse målene er bedre for å fange opp evnen til og kostnadene forbundet med å handle umiddelbart. Bid/ask spreaden representerer kostnaden investor pådrar seg ved å handle umiddelbart. I moderne elektroniske markeder, er likviditeten selvorganisert i den forstand at en representant når som helst kan velge å enten gi likviditet eller konsumere likviditet. Likviditeten i markedet er delvis preget av en bid/ask spread, som setter pris på en øyeblikkelig handel av en aksje/obligasjon (et kjøp umiddelbart etterfulgt av et salg, eller motsatt). I et likvid marked er denne kostnaden liten (Hens, Schenk-Hoppe, 2009).

Den relative bid/ask spreaden blir regnet ut på følgende måte,

$$RSt = (pat - pbt) / pmt,$$

hvor pat og pbt er den respektive beste ask- og bid prisen, og pmt er gjennomsnittet av disse to, $pmt = (pat + pbt) / 2$ (Rakkestad, Kjeltorp, Ødegaard, 2012).

For å kjøpe en aksje/obligasjon, må investorer krysse «spreaden» og akseptere prisen som selger tilbyr. Eller motsatt, selger må krysse «spreaden» og selge for prisen som kjøper tilbyr. Kostnaden som her oppstår kalles for bid/ask spread. Aitken og Comerton-Forde (2003) forklarer videre at dette er en effektiv og nøyaktig metode for beregning av likviditet i en

aksje/obligasjon for små investorer. Ved å beregne denne kostnaden i prosent av obligasjonskursen (relativ spread), kan likviditeten bli sammenlignet på tvers av obligasjoner med forskjellige priser. For større investorer kan den relative spreaden undervurdere den egentlige kostnaden for handel og dermed overvurdere likviditeten. De forklarer dette med at dersom en investor ønsker å handle 100.000 aksjer, er det ikke nødvendigvis så mye å hente ved den beste «ask» prisen. Da må investoren øke sin pris inntil det er tilstrekkelig volum i ordreboken til å kjøpe hele ordren. Markedet er her derfor mye mindre likvid enn bid/ask spreaden skulle tilsi. Hein (2003) underbygger dette med at likviditet i litteraturen ofte tillegges i tre dimensjoner. Dette er bredden (tightness) som angir hvor mye omsetningspriser avviker fra midtkursen, og således er et uttrykk for transaksjonsomkostningene i markedet. Den andre er dybden (depth) som angir hvor stort volum som kan handles uten å påvirke prisen. Den tredje er restitusjonsevnen (resiliency) som angir markedets evne til å normalisere seg etter en handel. Med dette påpeker han at mindre bredde, større dybde og hurtigere restitusjon gir et mer likvid marked.

2.6.2 Tidligere forskning på likviditet i obligasjonsmarkedet

Tidligere forskning har vist at likviditeten i «corporate bonds» er relativt dårlig. Rakkestad, Kjeltorp og Ødegaard (2012) har sett på registrerte transaksjoner i rentepapirer notert på Oslo Børs (OSE) for perioden 1999-2011. I løpet av perioden finner de en økning i aktivitet blant selskapsobligasjoner, men dager med omsetning i disse obligasjonene er relativt få. For «selskaps obligasjoner» finner de at verdipapirene omsettes i gjennomsnitt fire dager per kvartal. Dette betyr naturligvis at det er et stort antall obligasjoner som ikke handles i det hele tatt på kvartals basis. Med en så lav handel vil en del statistiske mål som forsøker å måle likviditet bli veldig upålitelige i de fleste tilfeller ikke gi et riktig bilde av likviditeten. Rakkestad, Kjeltorp og Ødegaard (2012) forsøker blant annet å beregne et ordrebasert mål (bid/ask spread) for selskapsobligasjonene, men oppdager at dette er vanskelig fordi det er lite observasjoner å spore i tilbud og etterspørsel (bid/ask). Dette kan i hovedsak skyldes den lave handelsvirksomheten og at de fleste handlene blir utført over disk (OTC). De forklarer videre at på grunn av rapporteringsreglene på Oslo Børs, der alle OTC transaksjonene skal rapporteres til børsen minst ved slutten av handelsdagen, så er handelsbaserte likviditetsmål mer representative for målingen av likviditet i det norske markedet.

For obligasjoner blir vanligvis ikke handel registrert. Transaksjoner er privat forhandlet mellom partene, og det er lite eller ingen sentral rapportering av transaksjoner (Ross, Westerfield, Jaffe og Jordan, 2011). Eindride Stien, Head of FX&Fixed Income i Swedbank,

forklarer at dersom en obligasjon er utstedt på børsen i London og papiret blir omsatt hos dem i Swedbank, så har ikke de noe plikt til å rapportere den handelen til børsen i London. Han påpeker derimot at det går an å se på hvor mange meglerhus som stiller priser på hvert enkelt papir, og at dette vil være en god indikator på papirenes likviditet.

Bao, Pan og Wang (2011) finner i sin artikkel ut at illikviditet i obligasjoner skyldes ulike karakteristikk ved obligasjonene. De finner blant annet ut at illikviditeten til en obligasjon øker ved obligasjonenes alder og løpetid, mens den blir mindre ved større utstedelsesbeløp. Bøhren og Michalsen (2012) forklarer også at det norske obligasjonsmarkedet er svært tynt, og at det daglige omsetningsvolumet er lavt. Særlig gjelder dette det siste året før obligasjonslånet skal innløses. De forklarer videre at de aller fleste av de som kjøper obligasjonene ved den opprinnelige emisjonen, ofte sitter på lånet til forfall. De har likevel sett at omsetningen i det norske obligasjonsmarkedet har tatt seg kraftig opp siden 1993 og siden har holdt seg høy. Problemet er at det nesten bare er stats- og statsgaranterte obligasjoner som omsettes. Her kan den daglige omsetningen ofte være mange ganger større enn aksjeomsetningen. Annenhåndsmarkedet for bedriftsobligasjoner er fortsatt sovende. I 2010 var for eksempel 76 % av den totale omsetningsverdien (423,8 mrd. kroner) i statsobligasjoner mot bare 6 % i industri- og handelsobligasjoner. Omløpshastighetene var på henholdsvis 1,36 og 0,25 år (Bøhren, Michalsen, 2012).

3 Oversiktsbilde over det Nordiske Obligasjonsmarkedet

3.1 Utvalg

Databasen som ble brukt for innhenting av informasjon om det Nordiske obligasjonsmarkedet var Datastream 5.1. Det er kun den største børsen i hvert av de nordiske landene som danner grunnlaget for undersøkelsen. Her befinner de største selskapene seg, og dermed vil det være flest obligasjonslån å studere her. For å få en pekepinn på de mindre børsene kan en si at det kun var 7 obligasjoner utstedt på Oslo Axxess. Til sammenligning var det 244 på Oslo børs.

Videre i dette kapittelet blir hver enkelt børs presentert hver for seg. Oslo Børs kommer først, etterfulgt av NASDAQ OMX Stockholm, NASDAQ OMX Copenhagen og OMX Helsinki, før alle børsene til slutt blir samlet og oppsummert under ett. Det første punktet under hver børs beskriver hvordan seleksjonsprosessen har foregått og hvor mange selskaper som stod igjen for videre undersøkelse. Etterpå blir selskapene delt inn i sektorer og tabeller som viser en oversikt over hvor mange selskaper det er i hver sektor og hvor mange obligasjonslån det befinner seg i hver sektor. Videre kommer størrelser og valutafordeling innen hver sektor. Til slutt viser en oversikt over løpetiden til obligasjonene og hvilken type obligasjonslån det er snakk om.

På alle børsene i Norden, med unntak av Oslo Børs, er det sett bort fra banker, egenkapitalbevis og forsikringsselskaper ved kartleggingen av obligasjonsmarkedet. Årsaken til dette er at oppgavens fokus er på de selskapene som er non-financials, altså «industri selskaper». De 5 største bankene på Oslo Børs er tatt med for å få en liten indikator på hvordan bankmarkedet er. På NASDAQ OMX Iceland, som kun bestod av 11 selskaper, var det bare ett av disse som hadde obligasjoner. Dette var imidlertid en bank, og den Islandske børsen vil dermed være uinteressant for resten av oppgaven.

Ett par av bankene havner naturligvis under sektoren finansielle tjenester, mens en del går under egenkapitalbevis som blir sett helt bort i fra i denne undersøkelsen. Dersom banker står oppført under finansielle tjenester vil de også bli luket bort. Eiendomsselskaper og investeringsselskaper blir derimot tatt med i oversikten.

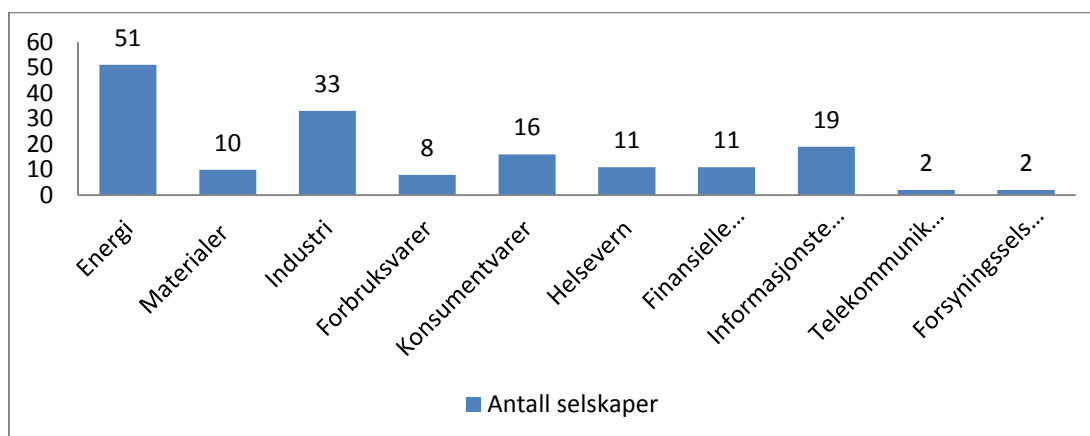
Når et selskap er delt opp, slik for eksempel Wilhelm Wilhelmsen er, blir dette regnet som kun et selskap. På Oslo Børs var det bare et par selskaper dette gjaldt, mens det på den svenske børsen var svært mange selskaper som var delt i A og B aksjer. Dette vil da gå som et selskap når vi ser på obligasjonene.

For å få en bedre oversikt over markedet, er alle selskapene delt inn i sektorer. Det er brukt GICS inndeling⁹. De børsnoterte selskapene fordelt på de ulike sektorene er hentet fra listene på nordnet.no.

Obligasjonene er utstedt i mange forskjellige valutaer, og for å gjøre grafer sammenlignbare er alle valutaer gjort om til norske kroner (NOK) når de skal vise størrelsesmessig andel i blant annet stolpediagrammer og sektordiagrammer. For å regne om de ulike valutaene til NOK er det brukt en gjennomsnittskurs for 2012 for hver enkelt valuta. Gjennomsnittskursen er beregnet av Norges Bank [15].

3.2 Oslo Børs

For Oslo Børs startet innsamlingen av data 29. januar 2013 og var ferdig 13. februar. Den 29. januar var det 173 registrerte selskaper på børsen. Av disse er 4 gått bort på grunn av sammenslåing, og 6 går bort som bank eller forsikringselskap. Det var dermed 163 selskaper gjenstående for videre undersøkelse, og som skulle danne et bilde av obligasjonsmarkedet blant selskapene på Oslo Børs.



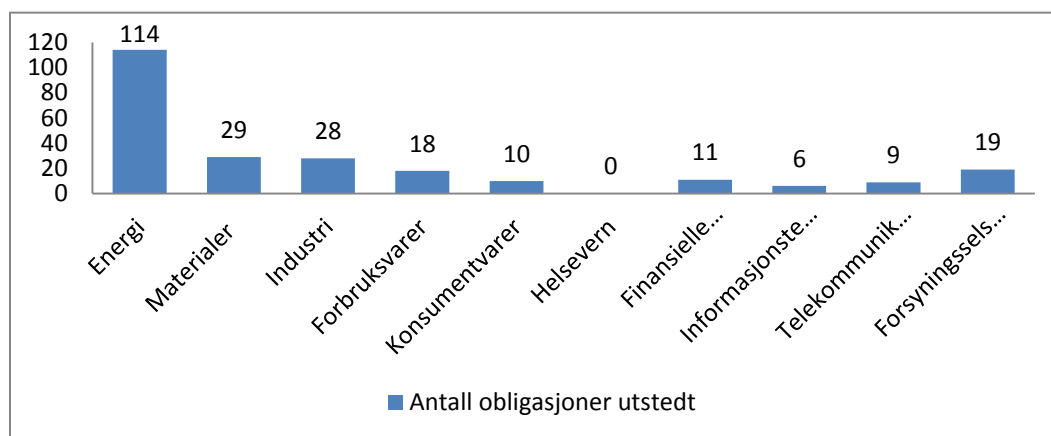
Figur 3.1: Norske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Energisektoren er den største med 51 selskaper, mens de 2 minste er telekommunikasjon og forsyningsselskaper med 2 selskaper i hver sektor.

⁹ GICS – Global Industry Classification Standard. Oppdelingen består av 10 ulike sektorer: Energi, materialer, industri, forbruksvarer, konsumentvarer, helsevern, finansielle tjenester, informasjonsteknologi, telekommunikasjons og tjenester, og forsyningsselskaper [14].

Antall obligasjoner utstedt

Av de 163 selskapene var det 64 som hadde obligasjonslån, og totalt var det utstedt 244 obligasjoner.



Figur 3.2: Obligasjonsutstedelser blant norske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Energisektoren den med klart flest obligasjoner utstedt. Deretter kommer material og industri sektorene med 29 og 28 obligasjoner hver. Blant de resterende sektorene er fordelingen forholdsvis jevn.

Totalt beløp utstedt per sektor

Den totale verdien, målt i utstedt beløp på Oslo Børs er per 13. februar 2013 på 303,1 mrd NOK.

Ikke overraskende er energisektoren den klart største sektoren på Oslo Børs med 51 % av total obligasjonsgjeld, og med hele 155,9 mrd NOK i utstedte obligasjoner.

Dette kommer av at Norge er en oljenasjon, og at mange av de store

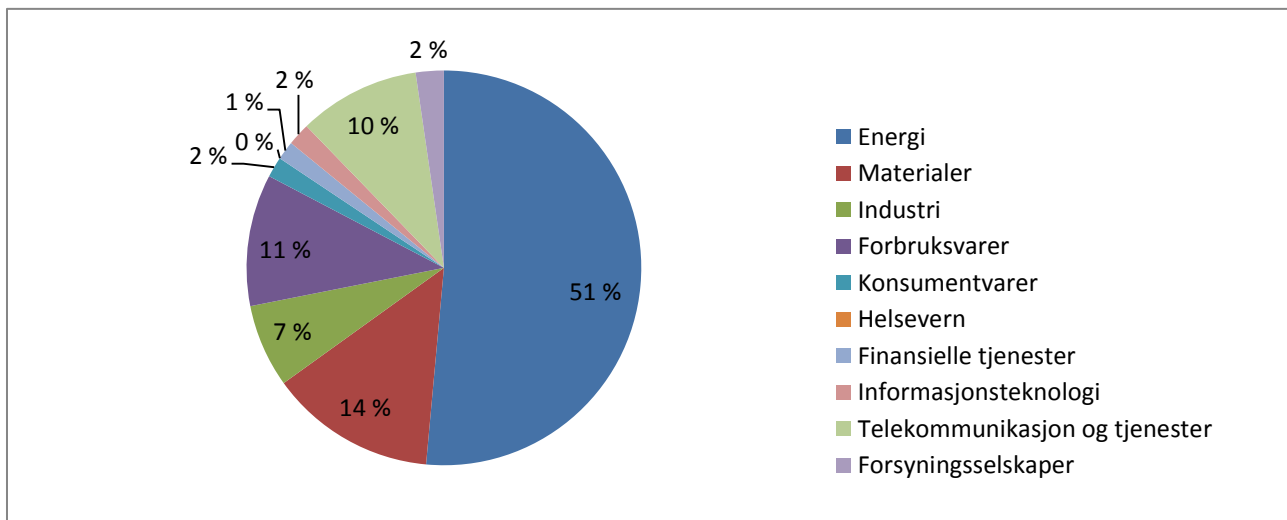
norske børsnoterte selskapene er oljeselskaper, der Statoil er aller størst. I tillegg er hele 51 av de 163 undersøkte selskapene innenfor energisektoren. Den nest største sektoren er materialer med 14 %, der også et par store selskaper som Norsk Hydro og Yara bidrar til å gjøre denne sektoren stor. I industrisektoren er Norge relativt beskjeden i forhold til andre nordiske land og her er bare 7 % av den totale obligasjonsgjelden. Forbruksvarer står for 11 % med Royal Caribbean Cruises som den største utstederen. Like bak kommer sektoren for

Sektor	Omgjort til NOK
Energi	kr 155 917 542 000,00
Materialer	kr 41 314 474 000,00
Industri	kr 20 655 532 000,00
Forbruksvarer	kr 32 724 450 000,00
Konsumentvarer	kr 5 081 740 000,00
Helsevern	kr 0,00
Finansielle tjenester	kr 4 650 000 000,00
Informasjonsteknologi	kr 5 591 808 000,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 30 187 230 000,00
Forsyningsselskaper	kr 6 961 860 000,00
Total sum	kr 303 084 636 000,00

Tabell 3.1: Utstedt beløp for norske selskaper innenfor hver sektor.

telekommunikasjon og tjenester med ca 10 %, som ene og alene skyldes Telenor.

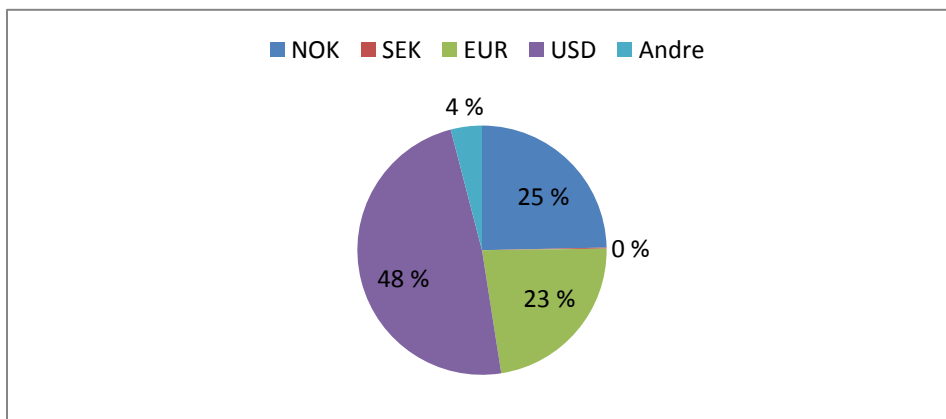
Konsumentvarer, finansielle tjenester, informasjonsteknologi og forsyningselskaper er relativt beskjedent representert med et par prosent hver, mens det i sektoren helsevern ikke er en eneste obligasjon å oppspore.



Figur 3.3: Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for norske selskaper

Obligasjoner utstedt i ulik valuta

Obligasjonene til de norske selskapene er utstedt i valutaene NOK, SEK, USD, EUR og andre, der «andre» innebærer JPY og GBP.



Figur 3.4: Valutafordeling blant norske selskaper

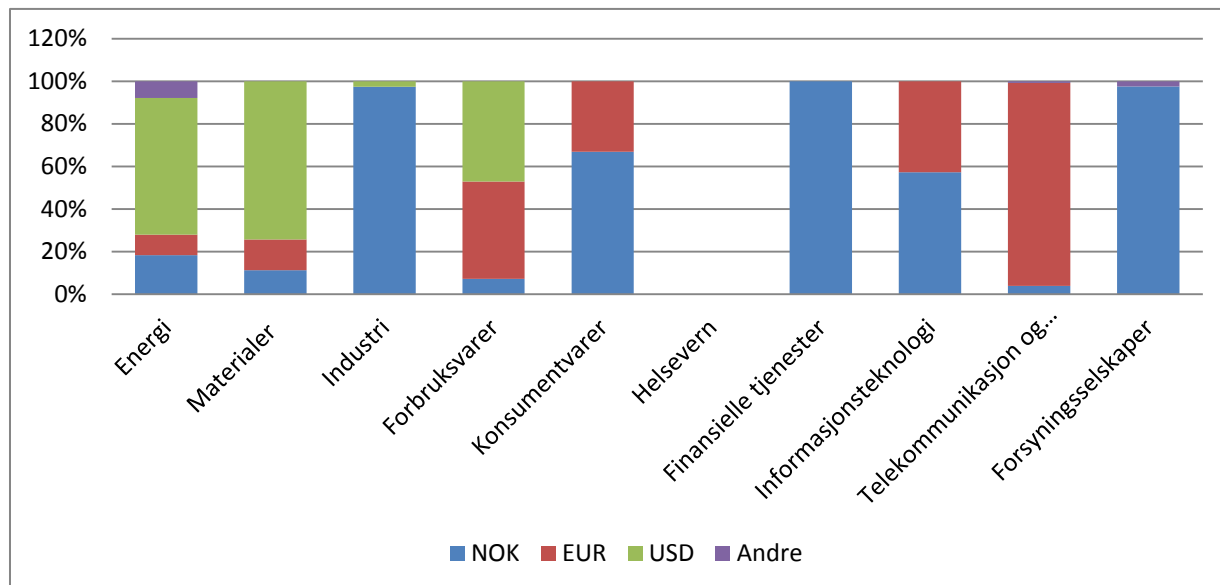
På Oslo Børs er det USD som er den dominerende valutaen i obligasjonsmarkedet. Dette skyldes mye at olje og gass sektoren er stor, og at dette er en USD basert bransje. En ser også at NOK er litt større enn EUR i det norske markedet, og at SEK nesten er fraværende. Av «andre» valutaer så er det kun snakk om et par lån i JPY og GBP, som er en del av obligasjonsgjelden til Statoil.

Sektor	Beløp i NOK	Beløp i EUR	Beløp i USD
Energi	kr 28 448 000 000,00	€ 2 020 000 000,00	\$ 17 199 000 000,00
Materialer	kr 4 635 000 000,00	€ 800 000 000,00	\$ 5 274 000 000,00
Industri	kr 20 120 000 000,00	€ 0,00	\$ 92 000 000,00
Forbruksvarer	kr 2 350 000 000,00	€ 2 000 000 000,00	\$ 2 650 000 000,00
Konsumentvarer	kr 3 400 000 000,00	€ 225 000 000,00	\$ 0,00
Helsevern	kr 0,00	€ 0,00	\$ 0,00
Finansielle tjenester	kr 4 650 000 000,00	€ 0,00	\$ 0,00
Informasjonsteknologi	kr 3 200 000 000,00	€ 320 000 000,00	\$ 0,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 1 153 000 000,00	€ 3 850 000 000,00	\$ 0,00
Forsyningsselskaper	kr 6 790 000 000,00	€ 0,00	\$ 0,00
Total sum	kr 74 746 000 000,00	€ 9 215 000 000,00	\$ 25 215 000 000,00
Omgjort til NOK	kr 74 746 000 000,00	kr 68 876 596 000,00	kr 146 776 515 000,00

Tabell 3.2: Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant norske selskaper.

Valutafordeling i hver sektor

En annen ting som er interessant å studere er i hvilken valuta selskapene funder seg i innenfor hver enkelt sektor. Figur 3.4 over gav en oversikt over tallene i USD, EUR og NOK. I figur 3.5 under, er et mer oversiktlig stolpediagram som viser den prosentvise fordelingen av valuta i hver sektor.



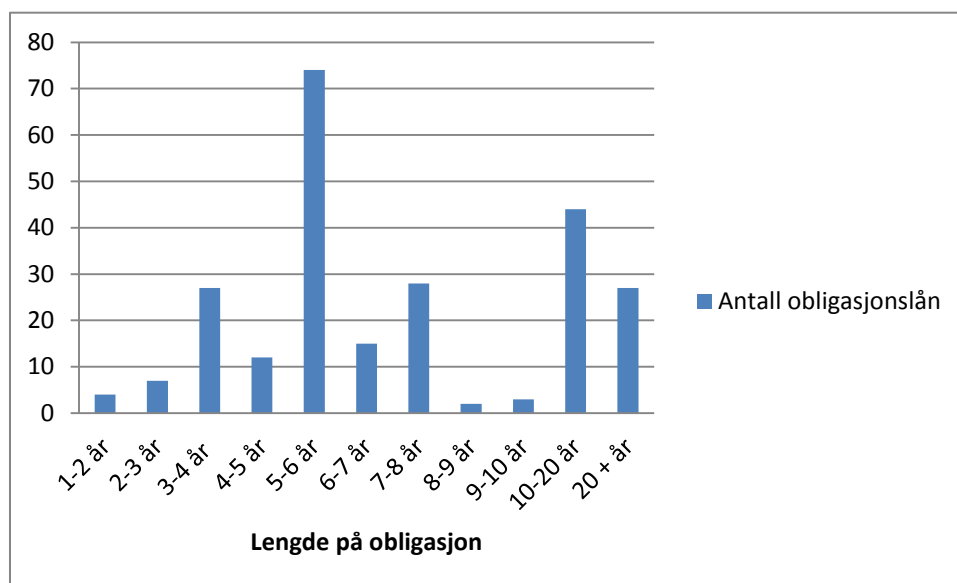
Figur 3.5: Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant norske selskaper.

Det som kan være verdt å legge merke til er at i alle de «store» sektorene, altså de sektorene med mest obligasjonsgjeld, er prosentandelen med utenlandsk valuta klart størst. Både energi (51 %), materialer (14 %), forbruksvarer (11 %) og telekommunikasjon (10 %) har klart mest obligasjonsgjeld utstedt i utenlandsk valuta. I energi og material sektorene er USD den dominerende, mens i telekommunikasjon er EUR den dominerende. Under forbruksvarer er

det en nokså lik fordeling de to valutaene i mellom. I de andre «mindre» sektorene er NOK den dominerende valutaen.

Obligasjonslånenes løpetid

Obligasjonens løpetid er som beskrevet i teoridelen blant annet viktig på grunn av at investorer krever en risikopremie for lån med lang løpetid. Dette fordi jo lenger løpetiden er, jo større er risikoen.



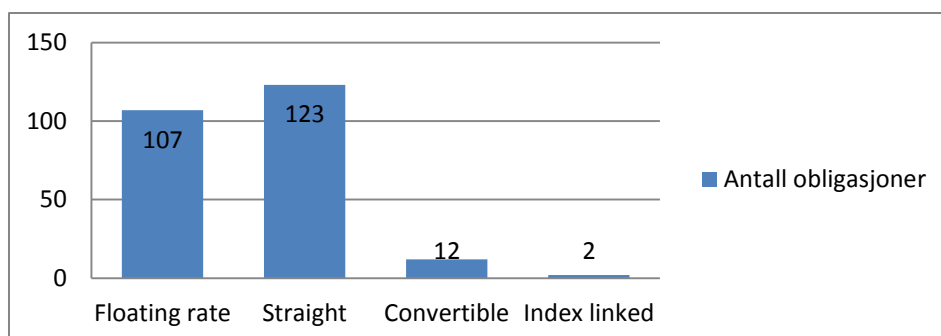
Figur 3.6: Obligasjonslånenes løpetid blant de norske selskapene.

De vanligste obligasjonslengdene er på 5-6 år, etterfulgt av 10-20 år, 7-8 år og 3-4 år. De fleste obligasjonene er i hele år, men det er også unntak. Diagrammet ovenfor viser derfor intervaller fra 1-2 år, 2-3 år osv. Obligasjoner som for eksempel er 5,5 år vil dermed havne i intervallet 5-6 år. Det samme vil en obligasjon med løpetid på nøyaktig 5 år. Er en obligasjon 4,9 år vil den havne i intervallet 4-5 år.

Årsaken til at de to siste intervallene er fra 10-20 år og 20+ år, er at det er mange obligasjoner som er akkurat 10 år og veldig få som er fra 11-19,9 år. I intervallet 20+ år er de fleste obligasjoner 20 år, men det er også en del på 30 år, og relativt få i mellom disse.

Type obligasjon

Det finnes flere typer obligasjoner, men felles for dem alle er som nevnt i teoridelen at utsteder, løpetid og rente er angitt. Blant obligasjonene til de norske selskapene finnes både obligasjoner med fastsatt rente (straight), regulerbar rente (floating rate), konvertible obligasjoner (convertible) og indekserte obligasjoner (index linked).

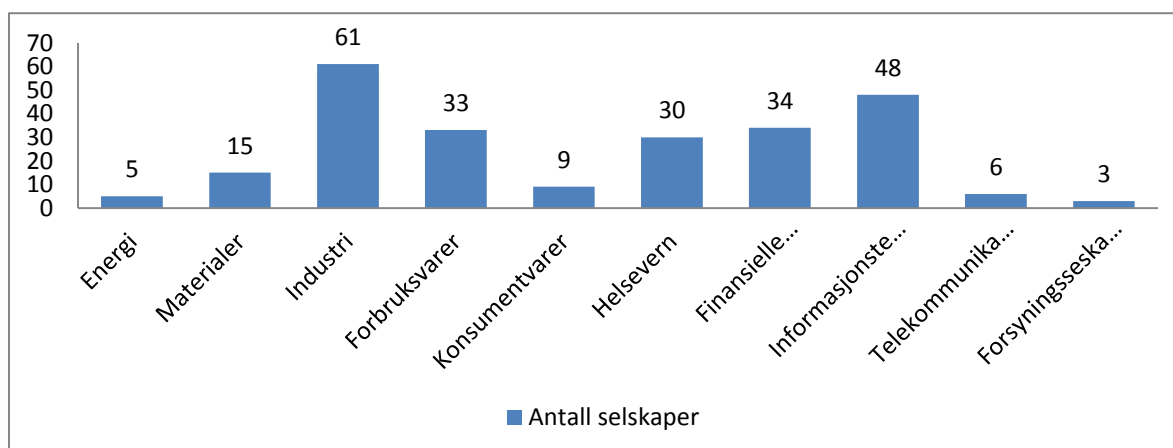


Figur 3.7: Fordeling av obligasjonstypene blant de norske selskapene

Det er ganske lik fordeling mellom obligasjoner med fast rente og obligasjoner med renteregulering. Det er kun et fåtall som er konvertible og nesten ingen av selskapene som har indekserte obligasjoner.

3.3 Nasdaq OMX Stockholm

Innsamlingen av data for de Svenske selskapene startet 19. Februar 2013 og var ferdig 21. februar 2013. Da var det totalt 286 noterte selskaper på Nasdaq OMX Stockholm. Etter å ha foretatt sammenslåinger var det totale antallet selskaper 251. Det var 2 selskaper som begge var sekundær-notert på den svenske børsen og som ikke var å regne som svenske selskaper. Disse er derfor ikke tatt med i undersøkelsen. De 5 bankene som var notert på den Svenske børs (Nordea Bank AB, SEB, Avanza Bank Holding AB, Sv.Handelsbanken og Swedbank AB) ble heller ikke tatt med, slik at det totale antall selskaper som ble undersøkt var 244.



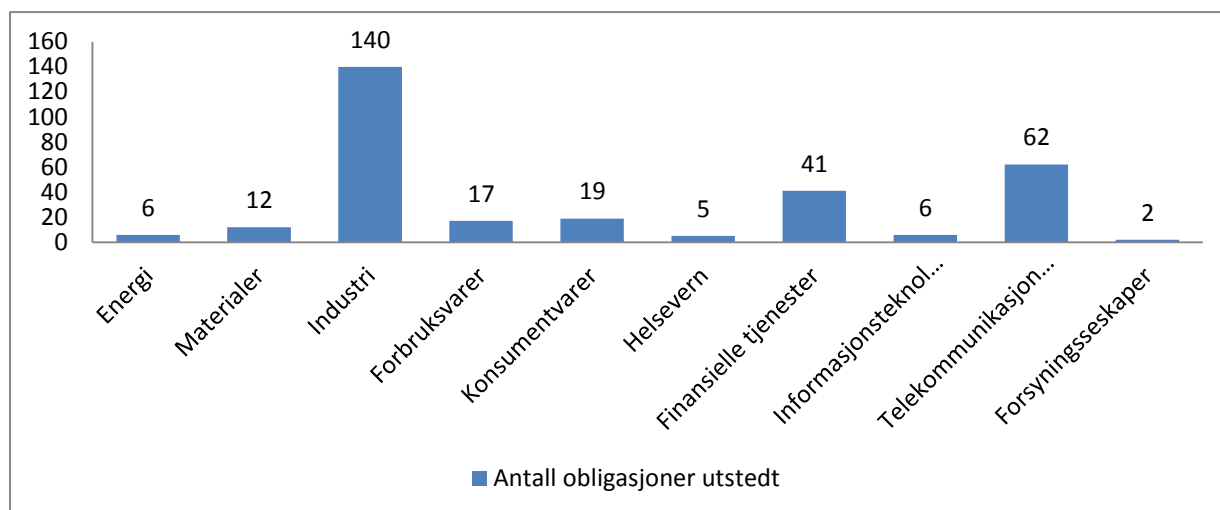
Figur 3.8: Svenske selskaper fordelt på de ulike sektorene

Industrisektoren er den største med 61 selskaper, mens sektoren for forsyningselskaper er den minste med 3 selskaper.

Antall obligasjoner utstedt

Blant de 244 selskapene som ble undersøkt på Nasdaq OMX Stockholm var det totalt 310 obligasjoner utstedt. Industrisektoren er den mest aktive med 140 obligasjoner utstedt,

etterfulgt av sektorene for telekommunikasjon og finansielle tjenester. Disse sektorene med henholdsvis 62 og 41 obligasjoner hver. Sett utfra at telekommunikasjon er en forholdsvis liten sektor med tanke på antall selskaper, er det en aktiv sektor på obligasjonsmarkedet. Tallene for sektoren finansielle tjenester ville naturligvis vært betydelig større dersom en ikke hadde utelatt bankene i undersøkelsen.



Figur 3.9: Obligasjonsutstedelser blant svenske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Sektorene forbruksvarer og helsevern består begge av langt flere selskaper enn telekommunikasjon, men er forholdsvis passive på obligasjonsmarkedet med henholdsvis 17 og 5 obligasjonsutstedelser.

Totalt beløp utstedt per sektor

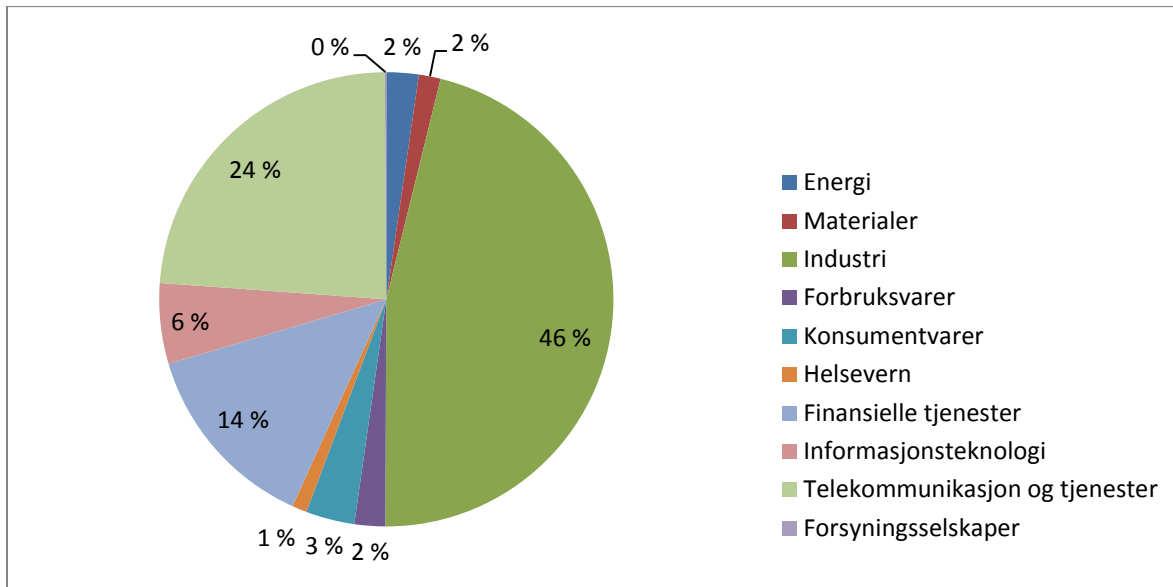
Den totale verdien, målt i utstedt beløp, på obligasjonene til de svenske selskapene var den 19.februar 2013 på 293,9 mrd NOK. Industrisektoren er her den største med et totalt utstedt beløp på 135,8 mrd NOK. Forsyningsselskaper er den sektoren med lavest total beløp, med 301 millioner NOK.

Sektor	Omgjort til NOK
Energi	kr 6 752 885 000,00
Materialer	kr 4 558 887 800,00
Industri	kr 135 841 836 300,00
Forbruksvarer	kr 6 436 861 100,00
Konsumentvarer	kr 10 190 481 900,00
Helsevern	kr 3 093 480 000,00
Finansielle tjenester	kr 40 087 771 000,00
Informasjonsteknologi	kr 16 845 740 000,00
Telekommunikasjon og tjen.	kr 69 805 995 500,00
Forsyningsselskaper	kr 300 755 000,00
Total sum	kr 293 914 693 600,00

Tabell 3.3: Utstedt beløp for svenske selskaper innenfor hver sektor.

Sektoren industri har den største andelen med 46 %, der blant annet Volvo, Scania og Sandvik er selskaper med mye obligasjonsgjeld. Deretter kommer telekommunikasjonssektoren med 24 % av obligasjonsmarkedet, der TeliaSonera står for nesten hele andelen. Investor AB og

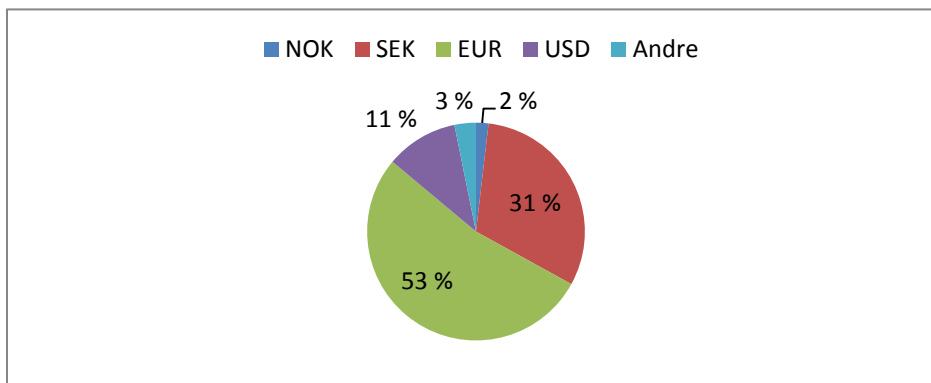
Industirvården gjør at også finansielle tjenester blir en av de største sektorene med en andel på 14 %. Forsyningsselskaper har minst andel med 0.1 %.



Figur 3.10: Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for svenske selskaper.

Obligasjoner utstedt i ulike valuta

Obligasjonene til de svenske selskapene er utstedt i valutaene SEK, EUR, USD, NOK, JPY, GBP, CHF og CNY.



Figur 3.11: Valutafordeling blant de svenske selskapene.

Med en andel på 53 % er EUR den dominerende valutaen blant obligasjonene utstedt av de svenske selskapene. Deretter følger SEK med 31 % og USD med 11 %.

Andelen i EUR utgjør 155,9 mrd NOK. Obligasjonene utstedt i SEK og USD utgjør et totalt beløp på 91,6 mrd og 31,5 mrd NOK.

Sektor	Beløp i SEK	Beløp i EUR	Beløp i USD
Energi	kr 850 000 000,00	€ 0,00	\$ 880 000 000,00
Materialer	kr 4 566 000 000,00	€ 85 000 000,00	\$ 0,00
Industri	kr 59 141 000 000,00	€ 8 300 000 000,00	\$ 3 400 000 000,00
Forbruksvarer	kr 6 007 000 000,00	€ 60 000 000,00	\$ 142 000 000,00
Konsumentvarer	kr 4 683 000 000,00	€ 825 000 000,00	\$ 0,00
Helsevern	kr 3 600 000 000,00	€ 0,00	\$ 0,00
Finansielle tjenester	kr 13 945 000 000,00	€ 3 150 000 000,00	\$ 0,00
Informasjonsteknologi	kr 0,00	€ 1 475 000 000,00	\$ 1 000 000 000,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 13 475 000 000,00	€ 6 970 000 000,00	\$ 0,00
Forsyningsselskaper	kr 350 000 000,00	€ 0,00	\$ 0,00
Total sum	kr 106 617 000 000,00	€ 20 865 000 000,00	\$ 5 422 000 000,00
Omgjort til NOK	kr 91 615 988 100,00	kr 155 953 356 000,00	kr 31 561 462 000,00

Tabell 3.4: Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant svenske selskaper.

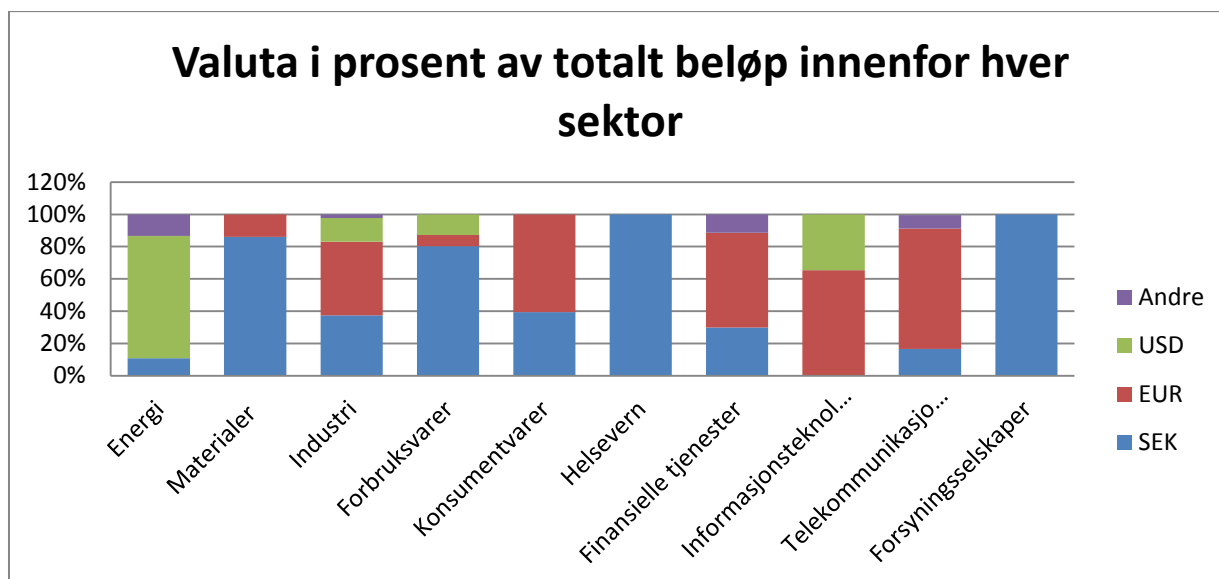
Valutaene som fremkommer fra rubrikken «andre», og som utgjør en andel på 3 %, inneholder valutaene JPY, GBP, CHF og CNY. Obligasjoner som er utstedt i JPY er innenfor sektorene industri og telekommunikasjon, og utgjør 511 millioner NOK. Obligasjonene som er utstedt i GBP befinner seg også innenfor disse sektorene, i tillegg til finansielle tjenester. Disse utgjør omtrent 6,7 mrd NOK. Valutaene CHF og CNY er kun utstedt innenfor industrisektoren og utgjør henholdsvis 1,2 mrd og 922 millioner NOK.

De svenske selskaperes obligasjoner i NOK er på 5,4 mrd, som utgjør en beskjeden andel på 2 %. Obligasjonene utstedt i NOK er størst innenfor sektorene telekommunikasjon og finansielle tjenester med henholdsvis 2,2 mrd og 2 mrd NOK. NOK er også utstedt innenfor energi og industri sektorene, her med beløpene 900 millioner og 350 millioner NOK.

Valutafordeling i hver sektor

Fundingen i ulik valuta varierer fra sektor til sektor. Sektorene for industri, telekommunikasjon, finansielle tjenester og informasjonsteknologi har en betydelig større andel av obligasjonsgjelden i andre valutaer enn SEK. Dersom en skulle rangert sektorene etter størrelse er dette de 4 største sektorene med tanke på totalt utstedt obligasjonsgjeld. Det kan altså virke som om selskapene med størst fundingbehov bruker utenlandsmarkedet flittig. Videre kan en se at sektorene med minst utstedt totalgjeld som materialer, forbruksvarer, helsevern og forsyningsselskaper har en stor andel av gjelden i hjemmevaluta. Energisektoren

har som de store sektorene en stor andel av obligasjonsgjelden i utenlandsk valuta, og spesielt i USD. Kun en mindre andel består av SEK.

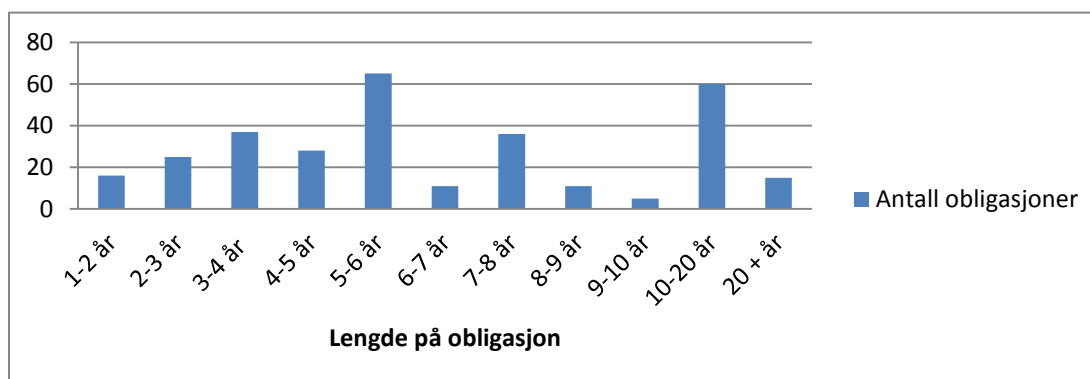


Figur 3.12: Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant svenske selskaper.

EUR er den dominerende valutaen i 5 av de 10 sektorene, hvor 3 av disse er de med flest obligasjonslån (industri, finansielle tjenester, og telekommunikasjon og tjenester). SEK er den dominerende valutaen i 4 av sektorene, men dette er alle sektorer bestående av en lavere andel av den totale summen av de utstedte obligasjonene. USD er dominerende i energi sektoren, som har en andel på beskjedne 2 % av det totale beløpet utstedt av de svenske selskapene.

Obligasjonenes løpetid

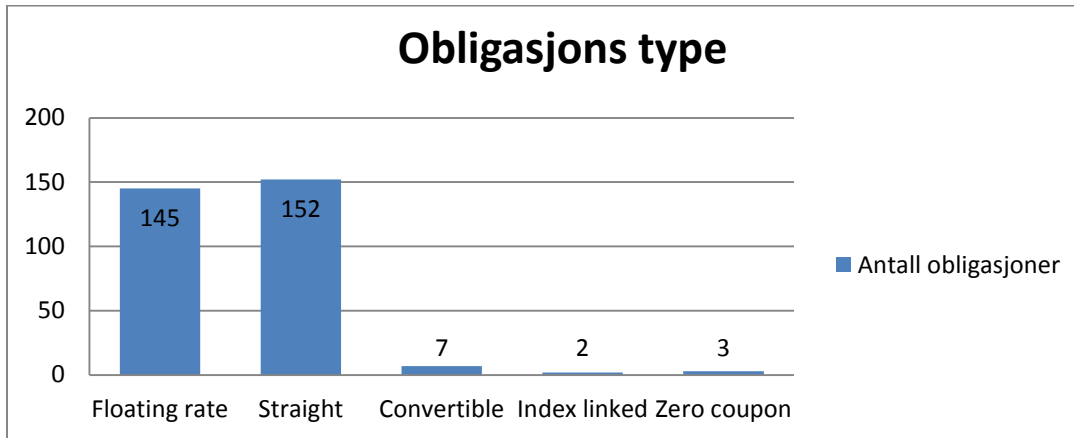
Obligasjonene som er utstedt har varierende lengde. Den opprinnelige løpetiden på de fleste av obligasjonene er på 5-6 år. 65 av de 310 obligasjonene utstedt av de svenske selskapene havner innenfor dette intervallet. 60 av obligasjonene havner innenfor 10-20 år, som er den nest største gruppen.



Figur 3.13: Obligasjonslånenes løpetid blant de svenske selskapene.

Type obligasjon

Obligasjonene utstedt av de svenske selskapene varierer fra fast rente (straight), regulerbar rente (floating rate), konvertible (convertible), indekserte (index linked) og nullkupong (zero coupon).

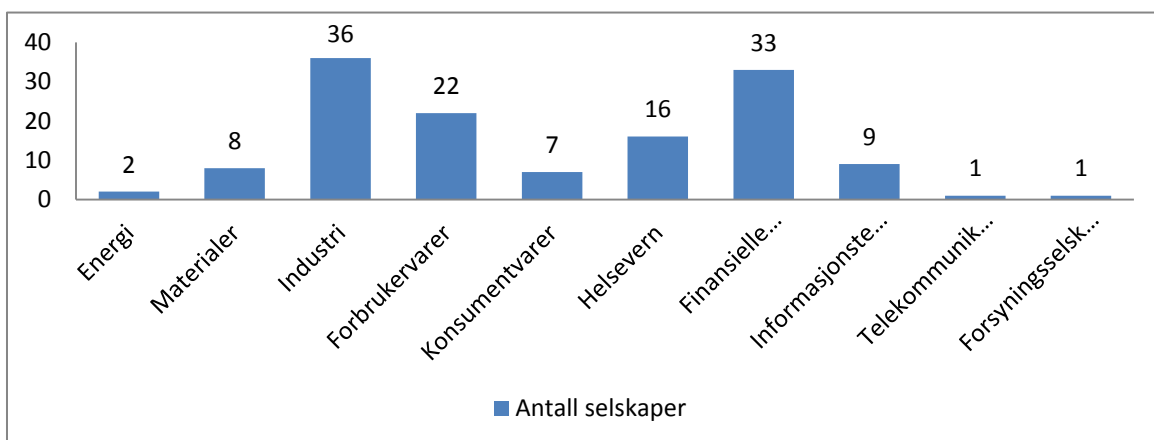


Figur 3.14: Fordeling av obligasjonstypene blant de svenske selskapene.

Fleste parten av obligasjonene har enten fastsatt rente eller er med renteregulering. De har en andel på henholdsvis 49 % og 47 %, som tilsvarer 145 og 152 obligasjoner. Resterende andel er av typen konvertible, indekserte og nullkupongsobligasjoner, med 7, 2 og 3 obligasjoner hver.

3.4 Nasdaq OMX Copenhagen

19. Februar 2013 var det totalt 165 noterte selskaper på Nasdaq OMX Copenhagen. Etter å ha gjort innskjerlinger på samme måte som for de øvrige børsene, ble det totalt undersøkt 135 selskaper. De 30 selskapene som ikke ble tatt med besto av 26 banker, 2 forsikringselskaper og 2 selskaper som ikke var danske.

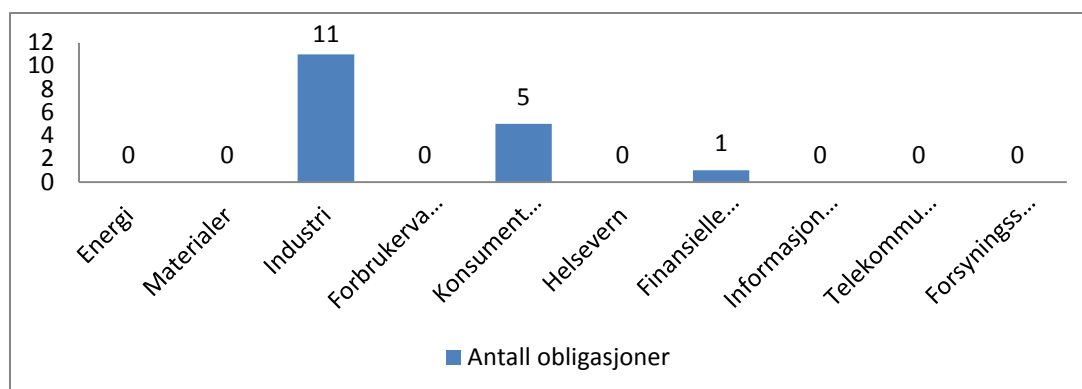


Figur 3.15: Danske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Industrisektoren er den største, bestående av 36 selskaper. Sektorene telekommunikasjon og forsyningsselskaper er minst med kun 1 selskap hver.

Antall obligasjoner utstedt

Blant de 135 selskapene som ble undersøkt på Nasdaq OMX Copenhagen var det totalt 17 obligasjoner utstedt. Disse obligasjonene er fordelt på de tre sektorene industri, konsumentvarer og finansielle tjenester.



Figur 3.16: Obligasjonsutstedelser blant danske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Industrisektoren er den mest aktive med 11 obligasjoner utstedt, etterfulgt av sektorene for konsumentvarer og for finansielle tjenester. Disse sektorene har henholdsvis 5 og 1 obligasjoner. Innenfor sektoren finansielle tjenester er det notert hele 26 banker. Denne sektoren ville derfor vært betydelig større dersom disse ikke hadde blitt utelatt.

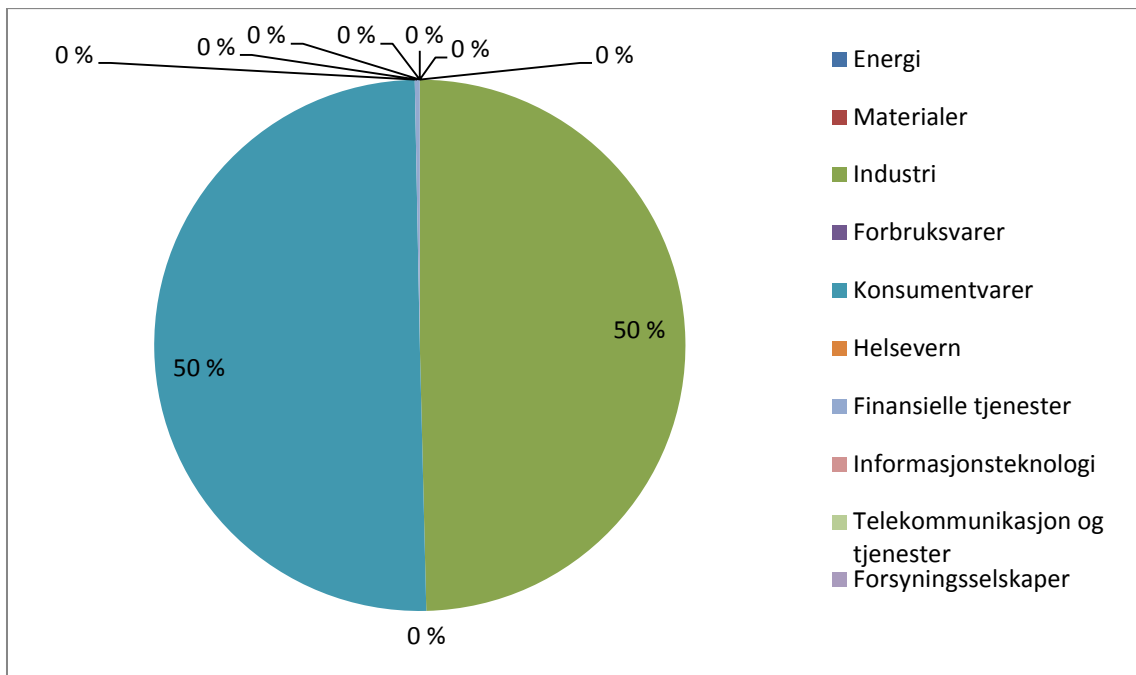
Totalt beløp utstedt per sektor

Den totale verdien, målt i utstedt beløp, på obligasjonene til de danske selskapene var den 19.februar 2013 på 57,8 mrd NOK. Konsumentvarer er den største, med et totalt utstedt beløp på 28,9 mrd NOK. Hele beløpet er utstedt av Carlsberg A/S. Industrisektoren er nesten like stor med sine 28,7 mrd NOK utstedt, der A.P. Møller-Mærsk utgjør nesten hele andelen.

Sektor	Omgjort til NOK
Energi	kr 0,00
Materialer	kr 0,00
Industri	kr 28 652 040 000,00
Forbruksvarer	kr 0,00
Konsumentvarer	kr 28 926 370 000,00
Helsevern	kr 0,00
Finansielle tjenester	kr 175 717 500,00
Informasjonsteknologi	kr 0,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 0,00
Forsyningsselskaper	kr 0,00
Total sum	kr 57 754 127 500,00

Tabell 3.5: Utstedt beløp for danske selskaper innenfor hver sektor.

En prosentvis fordeling av det totale beløpet utstedt fra de ulike sektorene er vist i figur 3.17 under.



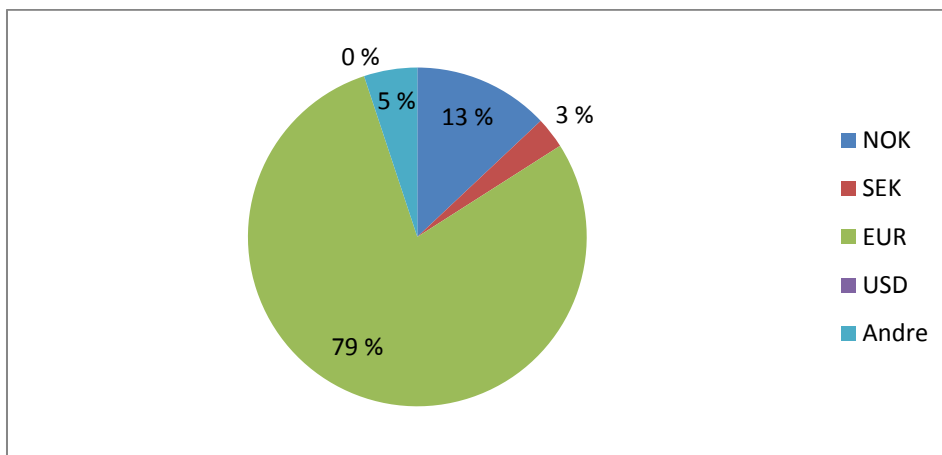
Figur 3.17: Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for danske selskaper.

Sektoren for finansielle tjenester står her som 0 %, men tallene ovenfor viser at sektoren har en obligasjon. Den utgjør bare 0,3 % og kommer derfor ikke frem av sektordiagrammet.

Obligasjoner utstedt i ulike valuta

Obligasjonene er fundet i valutaene DKK, EUR, NOK, SEK og GBP. Med en andel på 79 % er EUR den dominerende valutaen blant obligasjonene utstedt av de danske selskapene.

Deretter følger NOK med 13 % og SEK med 3 %.



Figur 3.18: Valutafordeling blant danske selskaper.

Obligasjonene utstedt i EUR utgjør 45,6 mrd NOK, mens obligasjonene utstedt i NOK er på 7,5 mrd. I SEK er det utstedt obligasjoner for 1,7 mrd NOK.

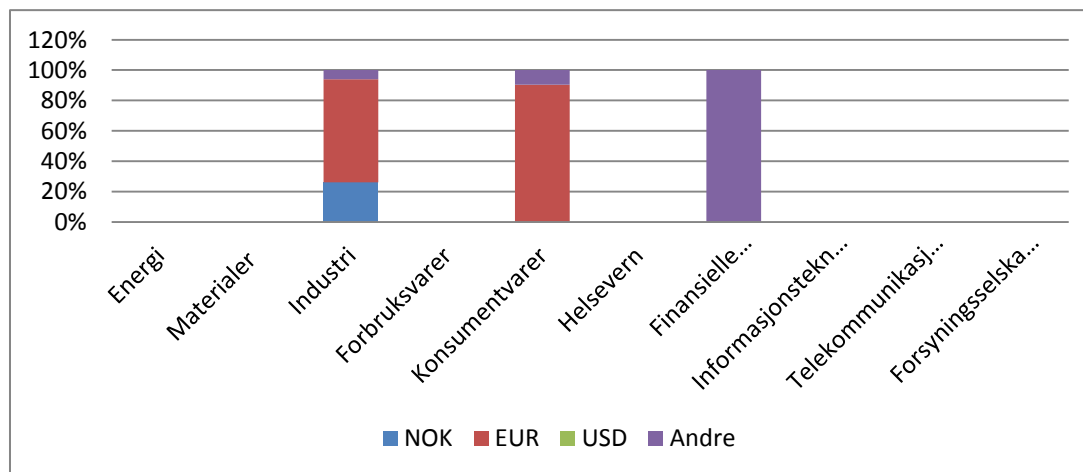
Sektor	Beløp i NOK	Beløp i SEK	Beløp i EUR
Energi	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Materialer	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Industri	Kr 7 500 000 000,00	kr 2 000 000 000,0	€ 2 600 000 000,00
Forbruksvarer	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Konsumentvarer	kr 0,00	kr 0,00	€ 3 500 000 000,00
Helsevern	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Finansielle tjenester	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Informasjonsteknologi	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Forsyningsselskaper	kr 0,00	kr 0,00	€ 0,00
Total sum	kr 7 500 000 000,00	kr 2 000 000 000,0	€ 6 100 000 000,00
Beløp omgjort til NOK	kr 7 500 000 000,00	kr 1 718 600 000,0	kr 45 593 840 000,00

Tabell 3.6: Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant danske selskaper.

Valutaene som fremkommer fra rubrikken «andre», og som utgjør en andel på 5 %, inneholder valutaene DKK og GBP. Obligasjoner som er utstedt i DKK er innenfor sektoren finansielle tjenester og utgjør 175,7 millioner NOK. Obligasjonene som er utstedt i GBP befinner seg innenfor konsumentvarer og utgjør 2,8 mrd NOK.

Valutafordeling i hver sektor

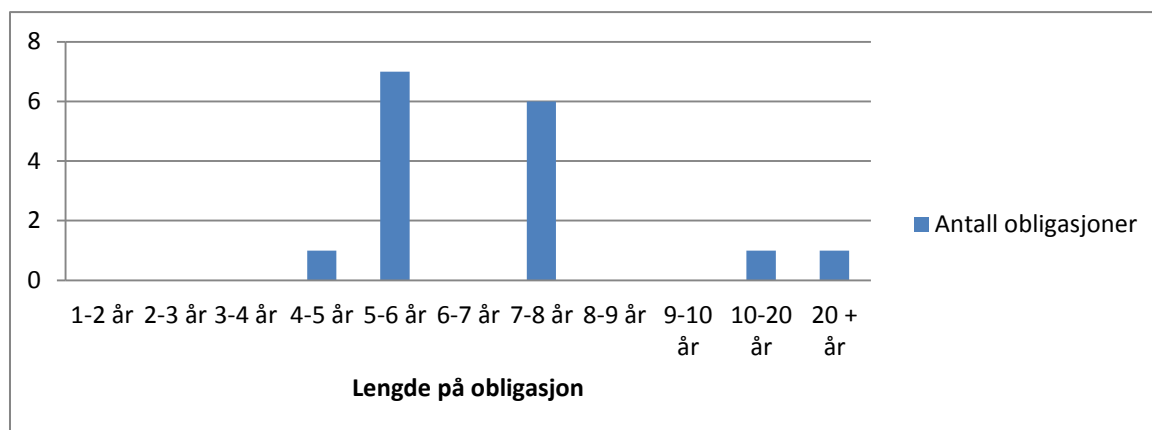
Utstedelser i ulik valuta varierer fra sektor til sektor. EUR er den mest populære valutaen innenfor sektorene industri og konsumentvarer med henholdsvis 68 % og 90 %. NOK har en andel på 26 % innenfor industrisektoren, mens de resterende prosentandelene består av «andre» innenfor disse 2 sektorene. Den ene obligasjonen som er utstedt i sektoren finansielle tjenester er i DKK, som derfor har hele andelen.



Figur 3.19: Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant danske selskaper.

Obligasjonenes løpetid

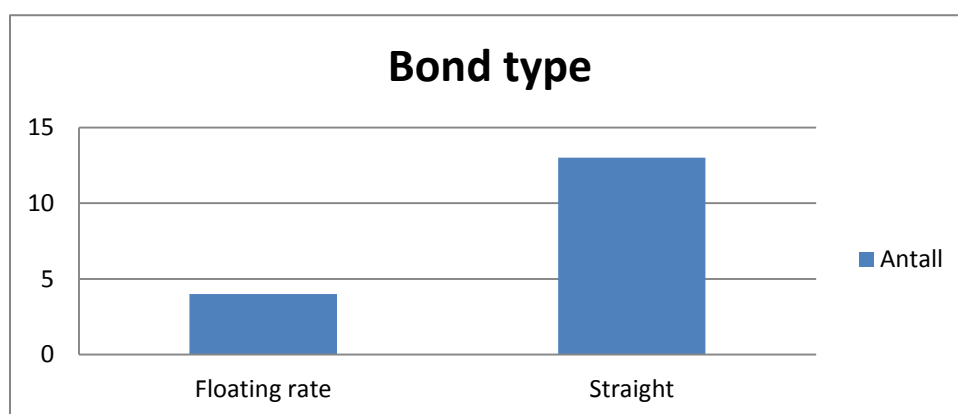
Obligasjonene som er utstedt har varierende lengde. Den opprinnelige løpetiden på de fleste av obligasjonene er på 5-6 år, dvs 7 av de 17 obligasjonene utstedt av de danske selskapene havner i dette intervallet. 6 av obligasjonene havner innenfor 7-8 år, som er den nest største gruppen.



Figur 3.20: Obligasjonslånenes løpetid blant de danske selskapene.

Type obligasjon

Obligasjonene utstedt av de danske selskapene er enten obligasjoner med regulerbar rente eller med fast kupongrente. Fastsatt rente er den dominerende typen obligasjon, bestående av en andel på 13 stykk. De 4 resterende er obligasjoner med regulerbar rente.



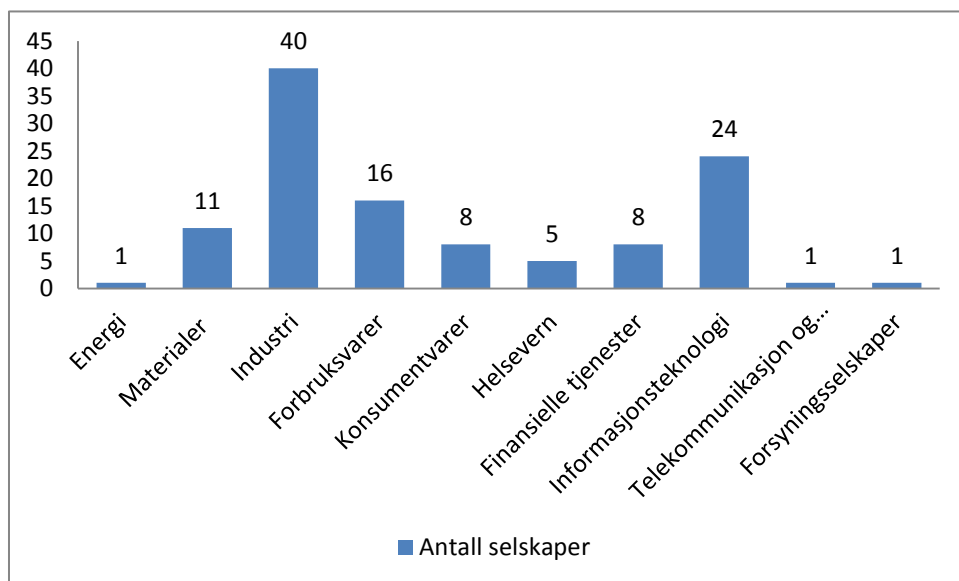
Figur 3.21: Fordeling av obligasjonstypene blant de svenske selskapene.

3.5 OMX Helsinki

Den 19. februar 2013, var det 132 registrerte selskaper på OMX Helsinki. Alle obligasjonene ble her undersøkt den 26. februar.

I forhold til de andre børsene ble det en ny ting å ta hensyn til på OMX Helsinki. En del av selskapene var nemlig opprinnelig svenske og ble dermed utelukket ettersom disse ble inkludert på den svenske børsen. Dermed unngår en dobbeltregning på disse selskapene. Blant

de 132 selskapene var det flere som måtte sammenslås og en del som ble utelukket fordi det var enten bank eller forsikringsselskap. Dermed gjenstod totalt 115 selskaper.

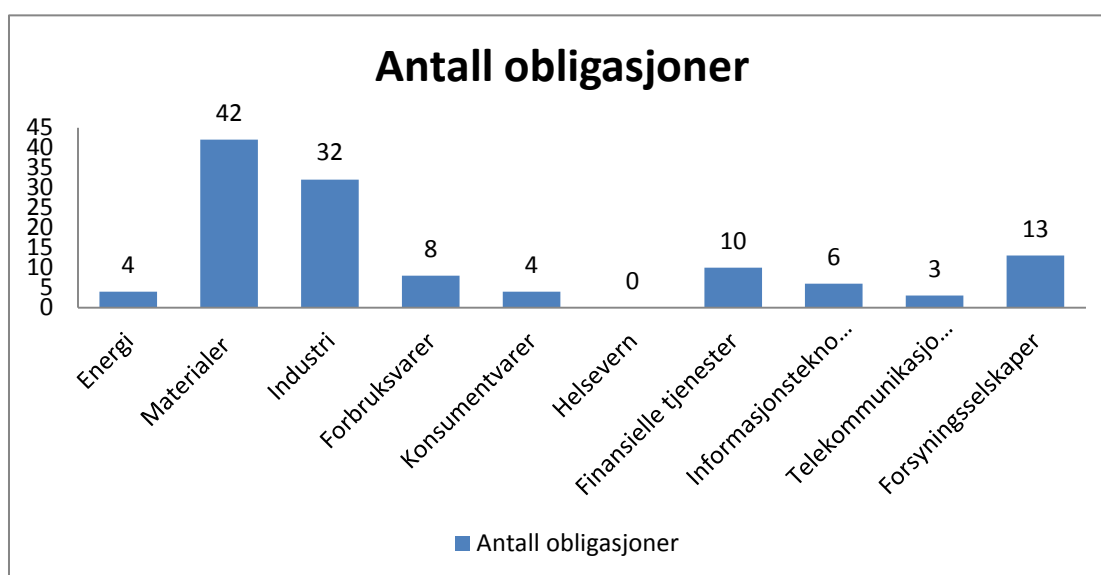


Figur 3.22: Finske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Som på den svenske og danske børsen, er industrisektoren også størst i Finland med 40 selskaper, etterfulgt av sektoren for informasjonsteknologi som har 25. I motsetning til Oslo Børs er her energi sektoren den minste sammen med telekommunikasjon og forsyningselskaper.

Antall obligasjoner utstedt

Av de 115 selskapene som ble undersøkt var det 36 som hadde obligasjonsgjeld. Totalt var det utstedt 122 obligasjoner.



Figur 3.23: Obligasjonsutstedelser blant finske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Materialsektoren, som har flest obligasjoner, er en av sektorene som har minst selskaper. Dette skyldes at et par av de store finske selskapene ligger i denne sektoren og har mange obligasjoner hver. Industrisektoren, som hadde flest selskaper, har nest mest obligasjoner utstedt. Den sektoren med tredje mest obligasjoner utstedt var forsyningsselskaper, som kun bestod av et selskap, Fortum Corporation.

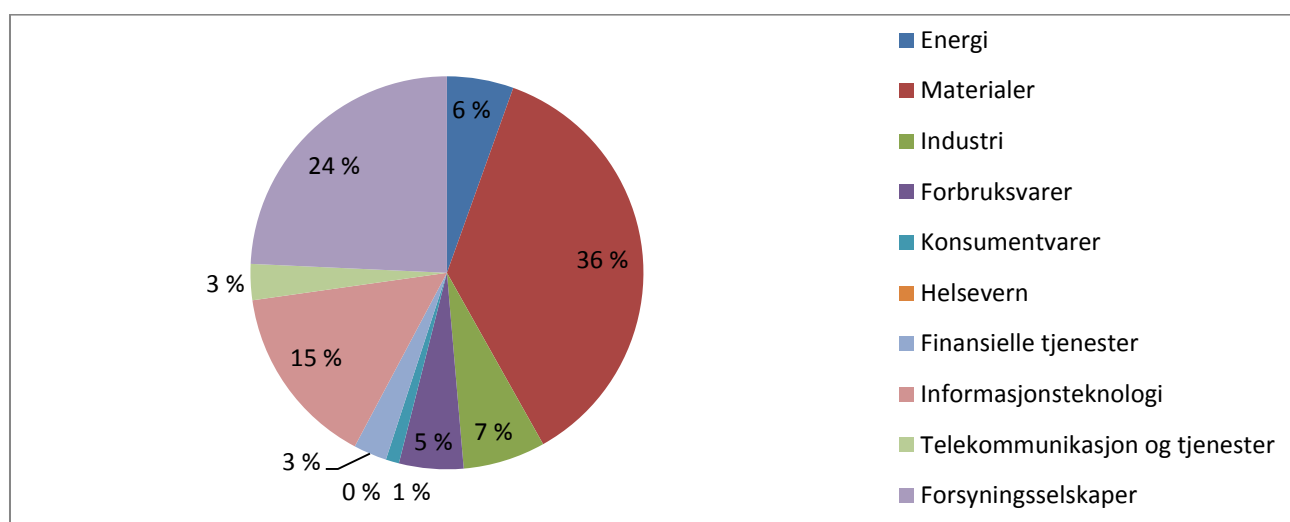
Totalt beløp utstedt i hver sektor

Totalt er det utstedt obligasjoner for 170,4 mrd NOK av de finske selskapene. På den finske børsen er det en relativt jevn fordeling mellom de ulike sektorene. Likevel er det sektoren materialer som skiller seg ut som den største med 36 % av verdien på total obligasjonsgjeld, noe som utgjør ca 62 mrd NOK. Dette mye på grunn av de to store selskapene Stora Enso og UPM KYMMENE. Den nest største sektoren

i forhold til total obligasjonsgjeld er forsyningsselskaper som står for 24 % og 41,4 mrd NOK. Denne delen er det ene og alene selskapet Fortum Corporation som står for. Den tredje største sektoren er informasjonsteknologi, der det er Nokia Corporation som har så å si all obligasjonsgjelden. Etter de tre største, er det en ganske jevn fordeling blant sektorene.

Sektor	Omgjort til NOK
Energi	kr 9 343 000 000,00
Materialer	kr 61 974 635 600,00
Industri	kr 11 553 541 000,00
Forbruksvarer	kr 9 025 210 000,00
Konsumentvarer	kr 1 868 600 000,00
Helsevern	kr 0,00
Finansielle tjenester	kr 4 669 465 000,00
Informasjonsteknologi	kr 25 548 900 000,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 5 045 220 000,00
Forsyningsselskaper	kr 41 359 200 000,00
Total sum utstedt i forskjellige valuta	kr 170 387 771 600,00

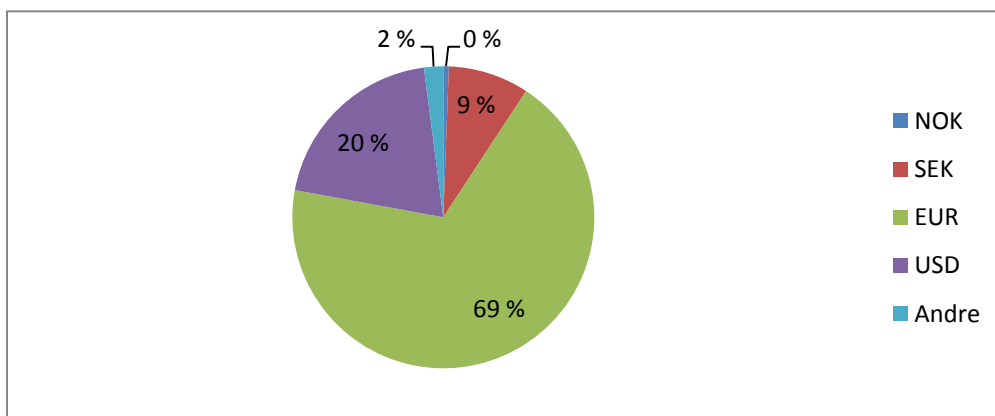
Tabell 3.7: Utstedt beløp for finske selskaper innenfor hver sektor.



Figur 3.24: Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for finske selskaper.

Obligasjoner utstedt i ulike valuta

Obligasjonene på OMX Helsinki er utstedt i valutaene EUR, USD, SEK, NOK og JPY. I det finske obligasjonsmarkedet, er 69 % av total størrelse utstedt i EUR, mens 20 % er utstedt i USD. En del av obligasjonene er også i SEK, noe som kan skyldes at flere finske selskaper har emittert med svenske selskaper, som for eksempel Stora Enso OYJ. Av «andre» valutaer er mesteparten i JPY, mens en veldig liten andel er i NOK.



Figur 3.25: Valutafordeling blant finske selskaper.

De tre mest betydningsfulle valutaene blant de finske selskapene, er EUR, USD og SEK. Foruten helsevern sektoren som ikke har obligasjonslån i det hele tatt, er EUR representert i alle sektorene. Obligasjonslån i SEK er å finne i halvparten av sektorene, mens det kun er to sektorer som har obligasjonsgjeld i USD. Her er det snakk om ganske store beløper, og USD utkonkurrerer SEK i totalt utstedt beløp.

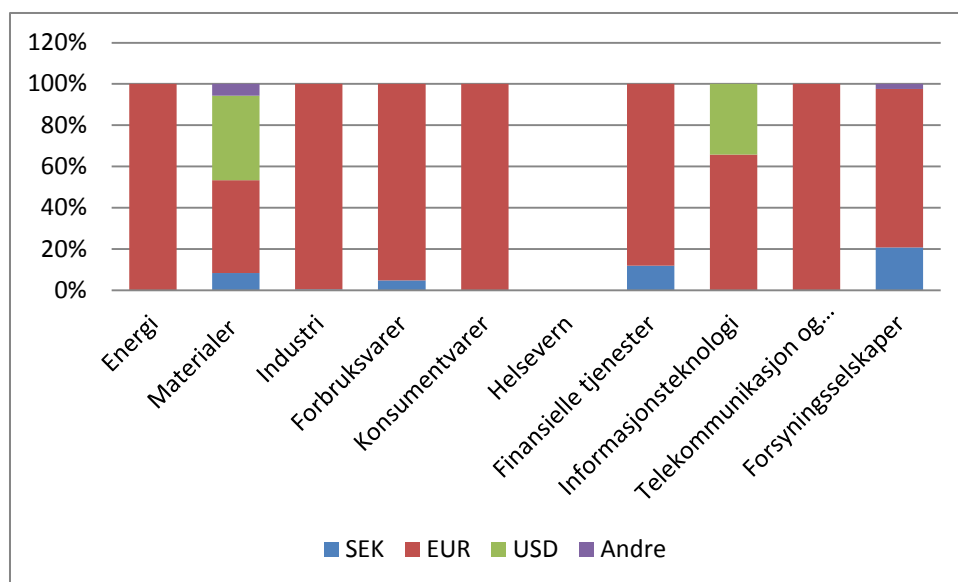
Sektor	Beløp i SEK	Beløp i EUR	Beløp i USD
Energi	kr 0,00	€ 1 250 000 000,00	\$ 0,00
Materialer	kr 5 950 000 000,00	€ 3 734 000 000,00	\$ 4 371 000 000,00
Industri	kr 50 000 000,00	€ 1 540 000 000,00	\$ 0,00
Forbruksvarer	kr 500 000 000,00	€ 1 150 000 000,00	\$ 0,00
Konsumentvarer	kr 0,00	€ 250 000 000,00	\$ 0,00
Helsevern	kr 0,00	€ 0,00	\$ 0,00
Finansielle tjenester	kr 650 000 000,00	€ 550 000 000,00	\$ 0,00
Informasjonsteknologi	kr 0,00	€ 2 250 000 000,00	\$ 1 500 000 000,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 0,00	€ 675 000 000,00	\$ 0,00
Forsyningselskaper	kr 10 000 000 000,00	€ 4 250 000 000,00	\$ 0,00
Total sum	kr 17 150 000 000,00	€ 15 649 000 000,00	\$ 5 871 000 000,00
Omgjort til NOK	kr 14 736 995 000,00	kr 116 966 885 600,00	kr 34 175 091 000,00

Tabell 3.8: Størrelsesmessig oversikt over de tre mest representerte valutaene blant finske selskaper.

Blant de finske selskapene er kun 1 mrd utstedt i NOK. Dette utgjør 0,59 % av den totale obligasjonsgjelden. Blant «andre» valutaer er det noen lån i JPY i material sektoren. Disse tilsvarer 3,5 mrd NOK og utgjør rett i overkant av 2 % av den totale obligasjonsgjelden.

Valutafordeling i hver sektor

I Finland blir valutafordelingen påvirket av en viktig faktor. I motsetning til Norge, Sverige og Danmark som har egen valuta, har Finland nå euro som hjemmevaluta.

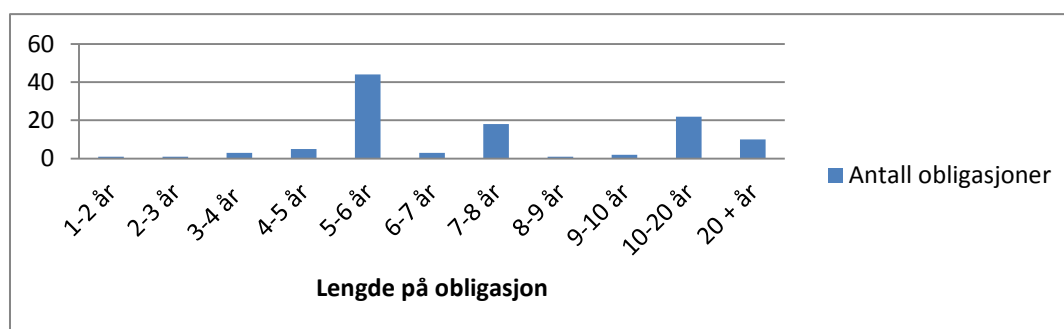


Figur 3.26: Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant finske selskaper.

Flere av sektorene består utelukkende av obligasjoner utstedt i EUR, mens USD kun markerer seg i material og informasjonsteknologi sektorene. Foruten EUR og USD, er SEK også representert i liten grad blant material, forbruksvarer, finansielle tjenester og forsyningselskap.

Obligasjonenes løpetid

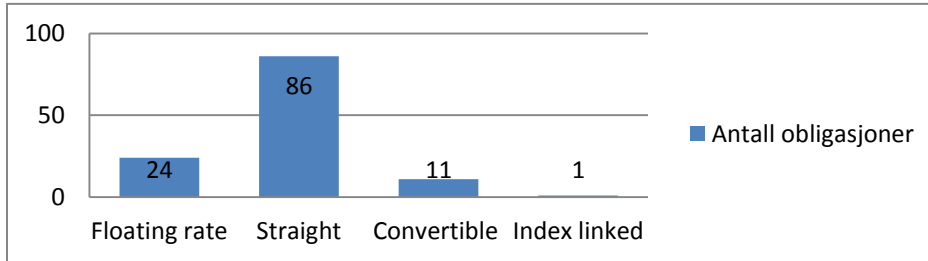
På den finske børsen er det et stort flertall av obligasjoner som har en opprinnelig løpetid på 5-6 år og da oftest akkurat 5 år. Videre følger 10-20 år med nest flest, og den tredje vanligste lengden på obligasjonene er 7-8 år.



Figur 3.27: Obligasjonslånenes løpetid blant de finske selskapene.

Typer obligasjoner

På OMX Helsinki er det klart flest obligasjoner med fast rentesats (straight), mens den nest vanligste er obligasjoner med renteregulering (floating rate). Deretter kommer konvertible obligasjoner (convertible), mens det kun er en indeksert obligasjon (index linked).



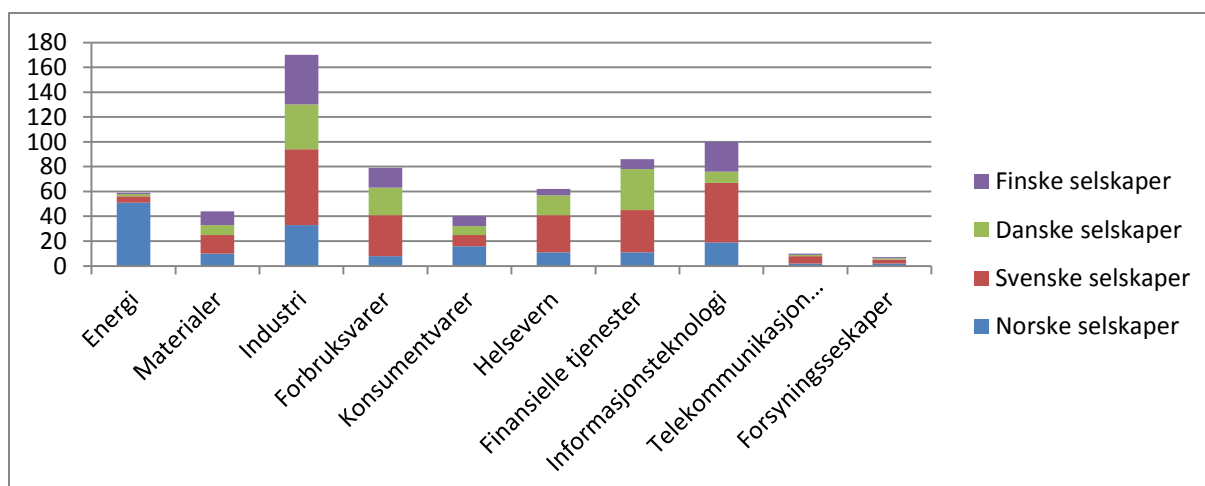
Figur 3.28: Fordeling av obligasjonstypene blant de finske selskapene.

3.6 Nordiske selskaper sett under ett

Oversikten fra børsene har vist at det er store ulikheter i både størrelsen på de ulike lands sektorer og hvilken valuta som er dominerende i deres respektive obligasjonsmarked. For å få et klarere bilde og en bedre forståelse, skal børsene nå slås sammen i samletabeller som oppsummerer det Nordiske obligasjonsmarkedet.

Det ble nevnt at Finland har euro som hjemmevaluta, og funding i utenlandsk valuta for finnene blir dermed det som ikke er euro. Til tross for at danskene er kjente for å ha et aktivt obligasjonsmarked, var det svært få av selskapene som hadde obligasjoner når bankene ble ekskludert.

Av de Nordiske landene var det selskapene notert på den svenske børsen som stod for det høyeste antallet med 244 selskaper. Deretter følger Norge, hvor det ble undersøkt 163 selskaper. Den tredje største andelen ble hentet fra den danske børsen, med sine 135 selskaper. Det laveste antallet besto av finske selskaper, hvor det ble undersøkt 115. Totalt har det blitt undersøkt 657 selskaper.

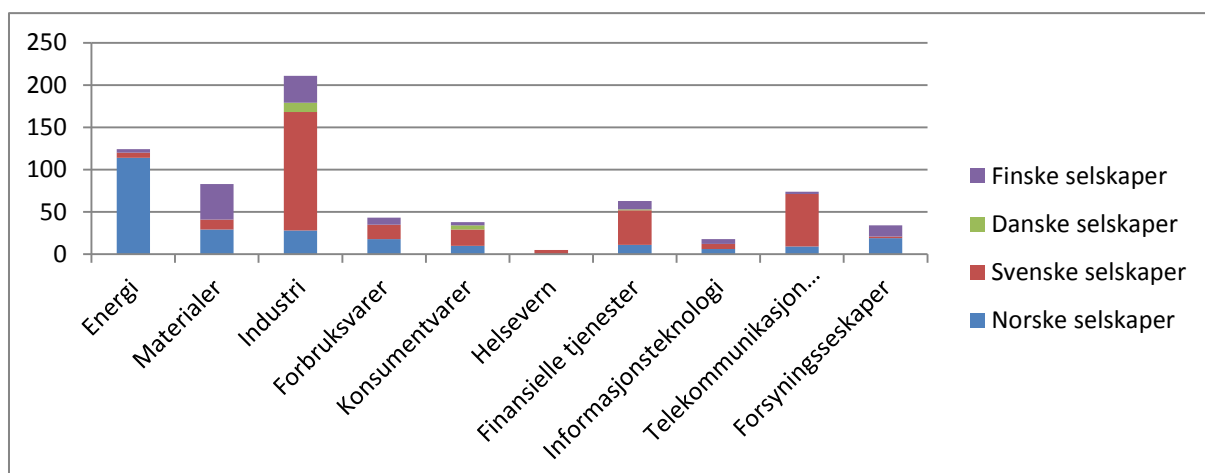


Figur 3.29: Nordiske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Industri er den største sektoren, og består av 170 selskaper. Sektoren domineres av svenske selskaper med et antall på 61, der resterende andel er jevnt fordelt mellom de andre nordiske landene. Størrelsesmessig følger så sektorene informasjonsteknologi, finansielle tjenester og forbruksvarer med henholdsvis 100, 86 og 79 selskaper. Dernest kommer sektorene helsevern og energi, bestående av 62 og 59 selskaper. Energisektoren domineres av norske selskaper med et antall på 51. Sektorene materialer og konsumentvarer følger deretter i rekkefølgen, med henholdsvis 44 og 40 selskaper. Minst er sektorene telekommunikasjon og forsyningsselskaper med totalt 10 og 7 selskaper.

Antall obligasjoner

Blant de 657 nordiske selskapene som ble undersøkt var det totalt 693 obligasjoner utstedt. Industrisektoren er den mest aktive med 211 obligasjonsutstedelser, etterfulgt av sektoren energi som har 124 obligasjoner utstedt. Sett utfra at energisektoren er en forholdsvis liten sektor med tanke på antall selskaper, er det en aktiv sektor på obligasjonsmarkedet.

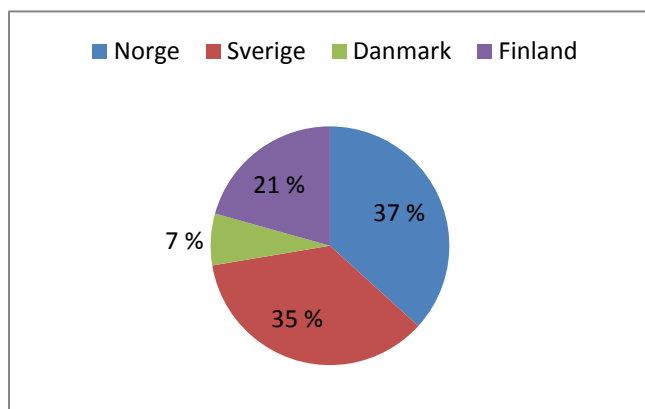


Figur 3.30: Obligasjonsutstedelser blant nordiske selskaper fordelt på de ulike sektorene.

Sektoren informasjonsteknologi består av langt flere selskaper enn energisektoren, men disse er forholdsvis passive på obligasjonsmarkedet med 18 obligasjonsutstedelser. Det er kun sektoren helsevern som har færre med sine 5 obligasjoner.

Obligasjonenes størrelse

Den totale verdien, målt i utstedt beløp, på obligasjonene til de Nordiske selskapene er på 824,9 mrd NOK. Norske selskaper har her den største andelen med et total beløp utstedt på 303,1 mrd NOK. Deretter følger svenske selskaper med 293,9 mrd NOK, finske selskaper med 170,4 mrd NOK og danske selskaper med 57,8 mrd NOK



Figur 3.31: Størrelsesmessig fordeling i obligasjonsutstedelser blant de nordiske landene.

Industrisektoren er den største med et totalt utstedt beløp omgjort til NOK på 196,7 mrd. Helsevern er den sektoren med lavest total beløp, med sine 3 mrd NOK.

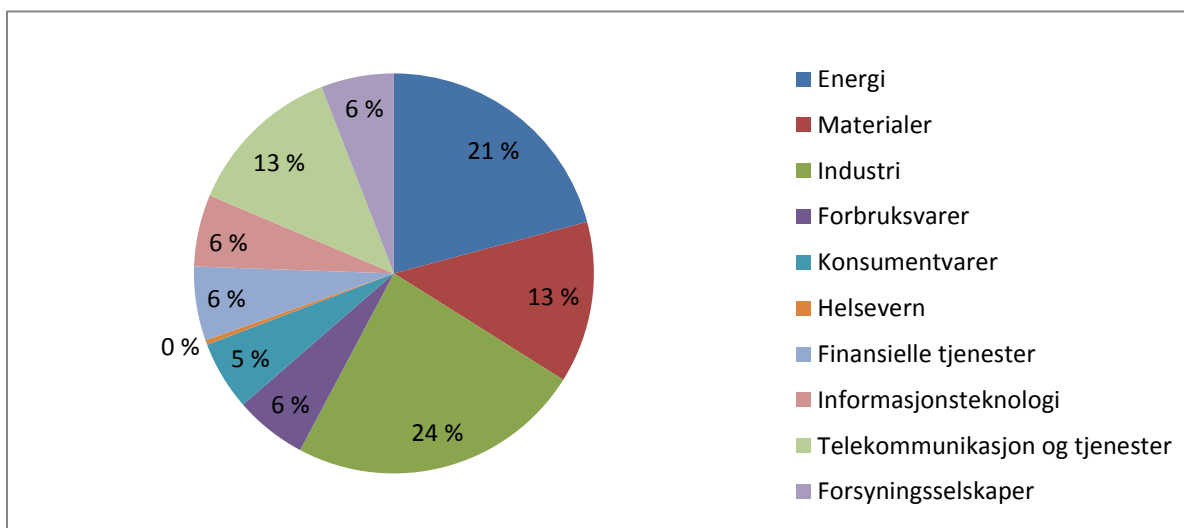
Der det har vært store forskjeller innenfor de forskjellige landene, er det nå en mye jevnere fordeling blant sektorene. En ser likevel at industrisektoren utgjør den største andelen av det totale beløpet

utstedt i Norden med 24 %. Energisektoren kommer like bak med 21 % av markedet, noe som skyldes den dominerende posisjonen oljen har på den norske børsen. Videre ser en at telekommunikasjon er den tredje største sektoren, mye grunnet selskaper som Telenor og TeliaSonera.

Sektor	Omgjort til NOK
Energi	kr 172 013 427 000,00
Materialer	kr 107 847 997 400,00
Industri	kr 196 702 949 300,00
Forbruksvarer	kr 48 186 521 100,00
Konsumentvarer	kr 46 067 191 900,00
Helsevern	kr 3 093 480 000,00
Finansielle tjenester	kr 49 407 236 000,00
Informasjonsteknologi	kr 47 986 448 000,00
Telekommunikasjon og tjenester	kr 105 038 445 500,00
Forsyningsselskaper	kr 48 621 815 000,00
Total sum	kr 824 965 511 200,00

Tabell 3.9: Utstedt beløp for nordiske selskaper innenfor hver sektor.

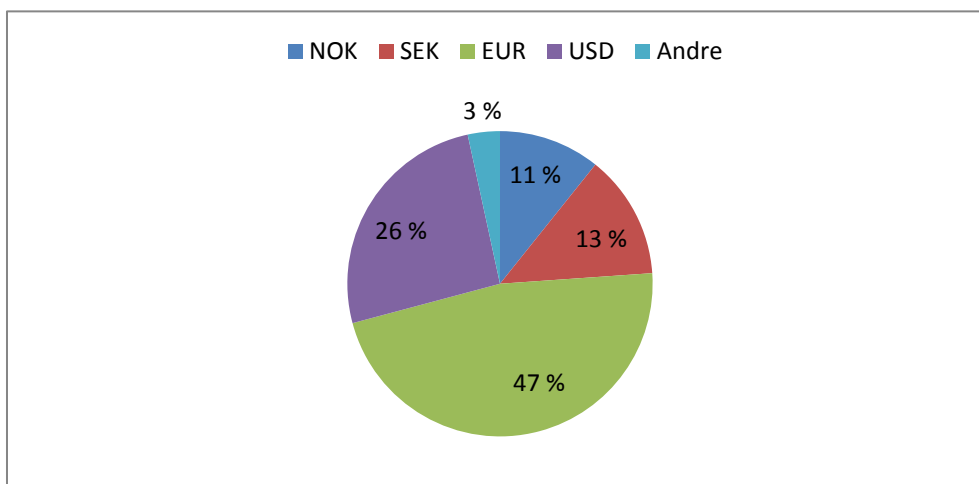
Helsevern har på alle børsene vært en sektor med mangel på obligasjoner og får dermed ikke uventende 0 % av totale beløper som er utstedt av de nordiske selskapene.



Tabell 3.32: Andel obligasjonsgjeld fordelt på de ulike sektorene for nordiske selskaper.

Obligasjoner utstedt i ulike valuta

Med en andel på 47 % er EUR den mest populære valutaen blant obligasjonene utstedt av de Nordiske selskapene. Etterpå følger USD med 26 %, SEK med 13 % og NOK med 11 %.



Figur 3.33: Valutafordeling blant de nordiske selskapene.

Obligasjonene utstedt i NOK utgjør et total beløp på kr 88,6 mrd, mens obligasjonene utstedt i EUR, som står for den største summen, utgjør en total sum på 387,3 mrd NOK. I USD er det utstedt obligasjoner for 212 mrd NOK, mens obligasjonsutstedelsene i SEK er på 108,5 mrd NOK.

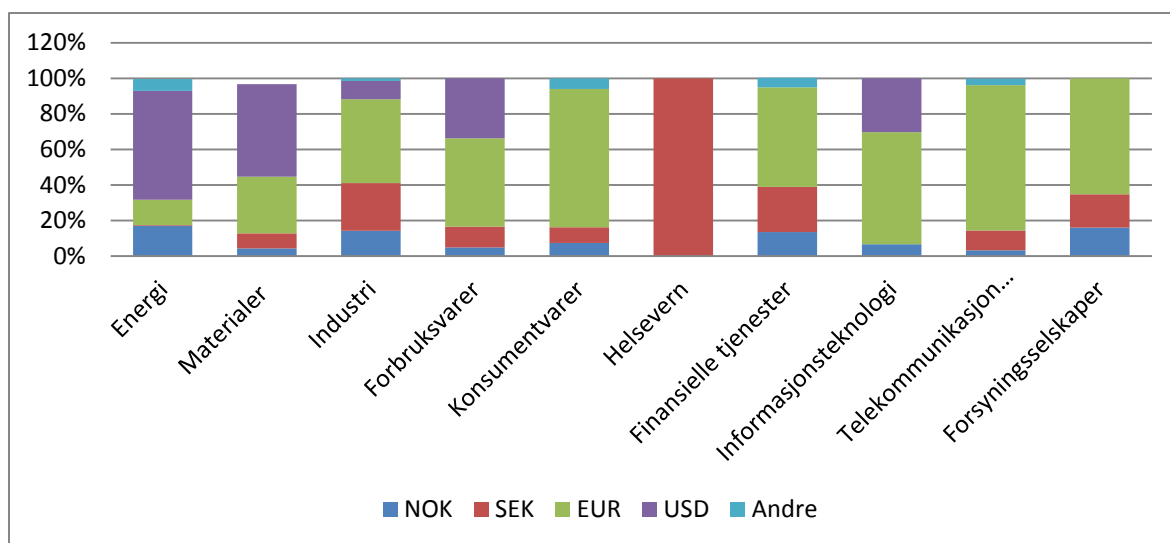
Sektor	Beløp i NOK	Beløp i SEK	Beløp i EUR	Beløp i USD
Energi	kr 29 348 000 000	kr 850 000 000	€ 3 270 000 000	\$ 18 079 000 000
Materialer	kr 4 635 000 000	kr 10 516 000 000	€ 4 619 000 000	\$ 9 645 000 000
Industri	kr 27 970 000 000	kr 61 191 000 000	€ 12 440 000 000	\$ 3 492 000 000
Forbruksvarer	kr 2 350 000 000	kr 6 507 000 000	€ 3 210 000 000	\$ 2 792 000 000
Konsumentvarer	kr 3 400 000 000	kr 4 683 000 000	€ 4 800 000 000	\$ 0,00
Helsevern	kr 0,00	kr 3 600 000 000	€ 0,00	\$ 0,00
Finansielle tjenester	kr 6 675 000 000	kr 14 595 000 000	€ 3 700 000 000	\$ 0,00
Informasjonsteknologi	kr 3 200 000 000	kr 0,00	€ 4 045 000 000	\$ 2 500 000 000
Telekommunikasjon	kr 3 303 000 000	Kr 13 775 000 000	€11 495 000 000	\$ 0,00
Forsyningselskaper	kr 7 790 000 000	Kr 10 550 000 000	€ 4 250 000 000	\$ 0,00
Total sum	kr 88 671 000 000	Kr 126 267 000 000	€ 51 829 000 000	\$ 36 508 000 000
Omgjort til NOK	kr 88 671 000 000	Kr 108 501 233 100	kr 387 390 677 600	Kr 212 513 068 000

Tabell 3.10: Størrelsesmessig oversikt over de fire mest representerte valutaene blant nordiske selskaper.

Valutaene som fremkommer fra rubrikken «andre», og som utgjør en andel på 3 %, inneholder valutaene YPY, GBP, CHF, CNY og DKK. Disse valutaene utgjør til sammen et beløp på 28 mrd NOK.

Valutafordeling i hver sektor

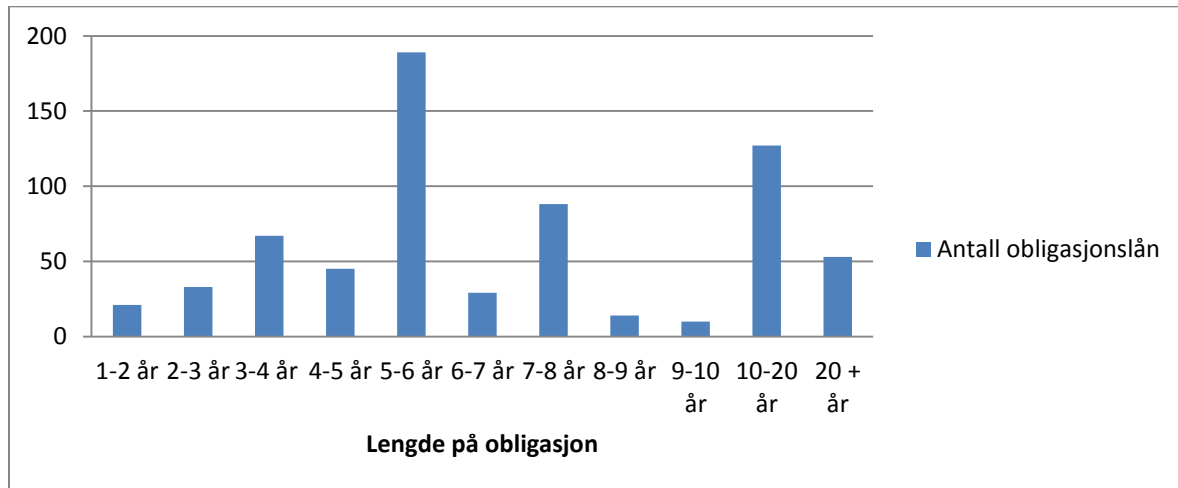
Den mest populære valutaen er EUR, som er representert i nesten alle sektorer. Kun helsevern står uten obligasjoner i EUR. Som det gikk frem av sektordiagrammet før denne tabellen var også helsevern en sektor som var lite aktiv i obligasjonsmarkedet i Norden. USD er sterkest representert i energi, men har også den største andelen blant material sektoren. Likevel står halvparten av sektorene uten obligasjoner i USD. Valutaen SEK er utstedt i alle sektorer utenom informasjonsteknologi, mens NOK er utstedt i alle utenom helsevern.



Figur 3.34: Valutafordeling i prosent av totalt beløp innenfor hver sektor blant nordiske selskaper.

Obligasjonenes løpetid

Blant de nordiske selskapers obligasjoner er løpetiden på 5-6 år den vanligste. Videre følger 10-20 år med nest flest, og den tredje vanligste lengden på obligasjonene er 7-8 år.

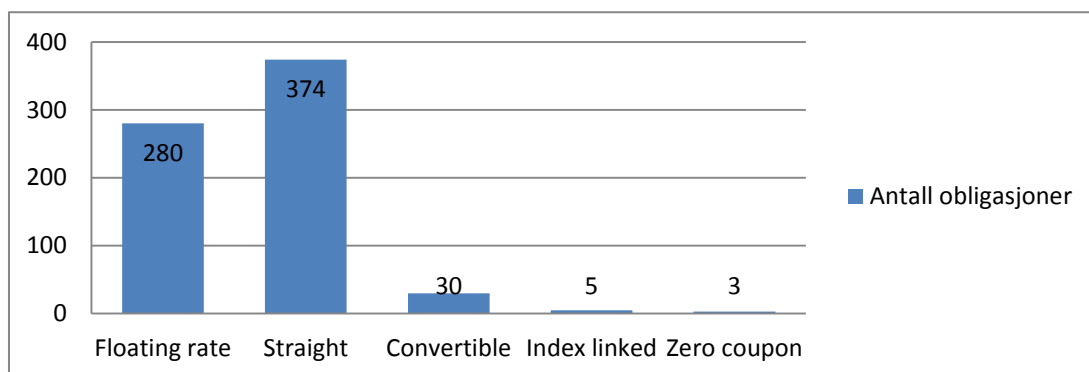


Figur 3.35: Obligasjonslånenes løpetid blant de nordiske selskapene.

Noe som kan være verdt å merke seg, er at når en tar bort de største selskapene faller intervallene 20+ år og 10-20 år ganske markant. Det vil altså si at en stor andel av obligasjonslånene til de største selskapene har relativt lang løpetid. Som beskrevet i teorien er det naturlig, i og med at de største selskapene ofte blir regnet som de «sikreste». Investorer er dermed villige til å låne ut penger over et langt tidsperspektiv til akkurat disse selskapene, nettopp fordi de forventer å få pengene tilbake når utløpsdatoen kommer.

Typer obligasjoner

Som det har gått tydelig frem når børsene er blitt studert isolert sett, er det to typer obligasjoner som er mest vanlig. Det er obligasjoner med fast rentesats (straight) og obligasjoner med renteregulering (floating rate). Disse har en ganske jevn fordeling med henholdsvis 280 og 374 hver som utgjør 40 % og 54 %. Konvertible obligasjoner utgjør godt 4 %, mens både indekserte og nullkupongsobligasjoner utgjør i underkant av 1 %.



Figur 3.36: Fordelingen av obligasjonstypene blant de nordiske selskapene.

3.7 Bankene

Opgaven har så langt vist hvordan obligasjonsmarkedet ser ut i Norden med unntak av banker, egenkapitalbevis og forsikringsselskaper. Det ble nevnt innledningsvis at de 5 største bankene i Norge skulle studeres nærmere. Dette for å få en indikator på hvordan obligasjonsmarkedet er blant bankene.

Bankene som er undersøkt i denne oppgaven er DnB, SpareBank 1 SR Bank, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 Nord-Norge og Sparebanken Vest. Av disse er DnB NOR den desidert største banken og er dermed den av bankene som lager grunnlaget for financial markedet i Norge.

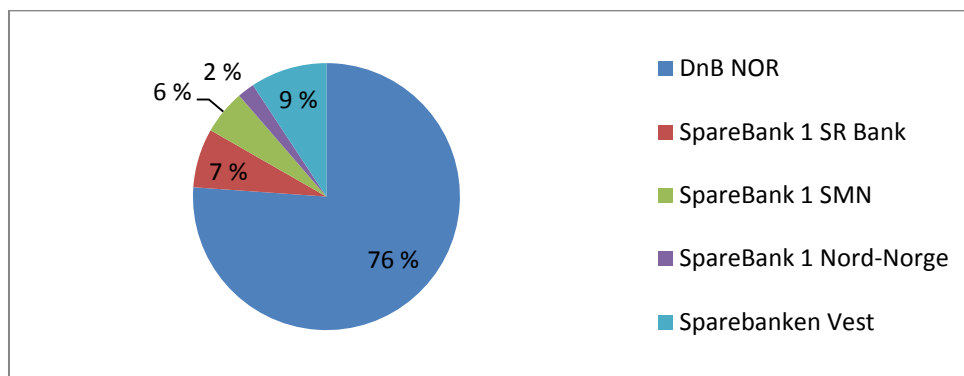
I forhold til selskapene på Oslo Børs, har DnB alene mer obligasjonsgjeld enn alle selskapene til sammen (sett bort fra banker og forsikring). DnB har totalt 585,5 mrd kr i obligasjonsgjeld, mens alle noterte selskaper på Oslo Børs, eksklusivt banker og forsikring, er på totalt 303 mrd kr. De 5 bankene har en total obligasjonsgjeld på hele 769 mrd kr.

Bankenes størrelse

Av total obligasjonsgjeld blant de 5 største bankene har DnB 586 mrd kr av 769 mrd kr, noe som i sektordiagrammet under utgjør hele 76 %. SpareBank 1 Nord-Norge har minst obligasjonsgjeld med kun 15,8 mrd som er 2 % av totalen, mens de tre bankene i midten har en nokså jevn fordeling med henholdsvis 9 %, 7 %, og 6 %.

Bank	Totalt beløp (NOK)
DnB NOR	kr 585 542 393 000,00
SpareBank 1 SR Bank	kr 55 071 992 600,00
SpareBank 1 SMN	kr 41 362 511 000,00
SpareBank 1 Nord-Norge	kr 15 884 101 000,00
Sparebanken Vest	kr 71 405 100 000,00
Total sum	kr 769 266 097 600,00

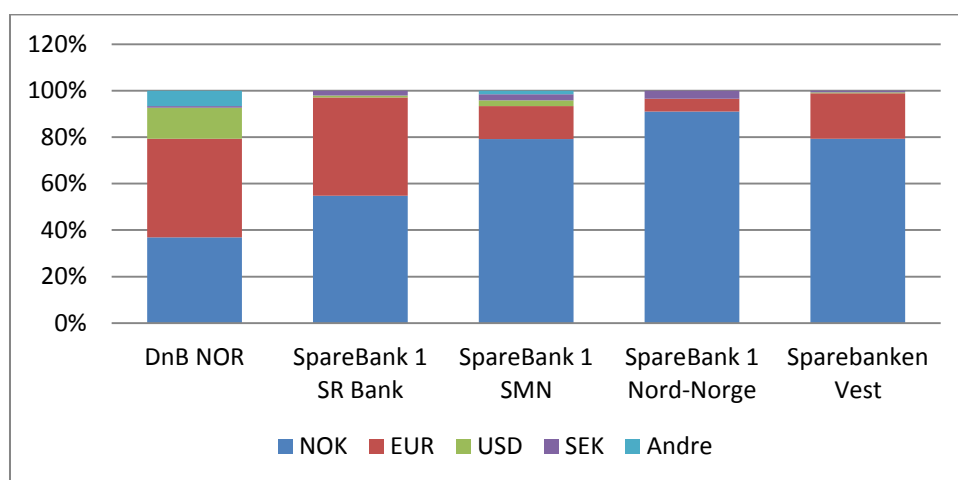
Tabell 3.11: Utstedt beløp for de 5 største norske bankene.



Figur 3.37: Bankenes størrelse innbyrdes. Sektordiagrammet viser bare hvor store bankene er innbyrdes og er ikke representative for hele det norske bankmarkedet.

Valutafordeling blant bankens obligasjonsgjeld

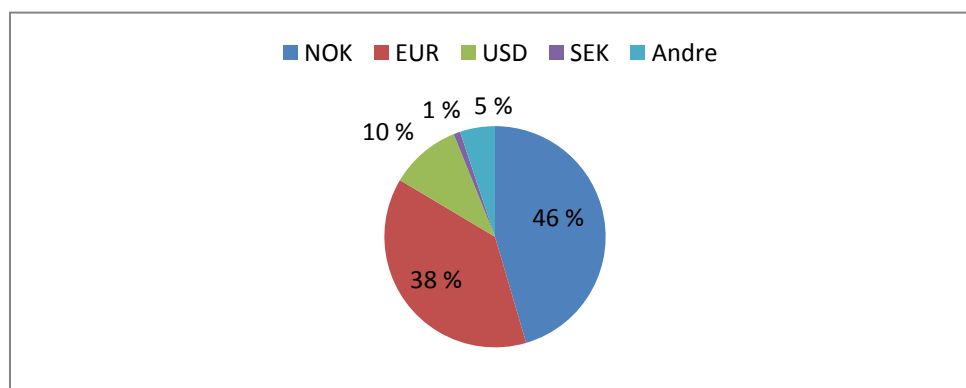
På mange måter som i «corporate» markedet for obligasjonsgjeld er situasjonen lik blant bankene. En ser tydelig at det er de største bankene som har mest behov for å hente inn kapital i utenlands markedet. DnB har hentet inn 43 % av obligasjonene i EUR, mens SR Bank, som størrelsesmessig er den nest største, følger rett bak med 42 %. Blant bankene er det hentet inn mye mindre kapital i USD enn hva som var tilfellet for selskapene på Oslo Børs. Det er også en mindre andel av lån som er tatt opp i henholdsvis SEK og «andre», men en ser at det er de minste bankene som har størst prosentandel av sine obligasjonslån i SEK.



Figur 3.38: Valutafordeling i prosent av totalt beløp blant bankene.

Blant «andre» valutaer i DnB er den største andelen GBP, men det er også obligasjoner i JPY, CHF, HKD, AUD. Den andre banken som har obligasjonslån i «andre» valutaer er SpareBank 1 SMN, som har i JPY.

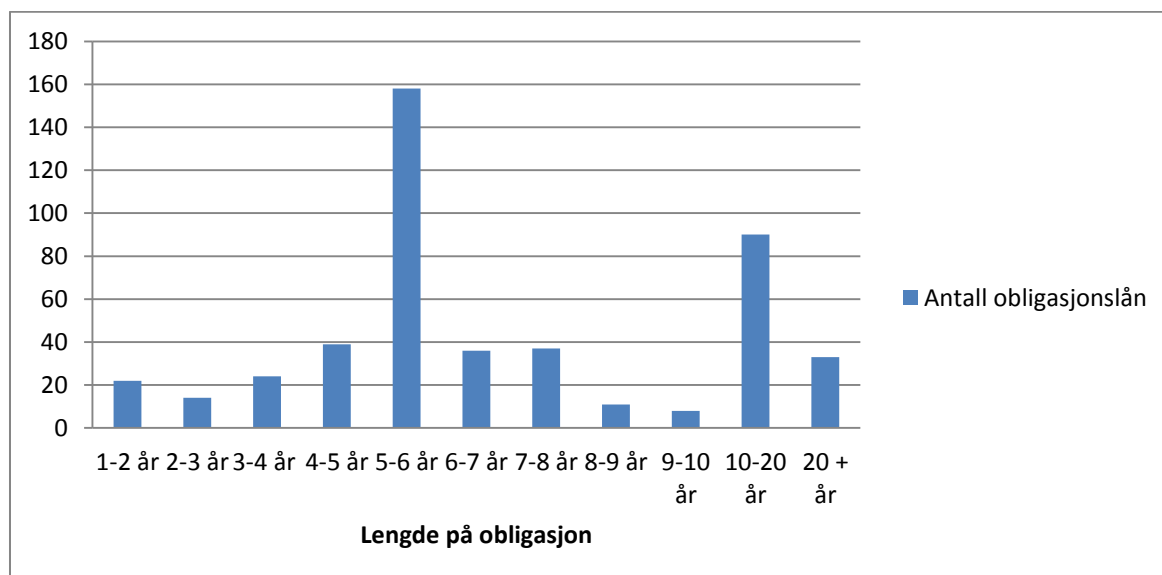
DnB er den banken som har mest obligasjonsgjeld i utenlandsk valuta, etterfulgt SR Bank. Etttersom bankene blir mindre avtar obligasjonsgjelden i utenlandsk valuta. NOK og EUR dominerer obligasjonsmarkedet i Norge blant bankene. USD har en andel på 10 %, mens SEK bare utgjør 1 %. De «andre» valutaene, hovedsakelig GBP og JPY, utgjør 5 %.



Figur 3.39: Valutafordeling blant bankene.

Obligasjonenes løpetid

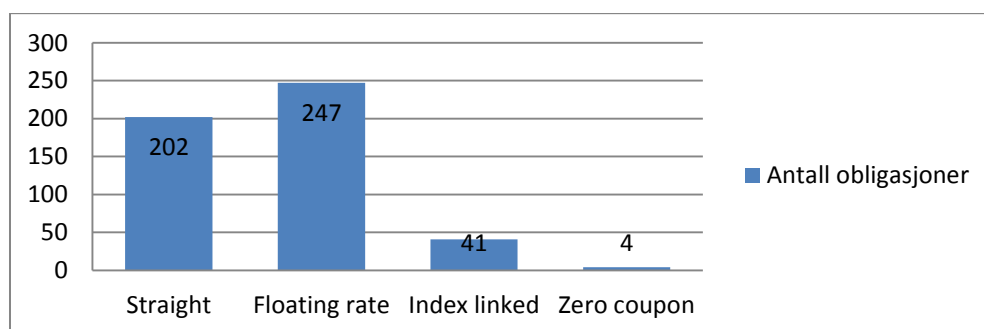
Som for de børsnoterte selskapene i Norden, er den vanligste lengden på obligasjonene 5-6 år. Obligasjonene som er 10-20 år på en klar andre plass. Etterpå kommer lengdene 4-5 år, 7-8 år, 6-7 år og 20 + år med omtrent like mange. Blant de obligasjonene som er 20 år eller mer har DnB nesten alle av disse, mens de andre bankene kun står for et par-tre stykk.



Figur 3.40: Obligasjonslånenes løpetid blant bankene.

Typer obligasjoner

Ikke uventet er fordelingen jevn mellom fast kupong rente (straight) og regulerende rentesats (floating rate) blant obligasjonene til bankene. DnB har en hel del indekserte obligasjoner (index linked) i SEK som tidligere nevnt. Det er kun et lite antall med nullkupong obligasjoner (zero coupon).



Figur 3.41: Fordeling av obligasjonstypene blant bankene.

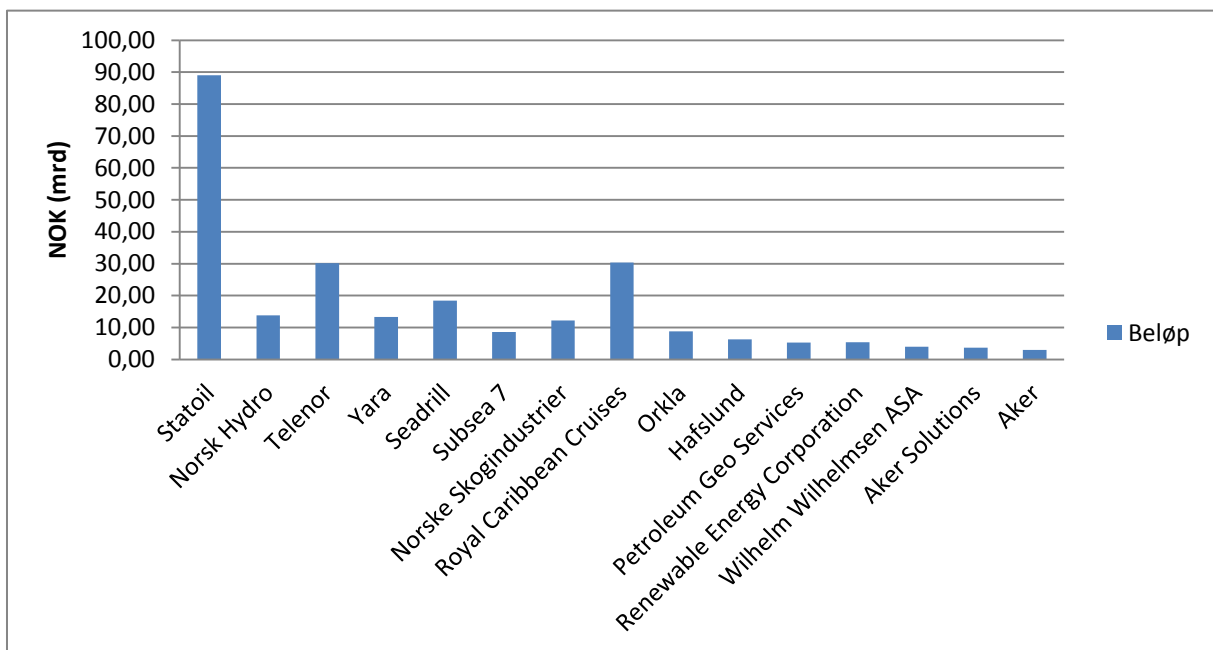
3.8 Store obligasjonsutstedere i Norden

På alle de nordiske børsene er det stor forskjell på selskapenes størrelse, og på hvor mye obligasjonsgjeld hvert enkelt selskap har. Det trenger likevel ikke å være slik at det er selskapene med størst børsverdi som har mest obligasjonsgjeld.

Videre i dette oversiktskapittelet blir det sett nærmere på norske og svenske selskaper. Den danske børsen blir utelatt ettersom det var svært få ikke-finansielle selskaper med obligasjonsgjeld. Den finske børsen blir også utelatt fordi finnene har EUR som hjemmevaluta, og dermed har et stort obligasjonsmarked å forholde seg til. Dermed vil de følgelig ha mindre av obligasjonsgjelden i utenlandsk valuta.

De 15 største utstederne på Oslo Børs

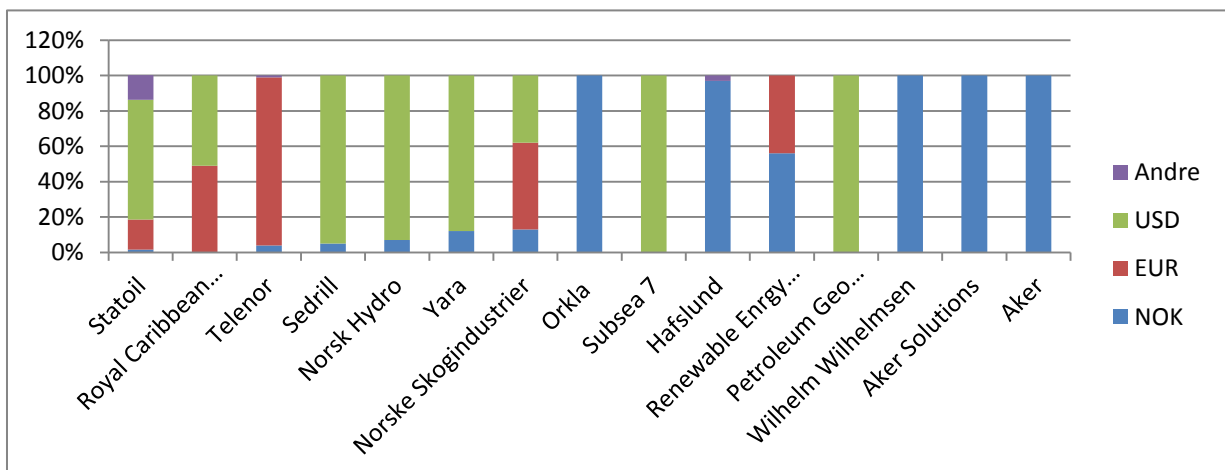
Statoil er det desidert største selskapet med 89 mrd NOK utstedt. Et stykke bak kommer Royal Caribbean Cruises og Telenor som har 30,37 mrd og 30,19 mrd NOK. Seadrill har fjerde mest med 18,46 mrd NOK, og det minste av selskapene er Aker med 3 mrd NOK.



Figur 3.42: De 15 største utstederne på Oslo Børs.

Valutafordeling

Blant de 15 selskapene med mest lån er gjelden utstedt i følgende valutaer i hvert selskap:

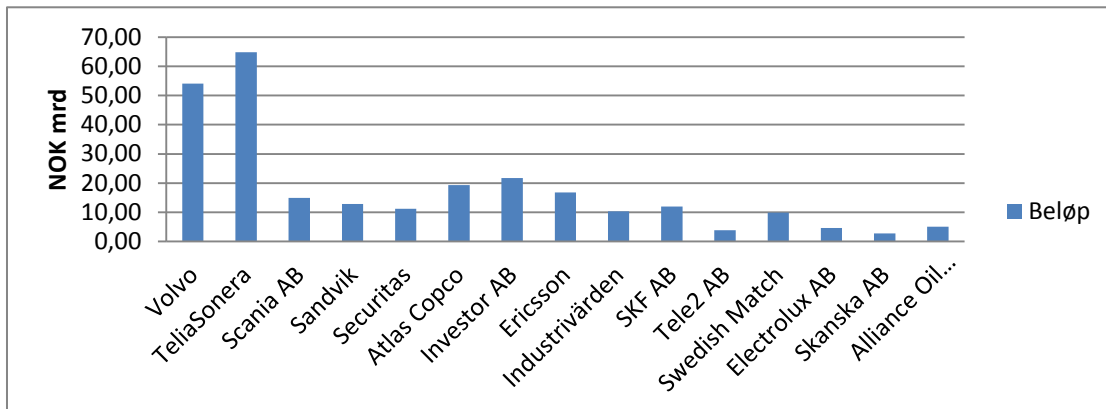


Figur 3.43: Valutafordeling blant de 15 største utstederne på Oslo Børs.

Her er selskapene sortert etter størrelse utstedt, med Statoil som den største utstederen og Aker som den minste. En tydelig tendens er at de selskapene som har størst samlet obligasjonsgjeld, har mye av denne gjelden utstedt i utenlandsk valuta. Det er ikke uten grunn at de 3 siste selskapene på topp 15 listen kun har obligasjonslån i NOK. En ser også at det er flest energiselskaper, og at disse har store andeler av obligasjonsgjelden i USD. Selskaper som har store lån i EUR er som tabellen viser Royal Caribbean Cruises, Telenor, Norske Skogindustrier og Renewable Energy Corporation. Ingen av disse er i energisektoren.

De 15 største utstederne på Nasdaq OMX Stockholm

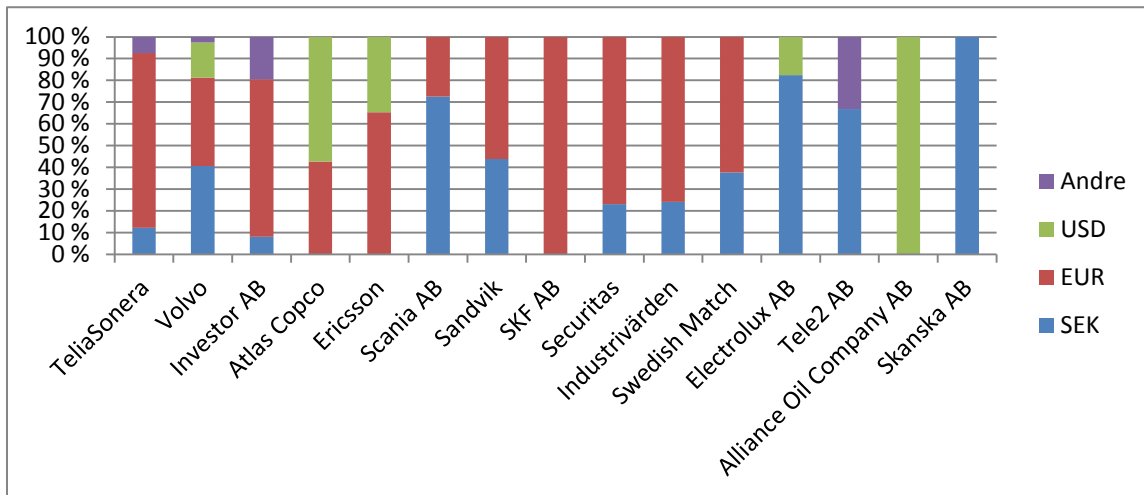
Blant de svenske selskapene er TeliaSonera den største utstederen av obligasjonsgjeld med et totalt beløp på 64,81 mrd NOK. Like bak følger Volvo med et totalt utstedt beløp på 54,01 mrd NOK. Disse to selskapene skiller seg ut som de desidert mest aktive på obligasjonsmarkedet i Sverige.



Figur 3.44: De 15 største utsterne på Nasdaq OMX Stockholm

På de neste tre plassene følger selskapene Investor AB, Atlas Copco og Ericsson AB med henholdsvis 21,39 mrd, 19,28 mrd og 16,85 mrd NOK. Lavest total beløp utstedt av de 15 største utstederne er Skanska AB med sine 2,79 mrd NOK.

Valutafordeling



Figur 3.45: valutafordeling blant de 15 største utstederne på Nasdaq OMX Stockholm.

TeliaSonera AB, som er det mest aktive selskapet, funder seg primært i EUR-markedet med en andel på 80,4 %. Volvo har mer enn halvparten av sin obligasjonsgjeld utstedt i utenlandsk valuta. Blant de resterende selskapene er EUR den dominerende valutaen hos de fleste. Skanska AB, som har lavest blant de 15 største, funder kun i hjemlig valuta.

4 Analyse av konkrete selskaper

Nå er tiden kommet for å se nærmere på selskapene hver for seg. Først blir det gitt en oversikt over hva selskapet driver med og deretter en oversikt over obligasjonene til selskapet. Videre blir det gjort en kvalitativ undersøkelse i form av intervjuer. Intervjuene er gjort i forbindelse med hvorfor selskaper utsteder obligasjonsgjeld i utenlandsk valuta og om det historisk sett har gitt bedriftene noen fordeler. Til slutt blir det sett nærmere på likviditeten i parene til de ulike selskapene. I den kvalitative undersøkelsen er også viktige banker blitt intervjuet angående selskapers obligasjonsutstedelser. Punktene som det blir sett nærmere på i de ulike selskapene er følgende:

- Hvilke sektor/land/rating de har
- Hvilke valutaer de funder seg i
- Hvor mye og hvor lange lån det er snakk om
- Hvorfor de funder seg i ulik valuta
- Har det historisk sett har gitt fordeler å ha obligasjoner utstedt i flere valutaer
- Hvilken likviditet har de ulike papirene

I utvelgelsen av selskapene var det flere kriterier som ble lagt til grunn. Den første kategoriseringen var land, der selskaper fra Norge og Sverige ble tatt med. Disse landene var de mest interessante. Den andre kategorien var rating, da i forhold til investment grade og high yield selskaper. Fra Norge er det kun tatt med high yield selskaper, mens det i Sverige kun er tatt med investment grade selskaper. Flest mulig GICS sektorer skulle være representert som en tredje kategori.

De fleste selskapene skulle ha obligasjoner i både hjemlig og utenlandsk valuta, men det er også tatt med selskaper som bare har i hjemlig valuta og bare i utenlandsk valuta for å se på forskjeller. I tillegg er de aller største selskapene ekskludert fordi disse har for åpenbare grunner til å ha obligasjoner i utenlandsk valuta. Det var også fokus på at selskapet skulle være en relativt stor utsteder av obligasjonsgjeld.

Til slutt stod 12 selskaper igjen for nærmere analyse.

Selskap	Land		Rating		Valuta marked			Sektor
	Norge	Sverige	Inv.grade	High Yield	Hjemlig	Utenlandsk	Begge	
Aker Solutions	X			X	X			Energi
Norske Skog	X			X			X	Materialer
PGS	X			X		X		Energi
REC	X			X			X	Inf.tekn.
Seadrill	X			X			X	Energi
Wilhelmsen	X			X	X			Industri
Atlas Copco		X	X			X		Industri
Electrolux		X	X				X	Forb.varer
Sandvik		X	X				X	Industri
Scania		X	X				X	Industri
Skanska		X	X		X			Industri
Swedish Match		X	X				X	Kons.varer

Tabell 4.1: Hvilke land/sektor/rating har selskapene, og hvilket valutamarked bruker de.

Det gjøres nok en gang oppmerksom på at obligasjonene gjenspeiler et nåtidsbilde som ble tatt i medio februar 2013. Obligasjoner som er utstedt etterpå eller har forfalt frem til denne oppgaven blir ferdigskrevet er ikke tatt med i beregningen.

4.1 Intervju med bankene

Mange banker gir råd og er tilretteleggere når et selskap tar opp nye obligasjonslån og sitter dermed på en del kunnskaper knyttet til utstedelse av obligasjoner. Bankene som ble intervjuet i denne oppgaven var SwedBank, Nordea, DnB og Handelsbanken.

Pål Vammervold, som jobber med tilrettelegging av obligasjoner i Nordea Markets, mener at selskapene henter kapital i de markedene som gir best terms/anledning til å hente kapital, innenfor de rammene som selskapene ønsker å hente kapitalen. Grunnen til at mange selskaper ønsker å hente obligasjonsfinansiering i ulike markeder og ulike valutaer kan være fordi det er billigere for dem. En annen grunn kan være at det er enklere å hente finansiering i en annen valuta eller et annet marked. Det kan også ha med at noen selskaper har cashflow i flere valutaer og dermed har muligheten til å matche cashflow i flere forskjellige valutaer.

Eindrude Stien, Head of FX&Fixed Income for SwedBank i Norge, sier at hvorvidt selskaper velger obligasjonsfinansiering i utenlandsk valuta kan drives av investorinteresse, størrelsen på emisjonsvolumet, prisdifferanser mellom markedene og utsteders egne preferanser. Han sier at for en del norske selskaper er den viktigste årsaken til at de utsteder obligasjoner i utenlandsk valuta at det er billigere. Dette gjelder særlig de mest kredittverdige selskapene

(Statoil, NSB etc) som har fått til dels vesentlig lavere pris ute. En annen årsak for en del selskaper er at det er viktig å diversifisere fundingkildene sine slik at de ikke bruker opp kapasiteten i et marked, og ikke må løpe etter de siste og dyreste kronene. Han sier videre at matching liabilities har blitt viktigere for selskapene de siste årene. Tradisjonelt har de lånt der fundingen har vært billigst for så å bruke derivatmarkedet til å swappe seg inn i den valutaen som passer i likviditets og risikostyringen. Nye kapitaldekningsregler samt økt press for sikkerhetsstillelse av derivat eksponering, har gjort at enkelte større selskaper ønsker å trekke i den valuta de skal dekke eksponeringen sin i. Eindride sier også at det generelt er stor interesse for norske utstedere ute, men at dette selvsagt varierer i forhold til selskap og prising. Swedbank har finansiert alt fra AAA til CCC selskaper fra utenlandske investorer.

Ronny Berg, som jobber i corporate finance avdelingen i Handelsbanken, forklarer at det i praksis er omtrent bare de aller største og mest kjente utstederne som har noe å hente, eller kan hente penger i utlandet. Han forklarer videre at en del av bankene gjør dette. De gjør mye covered bonds eller OMF'er, for eksempel i euro. Dette fordi de ofte får låne billigere i euro enn i norske kroner. Denne spreaden har imidlertid begynt å lukke seg litt. Han viser også til at vi i Norge har et litt spesielt system ved utstedelse av obligasjoner. Ved at vi har Norsk Tillitsmann og i tillegg har standardiserte låneavtaler så vil det som regel bli billigere og raskere å hente kapital i det norske markedet. Han påpeker også at mange av selskapene er litt for små til at det lønner seg å bruke utenlandsmarkedet. Supply selskaper, som er en typisk norsk sektor, kunne godt ha hentet penger ute. Disse lånene er som regel for små til at det vil være effektivt. Derfor gjøres også mange av lånene i norske kroner. Skal man gjøre noe i dollar for eksempel mot utenlandske investorer, er det en ganske omfattende dokumentasjonsprosess, som tar tid og koster penger til advokater og erklæringer som skal hentes inn og så videre.

Ole Einar Stokstad, analysesjef Kreditt i DNB Markets, mener at det er nyttig for store utstedere å spre seg på flere valutaer. Han trekker frem to fordeler. Den første er diversifisering av risiko for problemer i enkelte markeder. Den andre er at man når et tak hos hver enkelt investor (de har ramme på hver kunde), så jo større volumer, jo viktigere er det å være i flere fundingmarkeder. Han trekker paralleller til de største regionsparebankene som ligger i grenseland for om de må ut fra Norge eller ikke. De er for små til å få gode priser i eksempelvis eurobonds, mens de litt større selskapene som Statoil, Telenor og DnB er store nok til å få gode priser fordi et tilstrekkelig antall investorer lager rammer på dem.

Vammervold trekker også fram at når det gjelder å hente obligasjonsfinansiering så blir et internasjonalt kapitalmarked for stort i mange tilfeller. Han påpeker at investorer i det internasjonale markedet krever at du både har en offentlig rating fra S&P og eller Moodys og at internasjonal obligasjonsfinansiering har en minimumsstørrelse som gjør at det blir for stort for mange selskaper. Det som er standard euro og dollar finansieringer, såkalte benchmarktransaksjoner i euro og dollar markedet, er henholdsvis 500 millioner EUR og 500 millioner USD. Han forklarer at dette er veldig store beløper for veldig mange selskaper som er aktuelle for å hente finansiering i det norske markedet. På denne måten er det norske markedet et veldig bra substitutt og et tillegg til det internasjonale markedet, fordi man kan gjøre mindre transaksjoner, og man kan gjøre transaksjoner uten å ha offentlig rating.

Han forteller videre at obligasjonsmarkedet i større grad har blitt en diversifiseringskilde og en tilleggskilde for kapital, i tillegg til bankfinansiering. Dette er spesielt i det norske markedet fordi det norske fundingmarkedet eller norske kapitalmarkedet er veldig annerledes fra det amerikanske eksempelvis. Obligasjoner blir brukt til veldig stor grad av finansiering av veldig mange selskaper i USA og der er det omtrent en 50:50 splitt, eller gjerne mer finansiering i obligasjonsmarkedet blant store amerikanske bedrifter enn det er i bankfinansiering. I Norge har det stort sett utelukkende vært bankfinansiering som har finansiert selskaper, og obligasjoner er noe som kun er brukt i liten grad.

Diversifiseringshensynene har vært viktige i det siste, og nye kapitalkrav i bankene har gjort at det er ikke er like enkelt å få bankfinansiering lenger. Alle får altså ikke den finansieringen de trenger i bankene lenger. På denne måten er obligasjonsmarkedet blitt mye viktigere. Det er et generelt råd Nordea gir mange nye potensielle utstedere og til de eksisterende utstederne. Selskapene bør regne med å ha en større andel obligasjonsfinansiering framover enn det de har hatt før på grunn av diversifiseringshensyn. Et videre råd er at i det norske markedet finnes en tillitsmann, Norsk tillitsmann, som er tillitsmann for alle obligasjoner som gjøres i markedet, og som er investorenes representant for dialog med selskapet. Grunnen til det er at alle investorer i det norske obligasjonsmarkedet er anonyme. Det betyr at et selskap som låner penger i markedet ikke får vite hvem de låner penger av så sant investorene ikke velger å oppgi at de har lånt penger til selskapet.

På spørsmål om det historisk sett har gitt fordeler å ha funde i flere valutaer svarer Eindride Stien at et forhåndsdefinert program å la et Euro EMTN¹⁰ program er mest passende for større selskaper med frekvent behov for finansiering. Disse selskapene får både effektivitetsgevinster og prisingegevinster ved å kunne hente penger i det internasjonale markedet på kort varsel. For andre selskaper har det å bruke flere fundingmarkeder også på opportunistisk basis gitt diversifiseringseffekter som har hatt verdi, og samtidig prisingeffekter i noen sammenhenger, selv om dette langt ifra er entydig.

Pål Vammervold forklarer at det historisk sett har gitt fordeler, fordi poenget med å bruke forskjellige markeder ikke er av spekulasjonshensyn, men at det faktisk tjener et behov. Hvis man i utgangspunktet er et stort nok selskap til å bruke det amerikanske obligasjonsmarkedet, kan det være lurt. Dette er verdens mest likvide obligasjonsmarked, og det dypeste markedet hvor dokumentasjonen når flest mulige investorer. I utgangspunktet burde en her fått best mulige vilkår til en hver tid ved å hente kapital. Det faktum at noen velger et annet marked kan være av diversifiseringshensyn eller at de har eksponering i eksempelvis euro eller norske kroner, som gjør at de velger å bruke et annet marked med en annen valuta. Eller at de andre markedene på et tidspunkt er ferdig swappet til den valutaen de skal ha. Selskapene vil ha kapital i den valutaen som de i utgangspunktet har sin eksponering i. Grunnen til at de velger å gå i et annet marked er fordi de får bedre vilkår, eller at det er mer fornuftig å gjøre det i et annet marked på akkurat dette tidspunktet. Det betyr at selskapet som benytter flere markeder gjør dette av en grunn.

4.1.1 Likviditet, omsetningstall

Når det kommer til obligasjonenes likviditet i annenhåndsmarked, forklarer Eindride Stien at for eksempel Statskraft og Statoil har bra omsetning i euromarkedet og dollarmarkedet. Norske Skogs obligasjoner har vært ganske likvide helt til de begynte å levere røde tall. Seadrill's obligasjoner er også ganske likvide, spesielt dollarpapirene deres. Swedbank har imidlertid ikke omsetningstall i databasene deres. Stien forklarer at et annet spørsmål er hvor mye av omsetningen man egentlig ser. Omsetning mellom aktørene som ikke er børsnoterte «Bloom medlemmer» på de ulike børsene vil man ikke se i statistikken. Det blir ikke rapportert. Er det en børs i Irland, og Swedbank omsetter det papiret, så har de ikke noe plikt til å rapportere den omsetning inn til den Irske børsen. Swedbank priser obligasjoner hele

¹⁰ Euro Medium Term Note. EMTN blir utstedt direkte til markedet med en løpetid på mindre enn 5 år, og tilbys kontinuerlig i stedet for at hele beløpet blir gitt på en gang, som ved et vanlig obligasjonslån.

tiden, så det er ikke noe problem å finne priser på dem. De ligger ute på nettet til enhver tid, men selve volumene og omsetningsprisene er verre.

Ronny Berg sier at omsetningstall for de utenlandske papirene omtrent ikke finnes. Hvis du ser på et lån som er gjort i dollar, og ikke er registrert på Oslo Børs, så finnes det ikke noen annenhåndstatistikk. Berg sier også det er litt vanskelig å si noe generelt om likviditeten i norske kontra utenlandske papirer. Det er vel egentlig mer et spørsmål om størrelse forklarer han. De større lånene har en gjennomgående bedre likviditet enn de mindre, litt uavhengig av hvilken valuta de er gjort i. Hvis man ser på et lån på 200 millioner som er gjort i NOK, er det en del investorer som har i sine «mandater» at de kun har lov til å investere i børsnoterte papirer. Da blir det børsnotert uten at det egentlig er noen forventning om at det skal være noe særlig likviditet. Da er det mer at investorene krever det for å få lov til å investere i papiret. Berg tror at likviditeten har mindre å gjøre med om det er børsnotert eller ikke og hvilken valuta det har, og mer å si på type lån og størrelse. Det er snakk om ganske store investorer, så hvis du har et lån på 350 millioner, kan det fort bare være 3-5 investorer som kjøper det i første omgang. Da sier det seg selv at likviditeten blir ganske lav i forhold til en utestående aksje hvor du har et mye større antall investorer. For mange obligasjoner er det også slik at investorene sitter på obligasjonene til endt løpetid. Hvis de kjøper et lån til 100 millioner, så venter de som regel til forfall, eller så selger de ofte hele posten i ett stort jafs.

4.2 Norske Statsobligasjoner

Statsobligasjoner er ofte de aller mest likvide obligasjonene. Vi har valgt å se på likviditetstall for Norske Statsobligasjoner med ulik lengde for å få et sammenligningsgrunnlag for selskapsobligasjonene. «Omsetningshastighet siste år» er hentet fra perioden 19.04.12-19.04.13 og bid/ask spreaden er regnet med kurser fra 22.05.2013. NST 475 har eksistert i mindre enn 1 år, og dermed er det regnet prognoser på hvordan antall dager med handel, og omsetning hadde blitt med samme omsetningshastighet som i dag. Denne metoden er også brukt på selskapsobligasjoner dersom obligasjonene har eksistert i mindre enn ett år.

Ticker	Utløpsdato	Dager med omsetning siste år	Utstående beløp pr 19.04.13 (i mill)	Omsetning siste år (i mill)	Oms.hast.siste år, 19.04.12-19.04.13	Bid	Ask	Relativ bid-ask spread 23.05.13
NST 471	15.05.2015	250	74 125	281 697	3,800	107,43	107,58	0,001395
NST 472	19.05.2017	250	51 737	111 020	2,146	111,05	111,33	0,002518
NST 473	22.05.2019	250	48 000	205 022	4,271	116,25	116,5	0,002148
NST 474	25.05.2021	250	51 000	245 949	4,823	113,20	113,58	0,003351
NST 475	24.05.2023	251	26 000	164 742	6,336	98,30	98,73	0,004365
Gj.snitt		250,2			4,275			0,002756

Tabell 4.2: Nøkkeltall for likviditeten til norske statsobligasjoner.

De Norske Statsobligasjonene har et rykte på seg for å være veldig likvide. Tallene som fremkommer her vil dermed gi et sammenligningsgrunnlag for tallene som blir presentert i forbindelse med selskapsobligasjonene. Dager med omsetning i Norske Statsobligasjoner er ca 250 pr år, noe som i praksis betyr at det handles hver eneste dag børsen er åpen. Omsetningshastigheten i obligasjonene er på 4,275 gjennomsnittlig og den relative bid/ask spreaden er på 0,002756, noe som er svært lite. Desto mindre spread, desto mer likvid.

4.3 Renewable Energy Corporation

Renewable Energy Corporation ASA (REC) ble etablert i 1996 og er posisjonert innenfor solenergiindustrien som et selskap med bred tilstedeværelse i hele verdikjeden. REC er verdens største produsent av silisium materialer for photovoltaic (PV) applikasjoner og PV wafers, så vel som en betydelig produsent av celler og moduler. Virksomheten er delt inn i tre forretningsområder: REC Silicon, REC Wafer og REC Solar [16].

REC ligger i informasjonsteknologi sektoren og hadde 27. mars 2013 en børsverdi på 2,4 mrd NOK. De har en skyggerating fra DnB Markets som er CCC+, hvilket betyr at selskapet er et risikabelt high yield selskap.

Selskapet er den ellefte største utstederen på Oslo børs med 5,39 mrd NOK. Totalt har REC 4 obligasjoner, hvor 3 av disse er i NOK og en i EUR. Valutafordelingen er henholdsvis 56 % i NOK og 44 % i EUR. Den største obligasjonen til REC er den som er utstedt i EUR. Den er på € 320 mill. Denne obligasjonen har en løpetid på 4,6 år. De tre andre obligasjonene er alle like store med 1 mrd NOK utstedt. Løpetiden er derimot forskjellig med 2 obligasjoner på 5 år og en på 7 år.

På spørsmål om hvorfor REC har obligasjonslån i utenlandsk valuta svarer Trygve Harder Strand, Director Treasury, at det ved utstedelsen av den konvertible obligasjonsgjelden (EUR

lån på 320 mill) var tilstrekkelig interesse i EUR sonen. Dette gjorde det mulig å hente penger på dette tidspunktet. I 2009 var det vanskelig/umulig å hente penger i Norge i CB (convertible bond) markedet av en slik størrelse. Dels var det norske kapitalmarkedet begrenset på dette tidspunktet, samt at risikoappetitten hos investorer lå mellom fremmedkapital (bonds) og egenkapital. Dermed var hybridkapital eneste mulighet. Investormassen i CB instrumentet til REC er hovedsakelig utenlandsk, men ikke begrenset til EURO sonen.

For de tre NOK obligasjonene til REC er det omvendt, med en stor overvekt av norske/nordiske investorer.

På spørsmål om det historisk sett har gitt fordeler å ha obligasjonslån i flere valutaer svarer Strand at det gir en diversifisering av investormasse, men også en naturlig sikring av RECs utenlandske assets, samt match av den naturlige netto kontantstrømmen i RECs business. Han mener at det som eksportør kan det være naturlig å gjøre dette. Erfaringsvis er noen også opptatt av å sikre funksjonell valuta i lys av aksjonærenes investeringer i et selskap i en gitt valuta. En annen strategi kan være å ha gjeld i samme valuta som en kan emittere penger i fremtiden.

Når det gjelder omsetningstall i obligasjonene har ikke Strand noen eksakte tall på dette. Han sier at de norske obligasjonene er børsnotert, og at handel her derfor blir fanget opp. De har imidlertid ingen oversikt over hvordan handelen er i CB instrumentet, siden det ikke er noe sentralt clearinghus / børsnotering av handler. Dette ekskluderer mange institusjonelle investorer, som har krav til andel i børsnoterte instrumenter. Han nevner også at erfaring fra meglerhus er at det er begrenset med handel i EUR obligasjonen, og også lavere omsetning enn i de norske instrumentene.

Likviditeten i REC`s obligasjoner

For REC er gjennomsnittlig omsetningshastighet på opprinnelig utstedt beløp i de norske obligasjonene på 0,229 i løpet av det siste året, mens den er noe lavere på utestående beløp pr i 19.04.13. I forhold til Norske Statsobligasjoner, som har en omsetningshastighet på 4,27, blir dette veldig lavt. I snitt handles de norske obligasjonene til REC 41,33 dager i perioden fra 19.04.12 til 19.04.2013, noe som også er langt unna de 250 dagene statsobligasjonene blir handlet.

ISIN	Valuta	Oppr. utst. Beløp (i tusen)	Utest. beløp 19.04.2013 (i tusen)	Omsatt siste året (i tusen)	Dager med omsetning siste år	Turnover på oppr. utst. beløp	Turnover på utest. beløp 19.04.2013
Hjemlig valuta							
NO0010536501	NOK	1 000 000	1 250 000	268 000	45	0,268	0,214
NO0010607476	NOK	1 000 000	700 000	350 000	56	0,35	0,500
NO0010607484	NOK	1 000 000	500 000	69 000	23	0,069	0,138
Gjennomsnitt					41,3333	0,229	0,284

Tabell 4.3: Nøkkeltall for likviditet i REC.

Som Trygve Harder Strand forklarte, så er det nesten umulig å finne omsetningstall på den konvertible obligasjonen som er i EUR.

4.4 Aker Solutions

Aker Solutions er en internasjonal leverandør av ingeniørtjenester, fabrikkasjon, teknologiprodukter, vedlikehold, spesialist- tjenester og totalløsninger til energi- og prosessindustrien. Hoveddelen av virksomheten omfatter leveranser til olje-, gass- og petrokjemianlegg. Konsernet har også en betydelig aktivitet knyttet til leveranser til prosjekter for gass- og kullkraftverk, metallforedling og andre utvalgte industrier [16].

Aker Solutions ligger i energisektoren og hadde 27. mars 2013 en børsverdi på 29,9 mrd NOK. Aker Solution er ratet som BB+ både av Fitch og DnB markets og går dermed som et high yield selskap.

Selskapet er den fjortende største utstederen på Oslo Børs med 3,64 mrd NOK. Dette er fordelt på 6 obligasjoner. Alle obligasjonene er utstedt i NOK. Løpetiden blant obligasjonene er fordelt likt med tre på 5 år og tre på 7 år. De tre største obligasjonene som ble utstedt var alle på 1 mrd NOK. Etter dette følger en på 300 mill, en på 187 mill og en på 150 mill.

John Ole Hægeland, Corporate Treasurer i Aker Solutions, forklarer at det er flere forhold til hvorfor de kun har obligasjoner i norske kroner. Det å utstede obligasjoner i det utenlandske markedet, er noe bedrifter ofte gjør for å differansiere kredittmarkedene og utvide kreditt tilgjengelighet. Det norske obligasjonsmarkedet har en viss appetitt for å kjøpe et enkelt papir. Når en har fått nok, eller utnyttet markedet maksimalt vil en kanskje se etter det internasjonale markedet. For å gå til det internasjonale markedet skal en være innenfor et område eller en business, og en skal også ha et navn som er kjent. For de aller fleste norske selskaper er det mest lønnsomt og enklest å hente finansiering i det norske obligasjonsmarkedet. Aker Solutions er mye mer gjenkjent i Norge enn det er noe annet sted, og dermed kan de lettere

selge seg til norske og skandinaviske investorer. Hægeland påpeker at i 9 av 10 tilfeller så vil det norske markedet være billigere enn det internasjonale.

Skal en gå internasjonalt, for eksempel med Aker Solutions til USA eller Europa, så vil det være et selskap som investorene der kjenner dårligere. Da vil de ofte også kreve en litt høyere pris for å investere pengene sine i selskapet. Han trekker også frem at dokumentasjonen er dramatisk mye enklere å gjøre i Norge, som en viktig grunn. En kan i teorien bestemme seg på en mandag og få pengene inn på tirsdagen dersom en virkelig gjør dette i full fart. Det tar ofte en uke eller to for å gjøre det, men selve dokumentasjonsprosessen med Norsk tillitsmann som en veldig viktig aktør, gjør at det norske obligasjonsmarkedet er veldig attraktivt å utstede i. Dette fordi det er enkelt, det er raskt, og for norske selskap er det også billigere. Det er grunnene til at Aker Solutions har gått til det norske markedet.

Hægeland sier at Aker Solutions nå har utstedt ca 5 milliarder NOK i det norske markedet. Dette er fordi at det har vært mulig å låne så mye i Norge. Hvis det hadde vært behov for å låne nye 5 milliarder, så tror Hægeland det hadde kommet til et punkt hvor det ikke var interesse hos investorene som kjøper Aker Solutions sine obligasjoner i Norge lenger. «Da hadde vi nok blitt nødt til å gå internasjonalt» avslutter han.

Videre nevner han at Aker Solutions har brukt bankmarkedet veldig mye. Han forklarer at Aker Solutions i alle år hatt større andel av gjelden sin i bankmarkedet enn hva de har hatt i obligasjonsmarkedet. Det er av den enkle grunn at bankmarkedet har vært dramatisk billigere enn obligasjonsmarkedet for dem. Aker Solutions har lånt til betydelig lavere rente i banksektoren fordi bankene har et litt annet innsyn i selskaper, slik at de kan være villige til å låne ut billigere. På toppen av dette så får bankene også litt tilleggs butikk fra Aker Solutions.

Han trekker frem at Aker Solutions også er et av få norske selskaper som har en offisiell rating og at selskapet har balansert på grenseland mellom investment grade og high yield. Selv om de offisielt sett er et high yield selskap i dag, sier han at de fleste bankene Aker Solutions benytter seg av, har ratet dem som investment grade.

Hægeland påpeker at i enkelte av de utenlandske markedene, for eksempel i det amerikanske public markedet trenger man 2 ratinger, hvertfall når man kommer som et norsk selskap. Han nevner at det amerikanske markedet består av et public og et private marked. I public markedet, som han beskriver som verdens største likvide marked, må man ha 2 ratinger. Han sier det er et marked som absolutt er interessant for Aker Solutions å vurdere, men at de da må

hente en ny rating og det er en veldig stor dokumentasjons og innsalgsprosess. Det er en stor beslutning å gå til dollarmarkedet. Euromarkedet er noe lettere prosessmessig, men det vil også kreve mer enn å bare gå til det norske markedet.

På spørsmål om det historisk sett har gitt fordeler å bare bruke det norske obligasjonsmarkedet, svarer Hægeland at ethvert norsk selskap som får tak i det de trenger av penger i det norske markedet, til en riktig pris, vil velge det norske markedet. At noen velger et annet internasjonalt marked er muligens fordi de tenker langsiktig. At de prøver å gjøre seg selv kjent i det internasjonale markedet på mer generell basis. Dersom en får til å hente penger i Norge og likevel velger å gå til euro, dollar, pund eller yen, så er det bare for å få differensiert tilgjengeligheten. Aker Solutions har hatt veldig enkelt for å hente pengene i Norge, fordi det har dekket behovene deres. Han forklarer videre at jo større du blir og desto mer finansiering du trenger desto raskere må du begynne å tenke internasjonalt. Aker Solutions kommer nok til å tenke internasjonalt, fordi dette blir naturlig med den sterke vekstambisjonen som de nå har. Han mener det egentlig bare er fordeler med å være i Norge, med dokumentasjon, prosess, tid, gjenkjennelse, pris. Til syvende og sist så er det ofte pris som teller mest. Det er mye billigere å gjøre. Det er mye dyrere å gjøre et internasjonalt lån. Det er dyrere meglerhonorarer, dyrere dokumentasjon, og mye dyrere legale kostnader.

Hægeland har ikke noen konkrete tall på likviditeten i annenhåndsmarkedet, men sier at den er veldig dårlig. Det er litt problemet med det norske obligasjonsmarkedet, og det er ofte den viktigste grunnen for at større utenlandske fond ikke kjøper norske papirer. En ting er at de har valutaelementet, men det klarer de å løse. Det som er viktigere er at det er veldig dårlig likviditet. Det er det største problemet i det norske markedet. Han forteller at hvis man for eksempel som high yield selskap ikke er aktivt inne som selskap og setter priser på eget papir, vil det bare være småtteri som omsettes. Hvis en kjøper obligasjoner for å være like aktiv som i aksjemarkedet, så fungerer det dårlig. Hægeland viser til at bid/ask spredder er nesten fraværende i det norske markedet for selskapsobligasjoner. Han påpeker at selskap må ta den rollen selv.

Likviditeten i Aker Solutions` obligasjoner

Den andre og sjette obligasjonen i tabellen nedenfor har ikke eksistert i et helt år. Det er derfor regnet prognoser for hvordan omsetningshastigheten og antall dager med salg hadde blitt med samme tempo som i dag. I den tredje og fjerde obligasjonen er nesten hele obligasjonen omsatt på en og samme dag. Derfor er omsetningshastigheten i disse ganske

høye i forhold til de andre obligasjonene. Dette er med på å øke gjennomsnittet i omløpshastighet ganske mye. Antall dager med handel er imidlertid ikke mange i disse to.

Aker Solutions har kun obligasjoner utstedt i norske kroner. Et gjennomsnitt over obligasjonene til Aker Solutions viser at antall dager med salg i løpet av det siste året har vært i overkant av 37 dager, mens omløpshastigheten har vært 0,641 på opprinnelig beløp, mot et noe lavere 0,556 på utestående beløp pr 19. april 2013. I forhold til Norske Statsobligasjoner er omsetningshastigheten i Aker Solutions obligasjoner en del bedre enn for obligasjonene til REC. Antall dager med handel er relativt få i forhold til statsobligasjonene som blir handlet daglig.

ISIN	Valuta	Oppr. utst. Beløp (i tusen)	Utest. beløp 19.04.2013 (i tusen)	Omsatt siste året (i tusen)	Dager med omsetning siste år	Oms.hast. på oppr. utst. beløp	Oms.hast. på utest. beløp 19.04.2013
Hjemlig valuta							
NO0010504608	NOK	187 000	187 000	55 500	10	0,297	0,297
NO0010661051	NOK	1 000 000	1 000 000	359 300	105	0,359	0,359
NO0010342587	NOK	150 000	150 000	149 500	3	0,997	0,997
NO0010341332	NOK	300 000	300 000	317 000	14	1,057	1,057
NO0010504616	NOK	1 000 000	1 913 000	890 500	41	0,891	0,465
NO0010647431	NOK	1 000 000	1 500 000	243 500	50	0,244	0,162
Gjennomsnitt					37,16	0,641	0,556

Tabell 4.4: Nøkkeltall for likviditet i Aker Solutions.

4.5 Wilhelm Wilhelmsen ASA

Wilhelm Wilhelmsen er en global, maritim industrigruppe. Selskapet tilbyr logistikk- og maritime servicetjenester. WW driver avansert, industriell shipping og er markedsledende innen transport av rullende last. I tilknytning til sjøtransporten tilbyr WW ulike typer logistikkjenester på land: terminaltjenester, tekniske tjenester, innlandstransport og styring av transporttjenester for kjøretøy [16].

Wilhelm Wilhelmsen ligger i industrisektoren og hadde den 27. mars 2013 en børsverdi på 19 mrd NOK. Selskapet har en skyggerating på BB+ fra DnB Markets, noe som vil si at Wilhelmsen er et sterkt high yield selskap.

Selskapet er den trettende største utstederen med 3,95 mrd NOK. Totalt har WW 6 obligasjoner. Alle obligasjonene er utstedt i NOK. Løpetiden til obligasjonene varierer, men obligasjonene med kortest løpetid er på 7 år. Deretter følger 3 obligasjoner med løpetid på 10 år og de 2 siste med 15 år. Wilhelmsens største obligasjon er på 2 mrd NOK, mens den minste kun er på 50 mill NOK. I mellom ligger det 2 obligasjoner på 300 mill, en på 600 mill og en på 700 mill.

På spørsmål om hvorfor Wilhelmsen kun har obligasjoner i NOK svarer Vice President, Anders Eckbo, at årsaken til at de startet med obligasjonslån var at obligasjonsgjelden var så billig i Norge i 2002-2003, og det var i en periode der selskapet var i stor vekst. Selv om forskjellen er mindre i dag enn det den var før, så var forskjellen opp mot en og en halv prosent fra markedet ute og markedet hjemme. Han forklarer dette med at norske investorer hadde et lettere forhold til norske selskaper enn hva utenlandske investorer hadde, når det gjaldt å prise dem. Han påpeker også det norske obligasjonsmarkedet var utrolig konkurransedyktig også i forhold til bank på den tiden, og at det var veldig mye lavere priser enn det var i utenlandsmarkedet.

Eckbo forklarer at Wilhelmsen ikke bruker obligasjonsfinansiering til å finansiere båtene sine. De bruker lånene som en slags mellomfinansiering eller arbeidskapitalfinansiering. De har ikke behov for å bruke markedet ute, fordi de da må rate seg, og dette medfører større kostnader når de allerede får dekket sitt behov i det norske markedet.

Når Eckbo får spørsmål om matching liabilities kan være en av årsakene, avviser han dette. Han forklarer at Wilhelmsen så å si kun opererer i USD, og at all norsk krone finansiering er en valutarisiko som de stort sett hedger bort.

Til slutt forklarer Eckbo at det kan lønne seg å bruke utenlandsmarkedet hvis et selskap er omtrent dobbelt så store som det Wilhelmsen er. Han mener da du bør gjøre emisjoner på 500 millioner dollar og oppover. Hvis du ikke er stor nok, så holder det norske markedet mer enn nok, og da har det historisk sett vært en fordel å være hjemme.

Likviditeten i Wilhelmsens obligasjoner

Den første obligasjonen til Wilhelmsen er ikke registrert på Oslo børs og dermed er det heller ingen omsetningstall på denne. Videre kan det se ut som om Wilhelmsen har lite likvide obligasjoner i forhold til for eksempel Aker Solution, som også kun har obligasjoner i norske

kroner. Den gjennomsnittlige omsetningshastigheten på opprinnelig utestående beløp i Wilhelmsens obligasjoner det siste året har vært på 0,09. Den har vært litt høyere på utestående beløp pr 19.april 2013 med 0,111 i omsetningshastighet. Antall dager med salg har i vært lav i løpet av det siste året. I gjennomsnitt foregår det kun 9 dager med handel i Wilhelmsens obligasjoner. I forhold til Norske Statsobligasjoner som har en omsetningshastighet på 4,275 og som har 250 dager med handel, har obligasjonene til Wilhelmsen elendig likviditet.

ISIN	Valuta	Oppr. utst. Beløp (i tusen)	Utest. beløp 19.04.2013 (i tusen)	Omsatt siste året (i tusen)	Dager med omsetning siste år	Oms.hast. på oppr. utst. beløp	Oms.hast. på utest. beløp 19.04.2013
Hjemlig valuta							
NO0010248628	NOK	50 000	-	-	-	-	-
NO0010248131	NOK	2 000 000	600 000	104 000	15	0,052	0,173
NO0010263304	NOK	300 000	300 000	27 000	7	0,090	0,090
NO0010301344	NOK	700 000	700 000	10 000	5	0,014	0,014
NO0010351281	NOK	300 000	300 000	50 500	9	0,168	0,168
NO0010549603	NOK	600 000	600 000	131 000	18	0,218	0,218
Gjennomsnitt					10,8	0,109	0,133

Tabell 4.5: Nøkkeltall for likviditet i Wilhelm Wilhelmsen.

4.6 Petroleum Geo-Services

Petroleum Geo-Services er en teknologisk fokusert serviceleverandør til oljeindustrien som leverer tjenester innen geofysikk til det globale markedet. PGS tilbyr seismisk innsamling på land og i grunt vann via forretningsenheten Onshore. Deres landseismiske innsamlingsenheter har høy kapasitet, og kombinasjonen moderne utstyr og en erfaren teknisk stab sikrer høy effektivitet og svært god datakvalitet [16].

PGS ligger i energisektoren og hadde 27.mars 2013 en børsverdi på 19,5 mrd NOK.

Petroleum Geo-Service har offisiell rating fra S&P med ratingen BB. Dette vil si at selskapet er å anse som et high yield selskap.

Selskapet er den tolvte største utstederen på Oslo Børs med 5,24 mrd NOK. PGS har 3 obligasjoner, hvor alle er i USD. To av obligasjonslånene har løpetid på 7 år, mens den siste er på 6 år. På den ene obligasjonen med løpetid på 6 år, er det ikke oppgitt utstedt beløp. På de to resterende er beløp utstedt begge på \$ 450 millioner hver.

Group Treasurer i PGS, Bjørn Korsveien, forklarer at årsaken til at de kun har obligasjoner i utenlandsk valuta først og fremst er fordi deres funksjonelle valuta og rapporteringsvaluta er USD. Han forteller at PGS er et USD selskap siden mesteparten av deres inntekter er i USD. Matching liabilities blir derfor en forklarende faktor med tanke på dette. Dersom PGS skulle ha utstedt obligasjoner i NOK måtte de ha swappet dette til USD. Da hadde de fått en margin på swapkontraktene på toppen av renten som de betaler på obligasjonen. Frem til nå har det derfor vært billigere for PGS å funde seg USD. Videre sier han at de har vurdert det norske obligasjonsmarkedet og vil fortsette med å vurdere det.

PGS har vært i det amerikanske kapitalmarkedet i lengre tid og er også et av de få norske «sub investment grade» selskaper med en offisiell rating fra Moody's og Standard & Poors. Dette gjør at PGS har tilgang til det amerikanske obligasjonsmarkedet, som er det dypeste i verden.

Korsveien sier at PGS også utsteder i utenlandsk valuta for å diversifisere, men først og fremst diversifiserer de ved å tappe forskjellige gjeldsmarkeder. PGS har over de siste 5 år lånt i bankmarkedet, term loan b-markedet, konvertible obligasjonsmarkedet, obligasjonsmarkedet og eksportkredittmarkedet.

Historisk sett har det gitt fordeler å ha obligasjonslån i utenlandsk valuta med tanke på blant annet lavere rente og større tilgjengelighet. Dette fordi markedet er dypere og ikke har stengt for nye utstedelser like ofte som for eksempel det norske markedet.

Korsveien forteller vider at de har lite med likviditetstall og at lav likviditet var noe de slet med i det amerikanske markedet da de hadde \$300 millioner utestående. Dette økte PGS til \$450 millioner på slutten av 2012 og det ser ut til å ha hjulpet på likviditeten, men noen omsetningstall har de ikke. Sannsynligvis ville det vært større omsetning i en NOK obligasjon siden PGS ville ha vært store med et attraktivt navn i det norske markedet, mens de blir for små i det amerikanske markedet.

Likviditeten i PGS` obligasjoner

Alle obligasjonene til PGS er utstedt i USD, og er listet på børsen i Luxembourg. Bourse de Luxembourg forteller at det ikke er blitt rapportert om noen handler i disse obligasjonene.

4.7 Seadrill

Seadrill Limited's virksomhet er å eie og drive offshore- og landbaserte borerigger og andre fartøy til bruk for boring, produksjon og transport av råolje. Seadrill ble opprettet i mai 2005 av hovedeier John Fredriksen og er i dag notert både på Oslo Børs og New York Stock Exchange [16].

Seadrill ligger innen sektoren energi og hadde den 27. mars 2013 en børsverdi på 60,3 mrd NOK. Selskapet har en skyggerating på BB+ fra DnB Markets, hvilket betyr at Seadrill ligger i high yield kategorien.

Totalt hadde selskapet den 21. februar 2013 utstedt obligasjoner for 18,46 mrd NOK. Denne summen er fordelt på 5 obligasjoner. En av disse obligasjonene er utstedt i NOK, og utgjør en andel på 5 % av total sum, mens 4 obligasjoner er utstedt i USD, som tilsvarer en andel på 95 %.

De største obligasjonslånene er de som er utstedt i USD. Beløpene varierer her fra \$ 350 millioner og opp til \$ 1 mrd. 3 av de 4 obligasjonene har en løpetid på 5 år, mens den siste har en løpetid på 7 år. Obligasjonen utstedt i NOK er på 1 mrd, og har løpetid på 2 år.

Ragnvald Kavli, investor relation manager i Seadrill, forklarer at deres sterkeste argument for å utstede obligasjoner i USD, er at dybden i markedet er mye større. Den største norske obligasjonen som er gjort er på ca 2 mrd NOK (Seadrill har gjort 1,8 mrd NOK → mars 2013). I det amerikanske markedet får Seadrill enkelt gjort 1 mrd USD.

På spørsmål om det historisk sett har gitt fordeler å funde i utenlandsk valuta svarer Kavli at et selskap alltid vil dra fordeler av å ha tilgang på flere finansieringskilder.

Til slutt forklarer han at det er vanskelig å si noe om likviditet i norske kontra utenlandske obligasjoner. Det kommer an på hvilke type investorer som kjøper obligasjonen når den blir utstedt (buy & hold investorer eller hedge/arb.- fond). Han sier videre at han ikke sitter på noen omsetningstall og nevner også at langt fra all omsetning blir rapportert inn.

Likviditeten i Seadrill's obligasjoner

Obligasjonen som Seadrill har utstedt i NOK, med utløpsdato 13. februar 2014, ble opprinnelig utstedt 13. februar 2012, med 1 mrd NOK. Det har altså vært rentebærende siden 2012 [17]. Obligasjonen er nå blitt gjort om til et nytt lån på 1,25 mrd NOK fra 17. januar

2013. Omsetningen i denne obligasjonen har dermed foregått mindre enn 1 år og dermed blir det også her regnet som om obligasjonen forsetter å bli omsatt i samme tempo som i dag.

Beløpene til de utenlandske obligasjonene som er under «omsatt siste året (i tusen)» er gjort om til den utenlandske valutaen med samme valutakurs som er brukt tidligere i oppgaven med 1 USD = 5,821 NOK.

Obligasjonen som forfaller 27.oktober 2017, og er på \$ 650 mill, er en konvertibel obligasjon, og er ikke listet på en bestemt børs. Omsetningstall blir derfor vanskelige å oppdrive på denne.

Begge de to største lånene på \$ 1 mrd er listet på børsen i Dublin, men det har ikke lyktes å få tak i omsetningstall heller til disse obligasjonene.

ISIN	Valuta	Oppr. utst. Beløp (i tusen)	Utest. beløp 19.04.2013 (i tusen)	Omsatt siste året (i tusen)	Dager med omsetning siste år	Turnover på oppr. utst. beløp	Turnover på utest. beløp 19.04.2013
Hjemlig valuta							
NO0010636111	NOK	1 000 000	1 250 000	3 426 000	116	3,426	2,741
Utland valuta							
NO0010589492	USD	350 000	350 000	22 522	105	0,064	0,064

Tabell 4.6: Nøkkeltall for likviditet i Seadrill.

I både obligasjonen som Seadrill har i hjemlig valuta og den de har i utenlandsk valuta er det mange dager med omsetning i løpet av det siste året. Henholdsvis 116 og 105 dager. Når det gjelder omsetningshastighet i samme periode er det store forskjeller i obligasjonene.

Obligasjonene utstedt i hjemlig valuta har en veldig bra omsetningshastighet på 3,426 på opprinnelig utstedt beløp og 2,741 på nåværende utestående beløp. Dette er nesten på høyde med de Norske Statsobligasjonenes omsetningshastighet. Obligasjonen utstedt i USD har en mye lavere omsetningshastighet med kun 0,064 av både opprinnelig utstedt beløp og utestående beløp per 19. april 2013.

4.8 Norske Skogindustrier

Norske Skog er verdens nest største produsent av trykkpapir med 18 hel- og deleide fabrikker i 14 land i fem verdensdeler. Norske Skog har en andel på 11 % av det globale markedet for avis-papir og 5 % av markedet for magasin-papir. Avis-papir segment er engasjert i produksjon og markedsføring av papiret som brukes i aviser og reklame. Magasin-papir segmentet er engasjert i produksjon og markedsføring av ubestrøket og bestrøket papir som brukes i

magasiner, kataloger og reklamemateriell. I tillegg driver selskapet med energi, som omfatter kjøp og salg av energi til konsernets fabrikker i Norge og salg av overskuddskraft i spotmarkedet [16].

Norske Skogindustrier ligger i material sektoren og hadde 27. mars 2013 en børsverdi på 0,59 mrd NOK. Dette er altså det selskapet med lavest børsverdi i denne oppgaven. S&P har ratet selskapet til CCC+, noe som innebærer at selskapet blir sett på som et risikabelt high yield selskap.

Selskapet har 10 obligasjoner, hvor 4 er i USD, 3 i NOK og 3 i EUR. Valutafordelingen er på henholdsvis 38 %, 13 %, og 49 % i de respektive valutaene. Selskapet er den syvende største utstederen på Oslo Børs med totalt 12,19 mrd NOK. Lengdene på lånene varierer i fra 5 til 30 år, hvorav 4 er på 5 år, mens det er 2 obligasjoner hver på både 10,12, og 30 år.

Obligasjonene har ganske forskjellige størrelser, der den største er en obligasjon i euro på € 500 millioner, mens det minste er et lån i NOK på 220 millioner. Foruten om dette er det blant annet 4 obligasjoner på \$ 200 millioner USD, 2 obligasjoner på € 150 millioner EUR og to obligasjoner i NOK på henholdsvis 530 millioner og 800 millioner.

Hovedgrunnen til at Norske Skog velger å utstede obligasjoner i utenlandsk valuta er for å få til en natural hedge, som gjør at man matcher rente og lånebelastning i det man har i assetverdier, forklarer Tom Rogn, investor relation manager i Norske Skog. Har man eiendeler i euro, er det fornuftig å budsjettere det i euro. Hvis man ikke gjør det må man ta veldig mye risiko på valutasiden på grunn av at eiendelene endrer sin verdi når gjelden ikke endrer sin verdi, eller motsatt. Han forklarer også at en tredjedel av Norske Skogs eiendeler fortsatt befinner seg i Norge. Derfor har de naturlig nok også en del norske obligasjonslån.

Det har historisk sett vært fordelaktig å være i flere valutaer, sier Rogn. For det første er det et mer likvid marked, og for det andre er det mer penger tilgjengelig i markedet når Norske Skog skal hente større beløp. Det er ikke så godt vindu nå for Norske Skog å hente noe midler, men når man får ned gjeldsbildene og kan øke langfinansiering, så er det effisient å gjøre det i større markeder og i annen valuta enn norske kroner. Nye investorer må jo også hedge ut norske kroner risikoen. Når de kjøper en obligasjon er det ikke sikkert at de er interessert i norske kroner eksponering.

For Norske Skog er det slik at man nå har veldig mye gjeld fra før, og det er mye usikkerheter rundt selskapet. Det er makroøkonomiske forhold som påvirker Norske Skog, og det var ikke

noen bra kvartalsrapport nå i vår. Dette øker usikkerheten, og da går også renten opp. Hadde Norske Skog utstedt en obligasjon nå, ville sikkert kupongrentene blitt på rundt 20 %. Rogn antar til slutt at det generelt sett er dyrere å utstede en obligasjon i utenlandsk valuta enn hva det koster å utstede i det norske markedet.

Rogn forteller at likviditeten i papirene deres generelt sett er god, men at den er mye bedre for de utenlandske obligasjonene enn den er for de norske. Dette mye fordi det utenlandske markedet er mye større enn det norske. Han forteller også at Norske Skog er litt spesielle fordi de har veldig aktive obligasjonsinvestorer, og at han bruker mye av tiden sin på å snakke med obligasjonseiere. Akkurat som forklart ovenfor så gjengir Rogn at Norske Skog er et selskap med ekstremt mye gjeld i forhold til hva som er markedsprisen på selskapet. Han forklarer at den ene euro obligasjonen som har utløpsdato i 2017 er den største og mest likvide obligasjonene de har for øyeblikket. Han sier videre at forvaltere, som satser penger og investerer, ofte har mandater, og at de har begrensninger med blant annet risiko. Typisk kan de ikke investere i ting som er lite. Mange av obligasjonene til Norske Skog er gjerne for små til at de investerer. Dette varierer selvsagt veldig i fra fond til fond, men store investorer investerer sannsynligvis ikke i de små obligasjonene. På den store euro obligasjonen kan nok de aller fleste investere.

Likviditet i Norske Skogindustriers obligasjoner

Norske Skogindustrier har obligasjonslån i både NOK, EUR og USD.

ISIN	Valuta	Oppr. utst. Beløp (i tusen)	Utest. beløp 19.04.2013 (i tusen)	Omsatt siste året (i tusen)	Dager med omsetning siste år	Turnover på oppr. utst. beløp	Turnover på utest. beløp 19.04.2013
Hjemlig valuta							
NO0010242555	NOK	800 000	300 000	7 500	4	0,009	0,025
NO0010524366	NOK	220 000	220 000	125 500	23	0,570	0,570
NO0010521610	NOK	530 000	530 000	302 000	67	0,570	0,570
Gjennomsnitt					31,33	0,38	0,39
Utland valuta							
			Bid	Ask	Relativ bid-ask spread		Børs
XS0307552355	EUR	500 000	64,02	65,25	0,0190		Frankfurt

Tabell 4.7: Nøkkeltall for likviditet i Norske Skogindustrier.

Av tabellen går det klart frem at det er stor variasjon i likviditeten innad i de norske papirene til Norske Skog. De to minste obligasjonene i hjemlig valuta har en mye bedre likviditet med omsetningshastighet på 0,57 i forhold til obligasjonen på 800 millioner som kun har

omsetningshastighet på utestående beløp på 0,025. Omsetningshastigheten er den samme for de to minste obligasjonene på opprinnelig utstedt beløp, mens den kun er 0,009 for den største obligasjonen i NOK. Antall dager med handel i de minste obligasjonene er også mye høyere, og obligasjonen på 530 millioner utestående utmerker seg med 67 dager der det har vært omsetning.

På de utenlandske papirene til Norske Skog har det som på mange andre av de utenlandske papirene vært vanskeligheter med å finne likviditetsmål. Børsen i Frankfurt hadde bid/ask på den største EUR obligasjonen til Norske Skog. Her var den relative bid/ask spreaden på 0,0190, som innebærer relativt dårlig likviditet. For å sammenligne hadde Norske Statsobligasjoner i tabell 4.1 gjennomsnittlig relativ bid/ask spread på 0,002756. Tom Rogn påpekte også at dette antageligvis var den obligasjonen til Norske Skog med best likviditet på grunn av størrelsen.

4.9 Sandvik AB

Sandvik AB er et ingeniørselskap som fremstiller produkter i hardt metall. Virksomheten er basert på materialteknikk og kunnskap i kundeprosesser. Sandvik opererer i over 130 land. Det største markedet er USA, etterfulgt av Australia, Tyskland og Kina [18].

Selskapet befinner seg innenfor industrisektoren og hadde den 27.mars 2013 en børsverdi på 126,8 mrd SEK. Sandvik har en rating fra S&P på BBB+. Det vil si at Sandvik havner innenfor kategorien for investment grade selskaper.

Sandvik funder seg både i hjemlig og utenlandsk valuta. De har totalt 24 obligasjoner, der 12 av disse er i SEK og de resterende 12 er i EUR. Totalt har de utstedt obligasjoner for 12,83 mrd NOK, som er syvende mest på Stockholm børsen. Av det totale beløpet er 43,8 % i valutaen SEK, mens EUR har en andel på 56,2 %.

Størrelsesmessig ligger obligasjonslånene i SEK på mellom 200 millioner og 1 mrd SEK. Ordinær løpetiden på disse ligger mellom 4-15 år. Obligasjonslånene i EUR varierer fra € 70 millioner til € 600 millioner, og har en løpetid som ligger på mellom 5 år til 20 år.

Når det kommer til den kvalitative analysen av selskapet er det Oskar Lindberg, investor relations officer i Sandvik AB, som er blitt intervjuet. På spørsmål om hvorfor Sandvik funder seg i ulik valuta, forteller Lindberg at deres strategi er å diversifisere sine finansieringskilder. Ulike markeder har ulik likviditet, prissetting og løpetid. Sandvik AB låner der det på det

bestemte tidspunktet er størst interesse, best pris og mest passende løpetider. De benytter seg deretter av valuta-swapper for å skape den valutaen som de behøver mest.

På spørsmålet om det historisk sett har gitt noen fordeler å ha obligasjonslån i flere valutaer sier Lindberg at dette er noe som er vanskelig å fastslå, men at deres intensjon er å ikke bli for avhengig av ett marked. De arbeider derfor kontinuerlig og aktivt i flere markeder enn kun det svenske.

Når det kommer til hvordan likviditeten er i de utenlandske papirene sammenlignet med de hjemlige i annenhåndsmarkedet, forteller Lindberg at det er av liten interesse for Sandvik AB og at de derfor ikke har noen kontroll på dette.

Likviditeten i Sandvik`s obligasjoner

Av Sandvik AB sine totalt 24 obligasjonslån er 12 listet på London Stock Exchange. Alle disse er utstedt i valutaen EUR. I disse 12 er det ingen form for hverken omsetningstall eller bid/ask tall tilgjengelig. London Stock Exchange uttrykker også at de ikke har noe klart bilde over likviditeten i disse papirene ettersom Sandvik AB ikke er medlem av London børsen, og derfor ikke trenger å rapportere eventuelle handler i papirene inn til dem.

De resterende 12 obligasjonene er alle utstedt i SEK og er listet på Stockholm børsen. Det er funnet omsetningstall for to av obligasjonene med tilhørende bid-ask verdier.

ISIN	Valuta	Oppr. utst. Beløp (i tusen)	Utest. beløp 19.04.2013 (i tusen)	Omsatt siste året (i tusen)	Dager med omsetning siste år	Oms.hast. på oppr. utst. beløp	Oms.hast. på utest. beløp 19.04.2013
Hjemlig valuta							
SE0004444289	SEK	234 000	-	9 080	33	0,039	-
SE0004444297	SEK	857 000	-	64 560	100	0,075	-
Gjennomsnitt					66,5	0,057	

Tabell 4.8.1: Nøkkeltall for likviditet i Sandvik AB.

Til tross for mange dager med handel i obligasjonene, og spesielt i den største på 857 millioner SEK, som hadde 100 dager med handel, er omsetningshastigheten relativt lav. Den største obligasjonens omsetningshastighet er på 0,075 som bare er en brøkdel av for eksempel Norske Statsobligasjoners og Seadrills omsetningshastighet.

ISIN	Valuta	Utstedt beløp (i tusen)	Bid	Ask	Relativ bid/ask spread
SE0004444289	SEK	234 000	106,04	106,84	0,00752
SE0004444297	SEK	857 000	103,47	104,265	0,00765

Tabell 4.8.2 Nøkkeltall for likviditet i Sandvik.

Bid-ask spreadene til disse obligasjonene er derimot relativt liten. Med en relativ spread på 0,00765 for den største obligasjonen er dette langt lavere enn spreaden på Norske Skogs største eurobond, som var på 0,0176. Spreaden er derimot en god del høyere enn for Norske Statsobligasjoner.

4.10 Scania AB

Scania AB er en av verdens ledende produsenter av lastebiler og busser for tungtransport, samt av industri- og marine motorer. En økende andel av selskapets virksomhet består av produkter og tjenester innenfor finansielle tjenester. Scania utvikler, produserer og selger lastebiler for langtransport, bygg- og anleggstransporter, samt distribusjon og sosiale tjenester. Virksomhetens finansielle tjenester tilbyr løsninger for kundene, som kan velge mellom lånefinansiering, ulike former for leieavtaler og forsikringsløsninger. Scania et globalt selskap med virksomhet i Europa, Latin-Amerika, Asia, Afrika og Australia [18].

Selskapet befinner seg innenfor industrisektoren og hadde den 27.mars 2013 en børsverdi på 106,6 mrd SEK. Selskapet har en S&P rating på A-, noe som vil si at det er et investment grade selskap.

Scania havner i kategorien for selskaper med obligasjoner i både hjemlig og utenlandsk valuta. Totalt hadde selskapet den 21. februar 2013 utstedt obligasjoner for 14,98 mrd NOK, noe som gjør Scania til den sjette største utstederen på Stockholm børsen. Denne summen er fordelt på 14 obligasjoner. 12 av disse er utstedt i valutaen SEK, og utgjør en andel på 72,6 %. De resterende 2 obligasjonene er i valutaen EUR, og utgjør 27,4 % av Scanias totale obligasjonsgjeld.

De største obligasjonslånene er de 2 som er utstedt i EUR, med € 250 millioner og 300 millioner. Lånene har en løpetid på henholdsvis 4 og 5 år. Obligasjonene utstedt i SEK er alle av lavere beløp, og ligger mellom 150 millioner og 2 mrd SEK. Løpetiden på disse 12 obligasjonene varierer fra 1,5 til 4 år.

Når det kommer til den kvalitative analysen av selskapet er det er det Carl Lundin, Senior Dealer Funding i Scania AB som begrunner selskapets valg i forbindelse med obligasjonsutstedelser. Han starter med å forklare at Scania ikke har noen industrigjeld, men at hele opplåningen benyttes for å finansiere deres «Financial Service» gren. Det vil si den delen av selskapet som finansierer sluttkundens kjøp av Scaniaprodukter. Disse midlene er i hovedsak i EUR, etterfulgt av GBP og SEK. Mindre deler består også av valutaer som RUB, CHF, NOK og PLN.

Videre forteller Lundin at det er flere grunner som ligger bak hvilken valuta selskapet utsteder obligasjoner i. Det første punktet han nevner er «all-in» kostnad. Det vil si at om selskapet har behov for EUR-finansiering kan de enten gjøre dette gjennom en ren EUR-emisjon eller en emisjon i en annen valuta + cross currency swap.

Det andre punktet han viser til er matching liabilities. Lundin sier at de optimalt sett vil matche midler i en valuta med forpliktelser i den samme valutaen. Dette fordi at de da slipper å gjøre derivatløsninger (cross currency swapper), som løpende må markedsvurderes/verdivurderes, og dermed skaper resultatutslag og på samme måte skaper kreditteksponering til banksystemet.

Det tredje punktet han viser til er «name recognition». Det vil si å være tilstede både i EUR- og SEK markedet, og dermed opprettholde deres investorbasis med emisjoner/nytt materiale.

Lundin viser også til stikkordet dokumentasjon. Emisjoner under EMTN program med nordiske banker, og spesielt om de er i SEK, er betydelig mindre dokumentkrevende sammenlignet med emisjoner i EUR med internasjonale banker. Sistnevnte krever ofte «legal opinions» og «comfort letters» fra revisorer. Dette gjør først og fremst prosessen dyrere, og er i tillegg med på å forsinke den.

Lundin svarer at det til en viss grad har gitt fordeler å ha fundingprogram i utenlandsk valuta. Alt avhenger av hvilken bank som er tilretteleggeren. Scania har et dusin av banker som motparter og de har et behov for å bytte på hvem som tilrettelegger emisjonene. Internasjonale banker er ikke gode på å tilrettelegge SEK-emisjoner, og på samme måte er de ofte bedre enn svenske/nordiske banker på EUR.

Når det kommer til hvilken likviditet Scantias obligasjoner har i annenhåndsmarkedet, er det vanskelig for Lundin å si noe konkret om dette. Når det gjelder EUR-transaksjoner, er det noen volumer som er kritiske. Emisjonsvolum på € 500 millioner eller større kalles for benchmark-size, noe som betyr at obligasjonen tas med i en rekke indekser, som igjen betyr at det er visse investorer som er «tvunget» til å kjøpe obligasjonen på grunn av deres policy eller at de har fond som følger indeksen. Dette innebærer generelt sett at det blir en bedre likviditet i annenhåndsmarkedet. Et annen viktig terskelverdi er € 300 millioner. Mange investorer kjøper seg ikke inn i emisjoner mindre enn dette fordi de er redde for at det vil innebære dårlig likviditet i annenhåndsmarkedet.

Likviditeten i Scania`s obligasjoner

Av Scantias totale 14 obligasjoner, er 12 av disse listet på Luxembourg Stock Exchange og utstedt i valutaen SEK. Ingen av disse papirene hadde opplysninger i forhold til likviditetsmål på børsens hjemmeside. Etter å ha vært i kontakt med Luxembourg Stock Exchange var tilbakemeldingen at de ikke hadde noen rapporterte handler på de aktuelle obligasjonene.

De 2 resterende obligasjonene er listet på Frankfurt Stock Exchange og er utstedt i EUR. Her lå det ingen omsetningstall ute på børsens hjemmeside, men det var til gjengjeld bid/ask tall tilgjengelig. Frankfurt børsen uttrykket også at de ikke hadde noen flere opplysninger rundt papirenes likviditet enn det som lå ute på deres hjemmeside, noe som var svært begrenset.

ISIN	Valuta	Utstedt beløp (i tusen)	Bid	Ask	Relativ Bid-ask spread
XS0760245539	EUR	300 000	102,535	102,635	0,000975
XS0828736198	EUR	250 000	101,92	102,36	0,004308
Gjennomsnitt					0,002641

Tabell 4.9: Nøkkeltall for likviditet i Scania AB.

Tabellen viser at den relative bid/ask spreaden på den største obligasjonen på € 300 millioner er meget bra. Den er faktisk lavere enn spreaden til Norske Statsobligasjoner. I gjennomsnitt er de to obligasjonene til Scania som det er funnet bid/ask spread på, litt lavere enn gjennomsnittet for Norske Statsobligasjoner. Med andre ord virker disse obligasjonene å være meget likvide.

4.11 Atlas Copco AB

Atlas Copco AB er en global distributør av industrielle produkter og enheter, hovedsakelig for gruvedrift. Det meste av salget er i Europa. Selskapets drift er inndelt i tre forretningsområder: Kompressor teknikk, bygg og gruveteknikk, og industriteknikk [18].

Selskapet tilhører industrisektoren og hadde den 27.mars 2013 en børsverdi på 217,8 mrd SEK. Fra S&P har Atlas Copco en rating på A, som vil si at det er et investment grade selskap.

Atlas Copco havner innenfor kategorien for selskaper som kun har obligasjonslån i utenlandsk valuta. Selskapet hadde den 21.februar 6 obligasjoner med en total verdi på 19,28 mrd NOK. Dette gjør Atlas Copco til den fjerde største utstederen på Stockholm børsen. 4 av de 6 obligasjonene er utstedt i valutaen USD, mens 2 er utstedt i EUR. De 4 obligasjonene i USD utgjør en andel på 57,4 %, mens EUR står for 42,6 % av den totale summen utstedt.

Størrelsesmessig er 2 av de 4 lånene i USD på \$ 150 millioner, mens 2 er på \$ 800 millioner. Løpetiden på 3 av obligasjonene er på 10 år, og 1 er på 20 år. De to obligasjonslånene i EUR har en utstedt verdi på € 600 og 500 millioner, og begge har en løpetid på 7 år.

Når det kommer til hvorfor selskapet kun har obligasjoner i utenlandsk valuta forklarer Gunilla Hernvall, Head of Market Operations and Funding i Atlas Copco, at det er flere grunner til dette. En viktig årsak hun peker på er at det har vært billigere. Hun viser også til matching liabilities som en delvis forklaring, da Atlas Copco har mye av virksomheten i EUR-land. På spørsmålet om en av årsakene til funding i utenlandsk valuta skyldes investor interesse, sier Hernvall at markedet selvfølgelig er større i utlandet. Dette gjør det billigere enn å utstede i SEK, men hun legger også til at interessen sikkert hadde vært stor dersom Atlas Copco hadde fundet seg i hjemlig valuta.

Spørsmålene som omhandler hvordan likviditeten i Atlas Copcos obligasjoner er i annenhåndsmarkedet, og om det historisk sett har gitt noen fordeler å ha fundingprogram i utenlandsk valuta har Hernvall ikke noen informasjon om. Hun har derfor kontaktet en av Atlas Copcos «lead-banker» som sier at de dessverre ikke kan gi noen sifferstatistikk ettersom dette ikke finnes, i motsetning til hvordan det ser ut på aksjemarkedet når alt handles over børsen.

Videre forteller Atlas Copcos «lead-banker» om redusert likviditeten i annenhåndsmarkedet rent generelt de siste årene. Med de to LTRO¹¹ fasilitetene som ECB introduserte i begynnelsen av 2012, kom det mengder med penger inn i systemet som investorene har vært tvunget til å plassere. For nye obligasjoner har investorene hatt mye penger å investere, og i Atlas Copcos tilfelle fikk de inn mye høykvalitets «asset managers» og andre investorer som er mer av «buy and hold» typen. Investorene var glade for å kunne investere i et nordisk industriselskap som var høyt ratet, derav en ordrebok som var 5-6 ganger overtegnet. Investorene fikk på grunn av dette mindre allokering enn hva de egentlig ønsket, og har i etterkant ikke ønsket å selge verdipapirene. Derfor har likviditeten i annenhåndsmarkedet vært veldig lav i både 2012 og 2013 års obligasjonene.

Atlas Copcos «lead-banker» forteller videre at det ikke finnes tall på volum når det kommer til omsetning, slik som det gjør på aksjemarkedet. Relativt sett så kan man nok si at omsetningen i Atlas Copcos obligasjoner er mindre enn for flertallet av andre nordiske selskaper, og spesielt sammenlignet med andre europeiske selskaper med litt mer volatile hjemmemarkeder, som for eksempel Spania og Italia. Obligasjonen som forfaller i 2014 har det vært litt mer omsetning i. Dette på grunn av at det er kortere tid igjen til forfall og «asset managers» selger ut sine andeler og pengemarkedsfond kommer inn og kjøper. Men ettersom Atlas Copco kjøpte tilbake en stor del av obligasjonslånet i september har omsetningen nå minket, dette på grunn av at det er færre som eier obligasjonen.

Likviditeten i Atlas Copco`s obligasjoner

Av Atlas Copcos 6 obligasjoner, er det kun to av disse som har opplysninger om hvilken børs de er listet på. Begge disse er utstedt i EUR, der den ene er listet på London Stock Exchange og den andre på Frankfurt Stock Exchange. De 4 obligasjonene som ikke har noen børs oppført er alle utstedt i USD.

Obligasjonen listet på London Stock Exchange var det svært begrensede opplysninger rundt. Børsen uttrykket på samme måte som for Sandviks obligasjoner at de ikke har noe klart bilde over likviditeten i dette renteinstrumentet ettersom Atlas Copco ikke er medlem av London børsen, og derfor ikke trenger å rapportere eventuelle handler i papirene inn til dem.

¹¹ Long-term Refinancing Operation. LTRO er forkortelse for en låneordning i Den europeiske sentralbanken. Tiltaket har fjernet en likviditetskrise; fått ned statsrentene; og lagt til rette for økt inntjening i bankene [20].

Frankfurt Stock Exchange hadde ikke opplysninger rundt omsetningstall for obligasjonen på børsens hjemmeside, men det var til gjengjeld bid/ask tall tilgjengelig. Børsen uttrykket på samme måte som for Scantias obligasjoner at de ikke hadde noen flere opplysninger rundt papirenes likviditet enn det som lå ute på deres hjemmeside, noe som var svært begrenset.

ISIN	Valuta	Utstedt beløp (i tusen)	Bid	Ask	Relativ bid/ask spread
XS0757310270	EUR	500 000	105,61	106	0,0037

Tabell 4.10: Nøkkeltall for likviditet i Atlas Copco.

En relativ bid/ask spread på 0,0037 er ganske respektabelt. Spreaden er høyere enn for Norske statsobligasjoner, men likevel relativt lav sammenlignet med Norske Skog og Sandvik.

4.12 Electrolux

Electrolux AB er et selskap engasjert i produksjon og markedsføring av husholdningsapparater og utstyr for profesjonell bruk. Produkter for forbrukerne er blant annet store hvitevarer som kjøleskap, frysere, komfyrer, tørketromler, vaskemaskiner, oppvaskmaskiner, mikrobølgeovner, gulv-pleie produkter og små husholdningsapparater. De profesjonelle produktene består blant annet av datastyrt mat-tjeneste utstyr til hoteller, restauranter og institusjoner, samt vaskeri utstyr for hoteller og andre profesjonelle brukere. Selskapet markedsfører sine produkter under merkenavn som Electrolux, AEG, Eureka og Frigidaire, og er aktive i over 150 markeder [18].

Electrolux AB tilhører sektoren forbruksvarer, og hadde den 27.februar en børsverdi på 51,3 mrd SEK. Selskapet har en S&P rating på BBB+, som tilsier at Electrolux er et investment grade selskap.

Totalt hadde selskapet den 21.februar utstedt obligasjoner for 4,69 mrd NOK, disse fordelt på 11 obligasjoner. Dette gjør selskapet til den trettende største utstederen på Stockholm børsen. Electrolux funder seg både i hjemlig og utenlandsk valuta. 8 av lånene er i SEK, 2 er i USD, og 1 er EUR. Obligasjonene i SEK utgjør en andel på 82,4 % av totalt utstedt beløp, mens resterende andel på 17,6 % er i USD. Lånet i EUR er det ikke oppgitt utstedt beløp på.

De 8 obligasjonene i SEK ligger størrelsesmessig på mellom 350 millioner og 1 mrd SEK. Varigheten på de 8 lånene varierer fra 2 til 6 år. De to obligasjonsutstedelsene i USD er på \$

100 millioner og \$ 42 millioner. Disse med en løpetid på henholdsvis 8 og 6 år. Obligasjonen i EUR er det som nevnt ikke oppgitt utstedt beløp på, men har en løpetiden på 5 år.

Merton Kaplan-Goldfein, Business Analyst i Electrolux AB, forklarer og gir begrunnelser for valgene til selskapet i forbindelse med obligasjonsutstedelser. Han forteller først at for offentlige obligasjoner emitterer selskapet på det svenske obligasjonsmarkedet og i SEK. Som alternativ emitterer de på det Europeiske obligasjonsmarkedet, og valutaen blir da i EUR. Grunnen til dette vil være at en får tilgang til et større volum og/eller prisen blir gunstigere.

Kaplan-Goldfein forklarer at om de ser til videre finansiering internt i konsernets datterselskap, så swapper de normalt lånene til den valutaen som det finnes lånebehov i. De kan altså, som et eksempel, finansiere et amerikansk datterselskap med et eksternt lån til Electrolux AB i SEK, som siden swappes til et USD lån og som deretter går videre til USA.

Likviditeten i Electrolux`s obligasjoner

Av Electrolux 11 obligasjonslån, har 7 av dem opplysninger om hvilken børs de er listet på. Disse 7 var alle utstedt i SEK og den aktuelle børsen var her Luxembourg Stock Exchange. Det var det ingen opplysninger rundt papirenes likviditet ute på deres hjemmeside. Etter å ha vært i kontakt med Luxembourg Stock Exchange var tilbakemeldingen den samme som for Scantias papirer. De hadde ikke noen rapporterte handler på de aktuelle obligasjonene.

4.13 Swedish Match AB

Swedish Match AB er et tobakk selskap. Selskapet utvikler, produserer og selger markedsledende merker i produktområdene snus, andre tobakksprodukter, og fyrstikker og lightere. Selskapet har produksjon i Brasil, Den dominikanske republikk, Nederland, Filippinene, Sverige og USA. Swedish Match har også et selvstendig distribusjonsselskap i Sverige. I tillegg eier konsernet 49 prosent av Scandinavian Tobacco Group og 50 prosent av SMPM International [18].

Swedish Match befinner seg innenfor sektoren for konsumentvarer og hadde den 27.mars 2013 en børsverdi på 41,9 mrd SEK. Selskapet har en S&P rating på BBB, noe som vil si at det er et investment grade selskap.

Selskapet har obligasjonslån både i hjemlig og utenlandsk valuta. Totalt hadde selskapet den 21. februar 2013 utstedt obligasjoner for 9,89 mrd NOK, noe som gjør Swedish Match til den ellefte største utstederen på Stockholm børsen. Denne summen er fordelt på 18 obligasjoner.

11 av disse er utstedt i valutaen SEK, og utgjør en andel på 37,6 %. De resterende 7 obligasjonene er i valutaen EUR, og utgjør 62,4 % av selskapets totale obligasjonsgjeld.

De 11 lånene varierer i størrelse fra 133 millioner til 1 mrd SEK. Løpetiden på disse er på mellom 4 og 7 år. Obligasjonene utstedt i EUR ligger størrelsesmessig mellom € 25 og 350 millioner. Løpetiden på disse 7 obligasjonene fordeler seg med 5 på 7 år, en på 6 år og en på 10 år.

Carl Nilsson, Group Treasurer i Swedish Match AB, viser til at de finansierer selskapet ved å utstede obligasjoner under deres «Global MTN-Program»¹² i både SEK og EUR. Alle obligasjonene utstedt i EUR er swapped til SEK ved å inngå cross currency swaps. Nilsson forteller at nesten alle obligasjonslånene til selskapet er mindre private plasseringer (opp til 100 millioner EUR), men at de alltid ønsker å ha en «offentlig» obligasjon utestående. Dette fordi de ønsker å ha en benchmark i markedet, som er handlet og derfor fungerer som en veileder for eventuelle nye problemer som skulle dukke opp når det gjelder prissetting. Selskapet har i dag en offentlig obligasjon utestående. Denne er på EUR 350 millioner og forfaller i 2017.

Nilsson forteller videre at det først og fremst er investorene sine preferanser for valuta som avgjør om en ny utstedelse vil være i SEK eller EUR. Det vil si at selskapets obligasjoner utstedt i SEK er ment for svenske/nordiske investorer, mens de som er utstedt i EUR er ment for den europeiske investor basen.

Den viktigste årsaken til at Swedish Match utsteder obligasjoner i EUR er intensjonen om å utvide deres investor base, og også det faktum at det er mulig å utstede obligasjoner med lengre løpetid i det europeiske markedet. Det vil da si fra 10 år og oppover. Det svenske markedet er mest aktiv i kortere perioder, da opptil 5 år. Nilsson presiserer at hovedgrunnen til deres funding i utenlandsk valuta er diversifisering.

Nilsson forteller også at det historisk sett har gitt selskapet fordeler å ha fundingprogram i utenlandsk valuta ettersom det har tiltrukket seg ulike og flere typer investorer.

¹² Global Medium Term Note

Når det kommer til likviditeten i de utenlandske papirene i annenhåndsmarkedet forteller Nilsson at Swedish Match har svært begrenset informasjon over likviditeten i deres obligasjoner.

Likviditeten i Swedish Match`s obligasjoner

Av Swedish Match`s 18 obligasjoner var 17 av disse listet på London Stock Exchange. 11 obligasjoner var her utstedt i SEK, mens resterende 6 var i EUR. Fra børsens hjemmeside var det ingen opplysninger rundt papirenes likviditet. Etter henvendelse til London Stock Exchange var tilbakemeldingen den samme som for Sandviks og Atlas Copcos obligasjoner.

En av selskapets obligasjoner var listet på Frankfurt Stock Exchange og var utstedt i EUR. Det var her ingen omsetningstall tilgjengelige på børsens hjemmeside, men derimot var det bid/ask tall tilgjengelig. Børsen uttrykket på samme måte som for Scantias og Atlas Copcos obligasjoner at de ikke hadde noen flere opplysninger rundt papirets likviditet enn det som lå ute på deres hjemmeside.

ISIN	Valuta	Utstedt beløp (i tusen)	Bid	Ask	Relativ Bid-ask spread
XS0562188580	EUR	350 000	110,155	110,74	0,0053

Tabell 4.11: Nøkkeltall for likviditet i Swedish Match AB.

Bid/ask spreaden på obligasjonen til Swedish Match er ikke like likvid som Norske Statsobligasjoner. Med en spread på 0,0053, er dette nesten den dobbelte spreaden av hva Norske Statsobligasjoner har. Det er likevel mye mindre spread enn hva for eksempel Norske Skog har i sin største EUR obligasjon.

4.14 Skanska AB

Skanska AB er et bygnings og prosjektutviklings selskap. Selskapet opererer på det Europeisk, Nord-amerikanske og Latin-amerikanske markedet. Deres største marked er USA som står for rundt 30 % av selskapets omsetning [18].

Selskapet tilhører industrisektoren og hadde den 27.mars 2013 en børsverdi på 47 mrd SEK. Selskapet har ingen offisiell rating, men har en skyggerating fra SwedBank på BBB. Dette tilsier at Skanska AB er et investment grade selskap.

Skanska havner innenfor kategorien for selskaper som kun har obligasjonslån i hjemlig valuta. Det vil si at alle obligasjonene er utstedt i SEK. Selskapet hadde den 21.februar 7

obligasjonsutstedelser med en total verdi på 2,79 mrd NOK. Dette gjør Skanska til den femtende største utstederen på Stockholm børsen.

Størrelsesmessig har 3 av obligasjonslånene en utstedt verdi på 500 millioner SEK, 2 av obligasjonene en verdi på 750 millioner SEK og 1 obligasjon en verdi på 250 millioner SEK. Løpetiden på lånene varierer fra 1,5 år til 4 år.

Når det kommer til den kvalitative analysen av selskapet er det Pär Lageryd, Head of treasury i Skanska AB, som er blitt intervjuet. Han forteller at årsaken til at selskapet bare funder i hjemlig valuta er at de relativt sett låner billigst i SEK. I og med at selskapet ikke har en offisiell rating er de mest kjent blant svenske investorer. Lagerlyd sier at selskapets fundingbehov først og fremst er i SEK.

På spørsmålet om hvorfor Skanska AB ikke utsteder obligasjoner i utenlandsk valuta forklarer Lageryd at behovet for finansiering i andre valutaer kan oppfylles via prosjektfinansiering, dels gjennom at de swapper fra SEK til respektive valutaer. Videre forteller Lageryd at de fleste av Skanskas byggvirksomheter, som i USA, dessuten genererer negativ arbeidskapital.

Når det gjelder likviditeten i annenhåndsmarkedet forteller Lageryd at man kan omsette Skanskas obligasjoner, men at det vanligvis er slik at investorene sitter på obligasjonen til forfall. Han sier videre at de ikke sitter med noen statistikk på hvordan omsetningen har vært.

Likviditeten i Skanskas obligasjoner

Skanska sine 6 obligasjonslån er alle listet på Nasdaq OMX Stockholm. Ingen av disse lånene har noen likviditetsmål å oppspore på børsens hjemmeside, hverken i form av omsetningstall eller bid/ask tall.

5 Oppsummering og konklusjon

Det vil nå bli gitt en oppsummerende konklusjon for punktene nevnt under problemformuleringen. Her blir det blant annet sett på likheter og forskjeller mellom de ulike kategoriene, som for eksempel mellom high yield og investment grade selskaper.

5.1 Hvilken sektor/rating har selskapene og hvilken valuta funder de seg i

Tabell 4.1 viser at mange av GICS sektorene er representert i oppgavens utvalg av selskaper. Det ble sett på norske og svenske selskaper, der alle de svenske selskapene var av typen investment grade og alle de norske var high yield selskaper.

	EUR	USD	Hjemmevaluta
High yield	5	11	19
Investmentgrade	24	6	49
Sum	29	17	68

Tabell 5.1: Antall obligasjoner utstedt i ulik valuta.

EUR er den mest populære valutaen blant investment grade selskapene, mens USD er mest brukt blant high yield selskapene. Noe av grunnen kan være at to av selskapene som har obligasjoner i utenlandsk valuta er oljeselskaper i energisektoren, som i hovedsak er en USD basert bransje. Ellers er det tydelig at de svenske industriselskapene bruker euromarkedet mye flittigere enn det amerikanske markedet.

5.2 Hvor mye og hvor lange lån er det snakk om

Det som viser seg i forhold til størrelsen på obligasjonene, er at de som er utstedt i utenlandsk valuta i hovedsak er mye større enn obligasjonene i hjemlig valuta. De største lånene utstedt i hjemlig valuta er på 2 mrd NOK og 2 mrd SEK, mens obligasjonene utstedt i utenlandsk kan være på opptil 1 mrd USD. Store euro obligasjoner på flere hundre millioner er heller ikke uvanlig i mange av selskapene.

Lånenes lengde varierer mye, men den vanligste lengden er på 5 år etterfulgt av 7 år, og deretter 10 år. Det er ikke noen særlige forskjeller på hvordan lengden på obligasjonene er med tanke på rating, og heller ikke i forhold til sektor. Det er likevel tydelig at obligasjonene som er utstedt i utenlandsk valuta generelt sett har lengre løpetid enn obligasjonene i hjemlig valuta.

5.3 Hvorfor funder selskapene i ulik valuta

Fra oppgavens teoridel beskrives 3 hovedårsaker som finnes i litteraturen rundt selskapers valg i forbindelse med hvilken valuta obligasjonen skal utstedes i. Den første årsaken som beskrives er at utstederne har inntekter i utenlandsk valuta og ønsker å matche disse inntektene med kostnader i samme valuta, det vil si matching liabilities. Den andre årsaken kan være at selskapet er rasjonert i sitt innenlandske valutamarked, og ønsker å benytte seg av et bredere og mer likvid marked i de store internasjonale valutaene. Oppsummert under den andre årsaken fremkommer grunnene diversifisering, tilstedeværelse, investor interesse og at hjemlig marked er for lite. Den tredje årsaken går ut på at det kan være billigere.

De 4 bankene som er blitt intervjuet bygger også opp under disse årsakene. Den mest populære begrunnelsen for å utstede obligasjoner i utenlandsk valuta synes å være diversifisering. Da med tanke på diversifisering av risiko for problemer i enkelte markeder, og for ikke å bruke opp kapasiteten i et marked. 3 av de 4 bankene nevnte dette som en viktig årsak. 2 av bankene viste til matching liabilities som en annen viktig årsak. Det trekkes her frem at dette har blitt viktigere for selskapene de siste årene med tanke på nye kapitaldekningsregler samt økt press for sikkerhetsstillelse av derivat eksponering. På lik linje med matching liabilities trekker 2 av bankene frem at det er billigere, større investor interesse, og at selskapene er rasjonert i hjemlig marked som andre årsaker. 2 av bankene viser også til begrunnelser på hvorfor selskaper ikke funder seg i utenlandsk valuta. Årsaken er her at det internasjonale markedet er for stort og krever for store beløper. En av bankene viser også til at det for små bedrifter er billigere å hente kapital i det hjemlige markedet.

Av de 6 high yield selskapene som er blitt analysert har 4 av disse obligasjoner utstedt utenlandsk valuta. Matching liabilities og at de er rasjonert i hjemlig valuta er begrunnelser hos to av selskapene i forbindelse med å bruke utenlands markedet. Diversifisering, billigere kapital og større investorinteresse nevnes også hver sin gang som årsaker. For de 2 high yield selskapene som kun funder seg i hjemlig valuta, er begrunnelsen hos dem lik. Deres behov for kapital dekkes i det hjemlige markedet, og det er for dem billigere. Hadde de hatt bruk for større lån ville de nok vært rasjonert i hjemlig marked, og dermed henvendt seg utenlandsk.

I analysen gjort av de 6 investment grade selskapene, har 5 av disse obligasjoner i utenlandsk valuta. Begrunnelsene om investor interesse og at de er rasjonert i hjemlig marked nevnes av 3 selskaper og er derfor de mest populære årsakene. Matching liabilities, diversifisering og at det er billigere er alle begrunnelser som nevnes av 2 selskaper. Begrunnelsene rasjonert i

hjemlig marked, investor interesse og billigere henger tett sammen. Dette med at et større internasjonalt marked gir større investor interesse, som derfor gjør det billigere for utstederne. Selskapet som kun har obligasjoner utstedt i hjemlig valuta begrunner dette med at det hjemlige markedet for dem er stort nok og at det er billigere.

Alt i alt er det ingen store forskjeller mellom begrunnelsene til high yield selskapene og investment grade selskapene. Hos high yield selskapene er matching liabilities og diversifisering marginalt de mest populære begrunnelsene, mens for investment grade selskapene er investor interesse og rasjonert i hjemlig marked mest populært. Også dette marginalt. Samlet sett er det de samme begrunnelsene som vises til, og det kan derfor konkluderes med at det er 5 årsakene som går igjen. Det vil si matching liabilities, diversifisering, billigere, investor interesse og rasjonert i hjemlig marked. De tre selskapene som kun funder seg i hjemlig valuta begrunner valgene sine likt, nemlig at de får hentet nok kapital i sitt hjemlige marked og at det er billigere for dem. Det er verdt å nevne at dette er selskaper som har lavest totalt utstedt beløp innenfor sin respektive kategori. Det vil si at det er de to med lavest obligasjonsgjeld blant high yield selskapene, og det med lavest obligasjonsgjeld blant investment grade selskapene som kun funder seg i hjemlig valuta.

5.4 Historiske fordeler

Av de 12 selskapene som er blitt analysert, har 7 av disse obligasjoner utstedt i både hjemlig og utenlandsk valuta. Det er her en enighet blant selskapene om at det historisk sett har gitt fordeler å ha obligasjoner utstedt i ulike valutaer. Hovedargumentene er at det har gitt en diversifisering av investormassen, tilgang på flere finansieringskilder, mer penger tilgjengelig, og at det tiltrekker seg ulike og flere typer investorer. 2 av de 12 selskapene funder seg kun i utenlandsk valuta. Også her sies det at dette historisk sett har gitt fordeler med tanke på blant annet lavere rente og større tilgjengelighet.

3 av de 12 selskapene som kun funder seg i hjemlig valuta argumenterer med at hvis en ikke er stor nok og får tak i det en trenger av penger i sitt hjemlige marked, har det historisk sett vært en fordel å være i hjemmemarkedet. Disse fordelene er da med tanke på dokumentasjon, prosess, tid, gjenkjennelse og pris.

Alt i alt kan det konkluderes med at det historisk sett har gitt fordeler å utstede obligasjoner i ulike valutaer, men at det også har gitt fordeler for mindre aktører som ikke er rasjonert i hjemlig marked og kun utstede i egen valuta.

5.5 Hvilken likviditet har de ulike papirene

I teorien ble det nevnt at mye av handelen i obligasjonsmarkedet skjer «over-the-counter», og at dette dermed bidrar til å gjøre det vanskelig å finne reelle tall med tanke på likviditet. Flere av artiklene som er referert til i teoridelen bekrefter også å ha funnet at markedet for selskapsobligasjoner har dårlig/manglende likviditet. I oversikten over hvert enkelt selskap ble det tydeliggjort at det har vært mangel på informasjon, da flere av obligasjonene mangler tall for måling av likviditet.

På Oslo Børs sine hjemmesider var det mulig å finne omsetningstall for obligasjonene som var listet på børsen. En bid/ask spread var derimot ikke tilgjengelig. Blant obligasjonene utstedt i utenlandsk valuta var det mulig å finne bid/ask spredder på noen av obligasjonene, men her var det umulig å finne omsetningstall. Disse obligasjonene var stort sett listet på andre børser enn Oslo Børs. Stort sett var obligasjonene utstedt i utenlandsk valuta listet på enten London, Frankfurt eller Luxembourg børsen. Etter å ha vært i kontakt med London Stock Exchange ble det fortalt at selskaper kun har rapporteringsplikt dersom de er medlemmer på den aktuelle børsen. Dette vil si at et norsk selskap har rapporteringsplikt til Oslo Børs, et engelsk selskap har rapporteringsplikt til London Stock Exchange osv. Når da et norsk selskap har en obligasjon listet på London børsen, er de ikke pliktige til å rapportere handel i denne obligasjonen. Dette er grunnen til at omsetningstall nesten blir umulige å finne for utenlandske obligasjoner utstedt av norske og svenske selskaper. De utenlandske obligasjonene til selskapene, er med få unntak listet på andre børser enn den hjemlige børsen.

I tillegg til de ovenfor nevnte børsene er også VPS, Norsk Tillitsmann, de aktuelle selskapene, ulike banker og flere personer på Oslo Børs kontaktet i forbindelse med hvordan det går an å finne omsetningstall. Dessverre var det ingen som kunne gi gode svar på dette problemet.

Om bid/ask spreadene som er funnet på børsenes hjemmesider er gode likviditetsmål, er også usikkert. Tomas Nordbø Middelthon, portfolio manager i Skagen fondene, er prinsipielt enig i at bid/ask er en god likviditetsindikator så sant disse tallene er reelle. Likevel er det ofte slik at meglerhus legger ut bid/ask uten at de er villige til å handle på oppgitte nivåer, eller at de har noe til salgs. Dette er ren markedsføring, for å signalisere at de har linjer på utsteder og er villige til å handle. Middelthon forklarer at hvis de prøver å handle på oppgitte prisnivåer, får de ofte tilbakemelding om at det er en indikativ pris. Deretter får Skagen en ny pris som meglerhuset faktisk er villige til å handle på.

Med dette sier det seg selv at det blir vanskelig å trekke konkrete konklusjoner rundt likviditeten til selskapsobligasjonene. Som tidligere vist er det dog funnet noen tall som det vil bli fokusert på videre.

5.5.1 Likviditet i hjemlige obligasjoner

I forhold til de handelsbaserte likviditetsmålene er det god informasjon om disse i de norskregistrerte obligasjonene. Blant de svenske selskapene er det bare to obligasjoner i Sandvik som har informasjon angående omsetningstall og dager med handel. Sammenligner vi omsetningshastigheten på utestående beløp i henholdsvis norske og svenske obligasjoner ser en at de svenske obligasjonene har en veldig lav omsetningshastighet i forhold til de norske obligasjonene når en tar et gjennomsnitt av obligasjonene til hvert selskap. Selvsagt finnes det enkelttilfeller der også noen av de norske obligasjonene har veldig lav omsetningshastighet.

Selskap	Omsetning på utestående beløp (gjennomsnitt)	Dager med handel (gjennomsnitt)
REC	0,28	41,33
Aker Solutions	0,556	37,16
Wilhelm Wilhelmsen	0,133	10,8
PGS	-	-
Seadrill	2,741	116
Norske Skogindustrier	0,39	31,33
Sandvik AB	0,057	66,5

Tabell 5.2: Samletabell likviditet

Antall dager med handel ser derimot ut til å være bra i de svenske obligasjonene slik tabellen viser. Her er det kun Seadrill som har flere dager i året der papirene blir handlet. Tabellen viser også at det er store forskjeller innad i norske papirer og Seadrill ser umiddelbart ut til å ha obligasjonene med best likviditet. Omsetningshastigheten på 2,741 på utestående beløp må sies å være meget god. Eindride Stien i SwedBank påpekte også dette uavhengig av resultatene er funnet. Ser man derimot på Seadrill`s USD obligasjon som er registrert på Oslo Børs så er denne stikk motsatt. Her er omsetningshastigheten på utestående beløp blant de laveste av alle obligasjonene som det er funnet tall på. Dager med handel er derimot respektabel.

Med bakgrunn i tallene fra tabellen ovenfor, ser det umiddelbart ut som om obligasjoner i NOK er hakket mer likvide enn obligasjoner i SEK. Dette spesielt med tanke på omsetningshastighet, som antageligvis er den beste likviditetsindikatoren. En må likevel ta i

betraktning at utvalget er svært lite, og at resultatene kunne vært annerledes dersom mer informasjon hadde vært tilgjengelig.

5.5.2 Likviditet i utenlandske obligasjoner

Det er kun obligasjoner listet på børsen i Frankfurt som har hatt bid/ask tall på obligasjonene til selskapene i denne oppgaven.

Selskap	Relativ bid/ask spread (gjennomsnittlig)
Norske Skogindustrier	0,0190
Scania	0,0025
Swedish Match	0,0053
Atlas Copco	0,0037

Tabell 5.3: Relative bid/ask spreader i utenlandsk valuta.

Den relative bid/ask spreaden i tabellen over er regnet som et gjennomsnitt av obligasjonene som selskapene har. Scania har to obligasjoner, mens Swedish Match, Atlas Copco og Norske Skogindustrier kun har en hver. Som tabellen viser er det obligasjonene i Scania som har lavest relativ bid/ask spread, og dermed ser ut til å ha best likviditet. Begge Scantias obligasjoner er utstedt i EUR. Norske Skogindustrier kommer dårligst ut av selskapene med tanke på høy spread i deres største euro obligasjon. Denne er mange ganger større enn spreaden i Norske Statsobligasjoner. I motsatt tilfelle har Scania faktisk lavere spread enn det Norske Statsobligasjoner har (se tabell 4.2). Ut fra dette virker det som om utenlandske obligasjoner (EUR) utstedt av svenske selskaper har bedre likviditet enn utenlandske obligasjoner (EUR) utstedt av norske selskaper.

Selskap	Relativ bid/ask spread (gjennomsnittlig)
Sandvik AB	0,0076

Tabell 5.4: Relative bid/ask spreader i hjemlig valuta.

I forhold til å sammenligne bid/ask i utenlandske obligasjoner med obligasjoner utstedt i hjemlig valuta er det veldig lite informasjon tilgjengelig. Bid/ask i to av Sandviks obligasjoner i tabellen over er det eneste sammenligningsgrunnlaget. Dette viser at bid/ask i hjemlig valuta for Sandvik er høyere (0,0076) enn bid/ask i de utenlandske obligasjonene til Scania (0,0025), Atlas Copco (0,0037) og Swedish Match (0,0053). Både Sandvik, Atlas Copco og Scania er i industrisektoren og kan derfor være naturlige å sammenligne. Obligationene utstedt i utenlandsk valuta har dermed en bedre likviditet med tanke på relativ bid/ask i forhold til obligasjoner utstedt i hjemlig valuta. Også her er utvalget svært lite, og det er minimalt med informasjon. Dermed går det ikke an å trekke noen konkrete konklusjoner.

Det eneste som kan sies med sikkerhet er at obligasjonsmarkedet har manglende åpenhet angående handler og transaksjoner. Det aller meste av handel skjer fortsatt over disk (OTC) og er derfor vanskelig å spore opp. Likviditeten i obligasjonsmarkedet virker også til å være relativt dårlig sammenlignet med likvide papirer som statsobligasjoner, med få unntak. Det er antageligvis noe i det Ronny Berg (Handelsbanken) forklarer om at størrelsen på obligasjonene kan ha noe å si for likviditeten. I mange av de små obligasjonene er det få eiere som sitter på obligasjonene til forfall. Dette blir naturligvis annerledes desto større obligasjonene er på utstedelsestidspunktet. Flere eiere fører til at flere selger før forfall. Dermed blir det flere handler og bedre likviditet. Det vanskelige er å skaffe informasjon om transaksjonene.

6 Kildeliste

Bøker

Arnold, Glen (2005): *Corporate financial management* 3rd edition, Pearson Education Limited

Bodie, Zvi., Kane, Alex., Marcus, Alan J. (2011). *Investments and Portfolio Management* 9th edition New York, USA: McGraw-Hill/Irwin

Bodie, Zvi., Merton, Robert C., Cleeton, David L., (2009), *Financial economics* 2nd edition, Pearson Education Inc.

Boye, Knut., Koekebakker, Steen., (2006) *Finansielle emner 14. utgave*, Oslo: Cappelen Akademisk

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., Allen, Franklin., (2006): *Corporate Finance* 8th edition, McGraw-Hill International

Bredesen, Ivar (2011) *Investering og finansiering 4. utgave*, Gyldendal Norsk Forlag

Brigham, Eugene F., Houston, Joel F., (2012) *Fundamentals of financial management* 13th edition, South Western

Bøe, Einar., Wold, Elbjørg G., (1987) *Økonomisk MAXI LEX*

Bøhren, Øyvind., Michalsen, Dag., (2012) *Finansiell økonomi, teori og praksis 4. utgave*, Bergen Fagbokforlag

Damodaran, Aswath, (1997) *Corporate Finance- Theory and Practice*, Canada, John Wiley & Sons Inc

Damodaran, Aswath (2011) *Applied Corporate Finance* 3rd edition, John Wiley & Sons Inc

Hens, Thorsten., Schenk-Hoppè, Klaus R., (2009) *Handbook of financial markets: Dynamics and evolution*, Elsevier Inc. (side 111)

Ross, Stephen, A., Westerfield, Randolph, W., Jaffe, Jeffrey, F., (2010) *Corporate Finance* 9th edition, New York, McGraw-Hill/Irwin

Ross, Stephen, A., Westerfield, Randolph, W., Jaffe, Jeffrey, F., Jordan, Bradford, D. (2011) *Core Principles and Applications of Corporate Finance* 3rd edition, New York, McGraw-Hill/Irwin

Artikler og publikasjoner

Aabo, Tom (2006) *The importance of corporate foreign debt in managing exchange rate exposures in non-financial companies*, European Financial Management, 12, 633–49.

Aitken, Michael., Comerton-Forde, Carole., (2003) “How liquidity should be measured” Pacific-Basin Finance Journal

- Allayanis, G. and Ofek, E. (2001) *Exchange rate exposure, hedging and the use of foreign currency derivatives*, Journal of International Money and Finance, 20, 273–96.
- Bao, J., J. Pan, and J. Wang (2011). *The illiquidity of corporate bonds.* Journal of Finance, LXVI, side 911-946.
- Danske Markets (2012), *Credit Strategy - The Structures of the Nordic corporate bond markets*
- ECB (2008) *The International Role of the Euro*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eichengreen, B. and Hausmann, R. (1999) *Exchange Rates and Financial Fragility*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Elliot, W., Huffman, S. and Makar, S. (2003) *Foreigndenominated debt and foreign currency derivatives: complements or substitutes in hedging foreign currency risk?*, Journal of Multinational Financial Management, 13, 123–39.
- Esho, N., Sharpe, I. and Webster, K. (2007) *Hedging and choice of currency denomination in international syndicated loan markets*, Pacific-Basin Finance Journal, 15, 195–212.
- Geczy, C., Minton, B. and Schrand, C. (1997) *Why firms use currency derivatives*, Journal of Finance, 52, 1323–54.
- Graham, J. and Harvey, C. (2001) *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, Journal of Financial Economics, 61, 187–243.
- Habib, Maurizio Michael and Joy, Mark (2010): *Foreign-currency bonds: currency choice and the role of uncovered and covered interest parity* Applied Financial Economics
- Hein, Jesper (2003) «*Likviditet og knapphet i det Norske obligasjonsmarkedet*», Norges Bank
- Kedia, S. and Mozumdar, A. (2003) *Foreign currencydenominated debt: an empirical examination*, Journal of Business, 76, 521–46.
- Keloharju, M. and Niskanen, M. (2001) *Why do firms raise foreign currency denominated debt? Evidence from Finland*, European Financial Management, 7, 481–96.
- Maurizio Michael Habiba, and Mark Joy (2010) *Foreign-currency bonds: currency choice and the role of uncovered and covered interest parity* Applied Financial Economics, 20, 601–626
- Norges Banks skriftserie nr 34, *Penge og kapitalmarkedene*, (2004), Oslo
- Rakkestad, Ketil., Skjeltorp, Johannes A., Ødegaard, Bernt A., *The Liquidity of the Secondary Market for Debt Securities in Norway*, (2012)

Avisartikler og internettlinker

- [1] Artikkel fra DN tirsdag 23 april «En gavepakke til hele markedet»
- [2] <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2498498.ece> «bryter alle rekorder»
- [3] <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2554065.ece> «Angriper meglernes skjulte marked»
- [4] <http://snl.no/hovedstol/jus>
- [5] <http://www.smartepenger.no/faktabank/sparing/768-typer-obligasjoner>
- [6] <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rentemanedsgjennomsnitt-av-daglige-data/>
- [7] <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>
- [8] http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
- [9] <http://www.finansleksikon.no/Finansleksikon/A/Arbitrasje.html>
- [10] <http://www.investopedia.com/terms/n/natural-hedge.asp>
- [11] <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Instrumenter/Derivater>
- [12] <http://www.investopedia.com/terms/c/currencyforward.asp>
- [13] <http://www.swedbank.no/bedrift/produkter-og-tjenester/valutaswap/index.htm>
- [14] <http://www.standardandpoors.com/products-services/GICS/en/us>
- [15] <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>
- [16] <https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/kurslista/aktier.html>
- [17] <http://news.cision.com/no/seadrill-limited-ob/pressemeldinger/>
- [18] https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/kurslista/aktier.html?marknad=Sverige&lista=1_1&large=on&mid=on&small=on&sektor=0&subtyp=price&sortera=aktie&sorteringsordning=stigande
- [19] <http://www.investopedia.com/terms/e/emtn.asp>
- [20] <http://www.bi.no/forskning/Nyheter/nyheter-2012/alt-du-trenger-a-vite-om-ltro/>

7 Vedlegg

7.1 Vedlegg 1 – Intervju med selskapene og bankene

Disse følgende intervjuene er blitt brukt til å skaffe informasjon fra selskaper og banker. Alle fikk intervjuene tilsendt på mail, men de fleste er blitt tatt over telefon for å få bedre, og mer nyanserte svar. Mailen er tatt som utgangspunkt, men under telefonsamtalene ble oppfølgingsspørsmål stilt underveis.

Intervju til selskaper:

Vi ser at dere har obligasjonslån i både hjemlig/utenlandsk valuta. Hva er grunnen til at dere utsteder obligasjoner i hjemlig/utenlandsk valuta?

Vet dere noe om hvordan likviditeten er i disse obligasjonene i annenhåndsmarkedet? Hvilken likviditet har de utenlandske papirene sammenlignet med de svenske?

Har dere noen omsetningstall på de enkelte obligasjonene?

Har det historisk sett gitt noen fordeler å ha obligasjonslån i flere valutaer?

Intervju til bankene:

Hvilke råd gir dere bedriftene i forhold til utstedelse av obligasjoner?

Hvordan blir dette gjort i praksis?

Er det slik at dere noen ganger anbefaler å hente inn kapitalen i utenlandsk valuta? Eventuelt i hvilke tilfeller gjør dere dette?

Vet dere om det historisk sett har gitt noen fordeler å ha fundingprogram i flere valutaer?

Har dere noen tall på hvilken likviditet de utenlandske papirene har sammenlignet med obligasjoner i hjemlig valuta (er det større omsetning i annenhåndsmarkedet f.eks) ? Har dere lister med omsetningstall for de enkelte obligasjonene?

Kan dere si noe om grunnene til at selskaper utsteder obligasjoner i utenlandsk valuta?

Har dere noen oversikt over skyggeratinger dere har gjort for selskaper?

7.2 Vedlegg 2 – Excel filer (CD)

Fil 1: Obligasjoner til norske selskaper

Fil 2: Obligasjoner til svenske selskaper

Fil 3: Obligasjoner til danske selskaper

Fil 4: Obligasjoner til finske selskaper

Fil 5: Obligasjoner til DnB NOR

Fil 6: Obligasjoner til SpareBank 1 Nord Norge

Fil 7: Obligasjoner til Sparebanken Vest

Fil 8: Obligasjoner til SpareBank 1 SMN

Fil 9: Obligasjoner til SpareBank 1 SR Bank

Fil 10: Valutakursliste fra Norges Bank (gjennomsnittskurser for 2012)