

Det norske obligasjonsmarkedet

- *en studie av markedsstrukturen og lånebetingelsene*



Universitetet
i Stavanger

av:

Erland Blokkum og Kristian Rimul Børseth



Universitetet
i Stavanger

DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

Nei

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL: Det norske obligasjonsmarkedet – en studie av markedsstrukturen og lånebetingelsene

ENGELSK TITTEL: The Norwegian bond market – a study of the market structure and loan terms

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Studentnummer:

Navn:

Randi Næs

219238

Erland Blokkum

219243

Kristian Rimul Børseth

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2014

Underskrift administrasjon:.....

Forord

Utredningen er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon, med spesialiseringsretningen anvendt finans ved Universitetet i Stavanger

Bakgrunnen for denne oppgaven har vært å få et nærmere innblikk i det norske obligasjonsmarkedet, og en oversikt over markedsstrukturen og lånebetingelsene.

Arbeidet med utredningen har vært en utfordrende og krevende prosess, men samtidig også særdeles interessant og lærerikt. Vi har i denne perioden tilegnet oss mye ny kunnskap om et marked i sterk vekst.

Vi vil gjerne benytte anledningen til å takke vår veileder Randi Næs som har gitt oss konstruktive tilbakemeldinger og tett oppfølging. Videre vil vi takke Ketil Wang finansdirektør i Hafslund, for å ha gitt oss innsyn i selskapets finansieringsstrategi i obligasjonsmarkedet.

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

Stavanger, juni 2014

Erland Blokkum

Kristian Rimul Børseth

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å gi et oversiktsbilde over de prospektpliktige lånene på Oslo Børs i perioden 2011 til 2014. Vi har derfor sett nærmere på utsteders lånebetingelser, samt studert strukturen i markedet.

Datasettet tar utgangspunkt i registrerte og godkjente prospekt hos Finanstilsynet, som er kompetent prospektmyndighet for prospektpliktige lån på Oslo Børs. Data fra Nordic ABM ble innhentet fra Oslo Børs' hjemmesider, og er inkludert for å gi oss et sammenligningsgrunnlag til analysen av markedsplassen på Oslo Børs.

Analysen av prospektpliktige lån viser at låntakere klassifisert som «investment grade» oppnår betydelig lavere kupongrente enn låntakere klassifisert som «high yield». Sistnevnte utsteder lån med flytende rente i 96% av tilfellene. For utstedere klassifisert som «investment grade» er spredningen mellom fast- og flytende rente god, og gav oss mulighet til å sammenligne kupongrentene; flytende rente har generelt lavere kupongrente enn lån med fast rente, og forskjellen er i gjennomsnitt 0,71 prosentpoeng. Utsteder oppnår bedre prising på lån med flytende rente i et marked hvor etterspørselen blant investorer er høy etter slike lån. Dette får vi også bekreftet av finansdirektør Ketil Wang i Hafslund, som sier at etterspørselen er tiltet mot flytende rente pga. rekordlavt yield-nivå.

Videre analyserte vi omsetningen til utstederne og lånestørrelsen, og i hvilken grad omsetning og lånestørrelse har noe å si for prisingen av lånet. Trenden i forhold til omsetning er klar; kupongrenten og standardavviket er avtagende med en økning i omsetningen. Analysen av størrelsen på lånet viser samme trend; kupongrenten og standardavviket er avtagende med en økning i lånestørrelsen.

Nordic ABM er veldig preget av bank og finanssektoren, hele 87 % av alle lån i perioden vi undersøkte er utstedt av en finansiell institusjon. Tradisjonelle industri- og tjenesteytende bedrifter står for kun 4 %, og blant disse finner man hovedsakelig store industriselskaper. Grunnen til at slike selskaper har lån plassert på Nordic ABM er fordi de ikke avlegger regnskap etter IFRS, noe som er et noteringskrav for å plassere lån på Oslo Børs.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	3
Sammendrag.....	4
Figurer.....	7
Tabeller.....	8
1. Innledning.....	9
1.1 Utgangspunktet for oppgaven.....	9
1.2 Oppgavens problemstilling og utforming.....	10
2 Det norske obligasjonsmarkedet.....	11
2.1 To ulike markedsplasser.....	11
2.2 Obligasjonsmarkedet i dag.....	12
2.3 Kredittrating av obligasjoner.....	15
2.4 De ulike aktørene i obligasjonsmarkedet.....	17
2.4.1 Utstedere.....	17
2.4.2 Investor.....	20
2.4.3 Tilrettelegger av obligasjonslån.....	25
2.4.4 Nordic Trustee.....	26
3 Metode og introduksjon til analysen.....	28
3.1 Datainnsamling.....	28
3.2 Bakgrunnen for prospektkontroll.....	29
4 Analyse.....	30
4.1 Analyse av Oslo Børs.....	30
4.1.1 Analyse av struktur.....	30
4.1.2 Lånebetingelser.....	39
4.2 Analyse av Nordic ABM.....	50
4.2.1 Analyse av struktur.....	50
4.2.2 Lånebetingelser.....	54

4.3	Finansiering av små og mellomstore bedrifter	58
4.3.1	«Financing SMEs and Entrepreneurs 2013» – en OECD-rapport	58
5	Konklusjon	60
6	Referanseliste	63
	Vedlegg 1: En innføring i obligasjoner	67
	Vedlegg 2: Typer obligasjoner	68
	Obligasjoner med fast kupongrente	68
	Obligasjoner med flytende kupongrente (FRN).....	70
	Obligasjoner med fortrinnsrett, OMF (Covered bond)	73
	Evigvarende obligasjon (Perpetual bond)	73
	Inflasjonssikrede obligasjoner (IPS)	74
	Vedlegg 3: Kostnader ved notering	75

Figurer

Figur 1: Antall lån notert på de to markedsplassene	13
Figur 2: Utestående verdi, milliarder kroner	14
Figur 3: Dagens rentekurve til statsobligasjoner. Reflekterer en normal økonomi i vekst.....	23
Figur 4: Rentekurve i 2006. Kortsiktige renter høyere enn langsiktige renter.....	23
Figur 5 Tillitsmannens rolle i obligasjonsmarkedet	27
Figur 6: Fordeling etter typer obligasjoner utstedt i antall på Oslo Børs.	31
Figur 7: Sektorer representert på Oslo Børs. Antall obligasjoner	33
Figur 8: Typer obligasjoner utstedt av finansielle institusjoner.	33
Figur 9: Typer obligasjoner utstedt av selskaper.	34
Figur 10: Fordeling etter omsetning til utstedere på Oslo Børs.	35
Figur 11: Største utstedere i antall på Oslo Børs.....	36
Figur 12: Antall lån fordelt etter kredittrating.....	37
Figur 13: Typer obligasjoner, antall lån, i investment grade- og high yield -segmentet.....	38
Figur 14: Obligasjoners løpetid på Oslo Børs, antall lån	45
Figur 15: Follow the curve-strategien	46
Figur 16: "Barbell"-strategien.	48
Figur 17: Obligasjonslån med gjenkjøpsrettighet, basert på antall lån	49
Figur 18: Obligasjonslån med salgsrettighet, basert på antall lån.....	49
Figur 19: Fordeling etter type obligasjoner i antall utstedt på Nordic ABM	51
Figur 20: Sektorer representert på Nordic ABM, basert på antall lån.....	52
Figur 21: Fordeling etter omsetning til utstedere på Nordic ABM	53
Figur 22: Største utsteder i antall på Nordic ABM	54
Figur 23: Obligasjoners løpetid på Nordic ABM, basert på antall lån.....	57
Figur 24: Obligasjoner utstedt på Nordic ABM, fordelt etter utsteders omsetning.	59
Figur 25: Oversikt over pengestrømmen i et obligasjonslån.....	67

Tabeller

Tabell 1: Kredittverdighet	16
Tabell 2: Obligasjoner rangert etter kredittverdighet, inntekt og likviditet.	17
Tabell 3: Antall låntakere ved årsslutt etter sektor på Oslo Børs	19
Tabell 4: Omsetning i verdi(mill) eksklusiv repo på Oslo Børs.....	19
Tabell 5: Eierstruktur i obligasjonslån på Oslo Børs, andel av totalt volum	24
Tabell 6: Effektiv rente på tre obligasjoner priset henholdsvis discount, par, og premium.....	25
Tabell 7: Største tilretteleggere av obligasjonslån i 2014 per 20.04.2014	26
Tabell 8: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter obligasjonstype og kredittrating	41
Tabell 9: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt på sektor	42
Tabell 10: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter utsteders omsetning	43
Tabell 11: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter størrelse på lånet.....	43
Tabell 12: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter obligasjonstype.....	55
Tabell 13: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter sektor	55
Tabell 14: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter omsetning	56

1. Innledning

Obligasjonsmarkedet er for tiden inne i en slags gullalder, hvor man ser et sterkt økende marked, med tilhørende større interesse blant både utstedere og investorer. Obligasjonslån har blitt svært populært i en tid der bankene har en tendens til å holde igjen av hensyn til strengere kapitalkrav [1]. Nye krav til bankene vil kunne legge en betydelig demper på bankenes adgang og mulighet til å bidra med nødvendig fremmedkapital til næringslivet i tiden fremover. Det innebærer at bedrifter mest sannsynlig ikke kan bruke tradisjonell bankfinansiering som eneste finansieringskilde. Det er allerede nå blitt mer vanlig med en kombinasjon mellom bank- og obligasjonsfinansiering i det norske markedet [2].

Tradisjonelt har obligasjonsfinansiering vært lite brukt i Norge og resten av Europa. I USA derimot, står obligasjonslån for over 70 % av bedriftenes finansiering, og har en lang historie som en viktig finansieringskilde. I det europeiske markedet er kun 20 % av selskapsfinansieringen obligasjonsbasert. DnBs sjef Rune Bjerke mener det europeiske markedet skal bevege seg mot det amerikanske, men neppe like langt [3]. Med andre ord ser vi et forholdsvis nytt og svært interessant marked i kraftig vekst, som i seg selv er verdt å studere nærmere.

1.1 Utgangspunktet for oppgaven

Alle obligasjonslån (med unntak, se kapittel 3.2) som blir utstedt på Oslo Børs må ha et tilhørende prospekt hvor alle opplysninger om lånet fremgår. Dette prospektet må kontrolleres og godkjennes før lånet kan offentliggjøres (Oslo Børs, 2010). Den 1. Mai 2010 ble prospektkontrollen overført fra Oslo Børs til Finanstilsynet, og i forbindelse med dette er alle prospekt fra og med denne datoen offentliggjort på tilsynets nettsider. Med andre ord gir denne databasen en fullstendig oversikt over alle lån (som omfatter prospektplikten) utstedt på Oslo Børs fra og med denne datoen.

Utgangspunktet vårt for denne oppgaven er å utarbeide en oversikt over denne databasen. Herunder vil det være naturlig å studere struktur og lånebetingelser, for så å utarbeide en oversikt over databasen. Samtidig vil vi undersøke markedsplassen Nordic ABM, basert på et utvalg obligasjoner som ligger tilgjengelig på markedsplassen. Det er viktig å påpeke at

Nordic ABM (i motsetning til Oslo Børs) ikke gir en fullstendig oversikt, særlig blant obligasjoner med kort løpetid. For eksempel vil en obligasjon utstedt i 2011 med forfall i 2013 ikke være inkludert. Likevel, det interessante her blir å identifisere eventuelle forskjeller mellom et regulert marked og et uregulert marked.

Så vidt vi er kjent med har ingen studert disse dataene tidligere. Generelt finnes det lite tilgjengelig informasjon om lånebetingelsene til norsk næringsliv. Våre resultater bør derfor være av interesse for mange aktører, herunder låntakere, myndigheter, banker og næringslivsorganisasjoner.

1.2 Oppgavens problemstilling og utforming

Vi vil besvare denne oppgaven med én overordnet problemstilling. I tillegg vil vi inkludere tilhørende underspørsmål

- **Hva karakteriserer selskaper som velger opplåning i obligasjonsmarkedet, og hvilke lånebetingelser får de?**
 - Er små og mellomstore bedrifter representert i det norske obligasjonsmarkedet?
 - Finnes det forskjeller/likheter i struktur og lånebetingelser mellom Oslo Børs og Nordic ABM?
 - Er obligasjonsmarkedet godt tilrettelagt for investorstrategier?

Disse spørsmålene danner grunnlaget for oppgaven, som består av tre deler. Først gir vi leseren en introduksjon til det norske obligasjonsmarkedet, herunder aktørene involvert i noteringsprosessen. Kapittel 3 tar for seg prosessen knyttet til datainnsamlingen, og gir leseren informasjon rundt det praktiske med analysen.

Kapittel 4 er analysekapittelet. Dette kapittelet består av en analyse av Oslo Børs, en analyse av Nordic ABM, samt en del hvor vi setter dette i sammenheng med finansiering av små og mellomstore bedrifter.

Er leseren lite kjent med ulike typer obligasjoner anbefales det å lese gjennom vedlegg 2. Her blir det gitt en nærmere introduksjon til obligasjoner med fast- og flytende rente, samt andre varianter.

2 Det norske obligasjonsmarkedet

I obligasjonsmarkedet er det viktig å skille mellom primær- og sekundærmarkedene. Primærmarkedet er det markedet obligasjonene opprinnelig blir utstedt, men når obligasjonene først er utstedt, kan de selges videre til andre aktører i sekundærmarkedet. Hensikten med obligasjoner er å anskaffe kapital, fordele gjelden på et større antall investorer og med det skape et annenhåndsmarked for gjeldsbrevne.

I et annenhåndsmarked skjer en såkalt annenhåndsomsetning av obligasjoner, som vil si at allerede utstedte obligasjoner skifter eiere. En av fordelene med å børsnotere en obligasjon er at den blir langt mer likvid. Det vil si at kapitalen som er bundet i obligasjonen, raskt kan bli frigjort ved å selge obligasjonen videre. Ved at en obligasjon utstedes med et relativt lavt pålydende beløp, gjør at en låntaker som låner veldig store beløp, kan dele lånebeløpet opp i mindre deler. Det fører til at også mindre investorer kan operere i markedet, og obligasjoner blir lettere omsettelig.

2.1 To ulike markedsplasser

For notering og handel av obligasjoner tilbyr Oslo Børs to markedsplasser, Oslo Børs og Nordic ABM. Avgjørelsen om hvilken markedsplass utsteder velger å plassere lånet, styres i følge Oslo Børs som oftest av selskapets policy og investorenes investeringsmandater. Viktige faktorer er omsettelighet i et gjennomlyst marked, markedsovervåking og krav til informasjon fra låntaker[5].

Oslo Børs

Oslo Børs er den tradisjonsrike markedsplassen for notering og handel av verdipapirer og har historie helt tilbake til 1881. Markedsplassen er regulert etter Børsloven og etter MIFIDs¹ definisjoner. Før man kan notere et lån på Oslo Børs må det utarbeides et prospekt, det skal danne grunnlag for vurdering av om lånet er egnet for børsnotering. Prospektet består vanligvis av et registreringsdokument som beskriver låntaker og et verdipapir som beskriver

¹ MIFID er en forkortelse for Markets in Financial Instruments Directive. Det er et EU-direktiv som er nedfelt i verdipapirhandelloven.

lånet. Det er spesifikke krav til innholdet for begge dokumentene. Prospektet må godkjennes av Finanstilsynet før noteringen kan finne sted og selskapet er pliktet til å utarbeide regnskap i henhold til IFRS² standard.

Nordic ABM

Markedsplassen Nordic ABM ble etablert tilbake i 2005 som et alternativ for notering og handel av obligasjoner og sertifikater. Nordic ABM er en selvregulert markeds plass, og er ikke underlagt konsesjon i henhold til børsloven. De tilbyr en rask og effektiv noteringsprosess, det er ikke prospektplikt, og det er større frihet med hensyn til regnskapsstandard. Informasjonspliktregler og handelsregler er tilnærmet lik som for markedsplassen Oslo Børs.

Nordic ABM ble etablert som en konsekvens av endringene det nye EU-direktivet medførte i det europeiske verdipapirmarkedet. Derfor valgte Oslo Børs å etablere en ny markeds plass som et alternativ for låntakere til å tilpasse seg de nye kravene. Regelverket på Nordic ABM er tilpasset aktørene og deres behov uavhengig av EU-direktivene. Samtidig bevarer det at annenhåndsomsetning skjer i regulerte former, samt tilsvarende krav og kvalitet som for Oslo Børs.

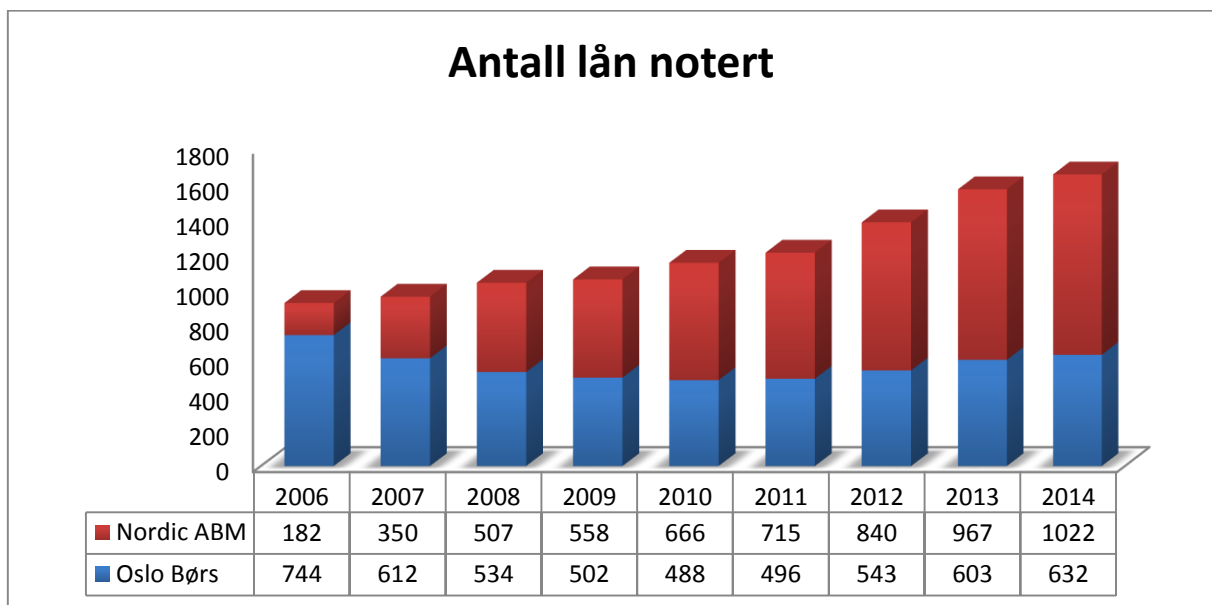
Noteringsprosessen på Nordic ABM er raskere og mer effektiv enn på et regulert marked. Det er åpent både for norske og utenlandske låntakere å søke om notering av obligasjoner på Nordic ABM. Når et lån skal noteres må det utarbeides en lånebeskrivelse, mal for lånebeskrivelsen er tilgjengelig på forespørsel fra Oslo Børs. Man må også ha en beskrivelse av selskapet. Med mindre man ikke har endret strategi eller forretningskonsept de siste tre årene, vil man kunne benytte årsrapporten som beskrivelse av selskapet.

2.2 Obligasjonsmarkedet i dag

Det har vært stor aktivitet på obligasjonsmarkedene på Oslo Børs og Nordic ABM de senere årene. I løpet av 2013 ble det registrert 42 førstegangsutstedere av obligasjonslån på Oslo Børs. Både norske og internasjonale selskaper fra et bredt spekter av sektorer noterer sine lån på Oslo Børs eller Nordic ABM. Mange av selskapene som allerede har aksjer notert på Oslo

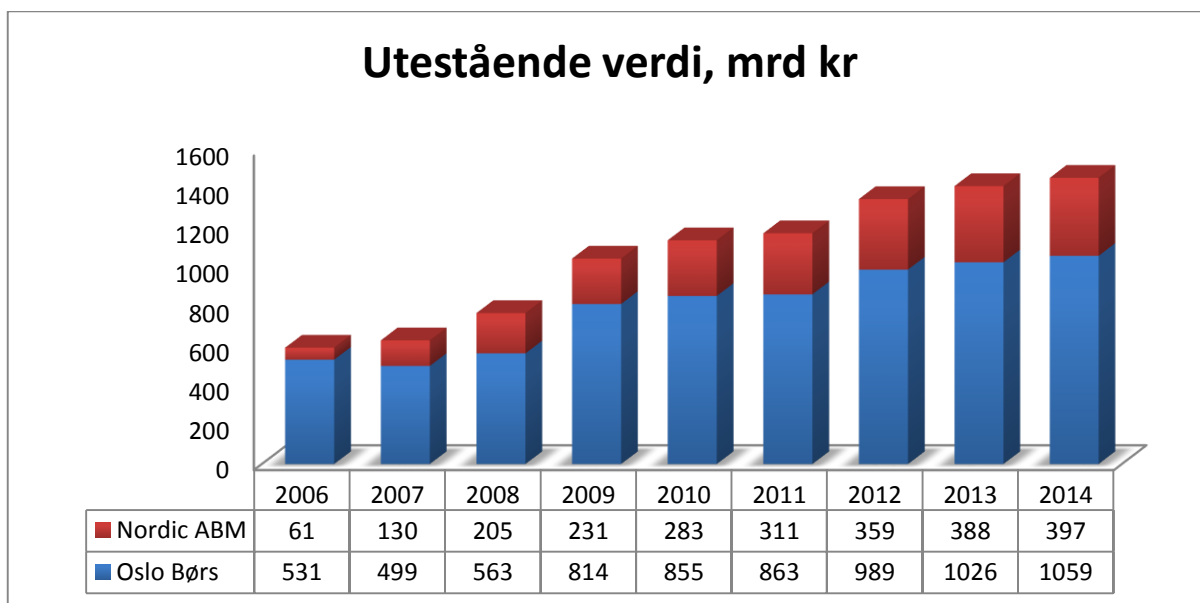
² Internasjonal regnskapsstandard

Børs velger også å plassere sine obligasjonslån der. Man finner også selskap som er notert på andre markeds plasser som likevel velger å plassere sine obligasjonslån i Oslo. For eksempel har Teekay Corporation som er notert på NYSE (New York Stock Exchange) og AS Tallink som er børsnotert i Estland, notert obligasjonslån på Nordic ABM eller Oslo Børs. Dette er med på diversifisere tilbudet av investeringsmuligheter for obligasjonsinvestorene på de to markeds plassene. Det har blitt langt større aktivitet blant utenlandske utstedere i Oslo, noe som har gjort det norske obligasjonsmarkedet mer internasjonalt. I 2009 var andelen noterte lån fra internasjonale utstedere på tre prosent, i 2013 var andelen på 49 prosent av alle utstedte høyrenteobligasjoner[4].



Figur 1: Antall lån notert på de to markeds plassene (Oslo Børs, 2014)

Nordic ABM er markeds plassen som vokser raskest i Norden. I april 2014 ble lån nummer 1000 notert på den alternative markeds plassen, mens tilsvarende nordiske børser står på stedet hvil. Den sterke veksten i antall lån notert henger i følge børsdirektør Bente A. Landsnes sammen med bankenes utlånsevne. Med de nye kapitalkravene til bankene har det ført til at de har vært nødt til å stramme inn på utlånene i bedriftsmarkedet for å styrke egenkapitalen. Dermed har selskapene valgt å benytte seg av verdipapirmarkedet og Børsen for å hente inn lånekapital[5]. Nordic ABM er også en populær kapitalkilde blant sparebanker, det er nå over 70 ulike sparebanker som har utstedt lån. I mai måned ble det registrert hele ni førstegangsutstedere, blant disse var det fire sparebanker (Oslo Børs, 2014).



Figur 2: Utestående verdi, milliarder kroner (Oslo Børs, 2014)

Emisjonsvolumet hittil i 2014 er betydeligere høyere enn for fjoråret. Selskap med lån utstedt på de to markedsplassene har hentet 146,4 milliarder gjennom nye noteringer og utvidelse av eksisterende lån. Det er 13,5 milliarder mer enn for samme periode i 2013, som var et rekordår. Det har heller aldri vært notert så mange lån fra så mange ulike utstedere på Børsen samtidig. 1654 lån notert fordelt på 140 utstedere på Oslo Børs 195 utstedere på Nordic ABM. Den utestående verdien av alle lånene er på 1456 milliarder per mai 2014 (Oslo Børs, 2014).

Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) – et marked i sterk vekst

OMF er den norske utgaven av det som internasjonalt kalles covered bonds. En OMF er en type obligasjon som gir sikkerhet overfor investorene i form av et utvalg av utsteders eiendeler. I juni 2007 fikk norske banker mulighet til å utstede slike obligasjoner da regelverket for OMF trådte i kraft. Det som skiller OMF fra andre typer obligasjoner er den underliggende sikkerhetsmassen der investor kan rette krav ved mislighold fra utsteder, og lover/forskrifter som er konstruert spesifikt for å regulere forhold knyttet til OMF og utstederen (Norges Bank, 2010).

Det er kun virksomheter med konsesjon som kredittforetak som kan utstede OMF, når foretakets vedtekts fastsatte formål er:

- a) å yte eller erverve bolighypoteklån³, eiendomshypoteklån, lån sikret ved pant i andre realregistrerte formuesgoder eller offentlige lån, og
- b) å finansiere utlånsvirksomheten hovedsakelig ved utsendelse av obligasjoner med fortrinnsrett.

(Finansieringsvirksomhetsloven § 2-27, 1988)

Kredittforetakene er utelukkende heleid av en enkel, eller en koalisjon av flere norske banker. I Norge er det 23 kredittforetak som har tillatelse til å utstede OMF. Markedet for OMF har hatt en sterk vekst og er en viktig kilde for den langsiktige finansieringen for norske banker. Blant de 23 foretakene er det tre relativt store: DnB Boligkreditt AS, SpareBank 1 Boligkreditt AS og Nordea Eiendomskreditt AS og 20 små til mellomstore (Finanstilsynet, 2012).

Alle de 23 kredittforetakene utsteder OMF i det norske obligasjonsmarkedet, mens de største også henvender seg til de internasjonale markedene. De mindre kredittforetakene har ikke mulighet til å utstede OMF i det internasjonale markedet, bl.a. på grunn av krav til rating og volum. Kredittforetak som utsteder OMF i det internasjonale markedet, vil vanligvis pådra seg valuta- og renterisiko. Men denne risikoen kan hedges ved å inngå valuta- og rentebytteavtaler (Norges Bank, 2010).

Renten et kredittforetak betaler for å utstede et obligasjonslån med fortrinnsrett har over tid vært betydelig lavere enn renten banker betaler for å utstede seniorobligasjoner. En grunn til det kommer av at OMF er utstedt med sikkerhet i for eksempel et boliglån, mens de som eier en seniorobligasjon, innehar et generelt og usikret krav mot banken. En annen grunn er at det er forbundet mindre risiko med kontantstrømmen som skal betjene OMF. Det kommer av at det er mindre risiko til et kredittforetaks aktiva, som for det meste består av utlån til bolig (Finanstilsynet, 2012).

2.3 Kredittrating av obligasjoner

I obligasjonsmarkedet er ratingbyråer svært viktig for å avgjøre kredittrisikonivået på rentepapirene. Kredittrating blir gjort både på selskaper og på land. Når man avgjør hvilken rating et selskap/land har analyserer man den økonomiske situasjonen og gjør en vurdering av

³ Bolighypoteklån er lån som er pantesikret i bolig som er eller vil bli bebodd av låntaker, eller som er utleid av låntaker.

den politiske situasjonen. Ratingen er fra AAA til enten C eller D, hvor AAA er den beste ratingen og hvor man anser risikoen til å være tilnærmet ikke-eksisterende. Det er mest vanlig at man kaller «speculative grade» for high yield (gir høyere rente), og vi vil senere bruke sistnevnte betegnelse. Alle obligasjoner som er definert som investment grade er ratet fra BBB til AAA. Obligasjoner utenfor denne ratingen er high yield. En endring i kreditt-rating vil påvirke lånebetingelsene til utsteder. En nedgradering fra «investment grade» til high yield anses som betydelig, og vil i stor grad endre lånebetingelsene for utsteder. En rekke fond og andre investorer har vedtekter som går ut på at man utelukkende investerer i «investment grade». En nedgradering vil derfor kunne redusere lånets likviditet i form av at en går glipp av store investorgrupper.

Moody's	S&P	Fitch	Kredittverdighet
Investment grade			
Aaa	AAA	AAA	Laveste kredittrisiko. Risikoen er tilnærmet lik 0.
Aa1	AA+	AA+	Svært lav kredittrisiko.
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Lav kredittrisiko, med mindre det forekommer uforutsette hendelser i økonomien eller bransjen.
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Moderat kredittrisiko. I denne kategorien er lånetaker mer utsatt for ugunstige utviklingstrekk i økonomien enn A-ratingen.
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
High Yield			
Ba1	BB+	BB+	Signifikant kredittrisiko og det som kalles spekulative elementer. Den økonomiske utviklingen kan gjøre det vanskelig å møte forpliktelsene.
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Høy kredittrisiko og spekulativ. Lånetaker har i dag kapasitet til å møte sine forpliktelser.
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC	CCC	Svært høy kredittrisiko. Stor sannsynlighet for mislighold. Lånetaker har flagget mislighold, men betaler fortsatt. Mislighold fra lånetaker.
Ca	CC	CC	
C	C	C	
	D	D	

Tabell 1: Kredittverdighet

På verdensbasis er de største ratingbyråene Moody's, Standard & Poors og Fitch, og Tabell 1 viser karaktersystemet til de tre nevnte selskapene. Det er ikke uvanlig at selskaper som ligger innen high yield misligholder sine lån. For eksempel har nesten halvparten av alle lån som blir ratet CCC av ratingbyrået S&P misligholdt i løpet av en 10 års periode (Bodie, Kane, & Marcus, 2011) Lån som var ratet AAA av S&P, var det ingen som ble misligholdt et år etter utstedelse i perioden 1980 til 2003. Statistisk er det kun 5 av 1000 lån med en rating på AAA som blir misligholdt i løpet av en tiårs periode.

Oslo er en av de mest velfungerende high yield-markedene i verden, sammen med London og New York. Plasseringsevnen til de norske meglerhusene er høy og ofte blir store lån plassert i løpet av timer. Noe som gjør kapitalinnhenting svært effektivt. Det norske markedet besitter både kunnskap og erfaring om innhenting av kapital for næringslivet generelt og spesielt innenfor high yield-segmentet. Bakgrunnen for at det norske markedet innehar denne posisjonen er at det norske næringslivet preges av kapitalintensive sektorer som energi og maritim virksomhet som har stor oppmerksomhet internasjonalt. Det kapitalintensive næringslivet i Norge har vært avhengig av å innhente kapital internasjonalt historisk sett. De norske meglerhusene har opparbeidet seg kompetanse og plasseringsevne innenfor sektorer som energi og maritim virksomhet. Dette er sektorer som er attraktive blant internasjonale investorer og det har bidratt til å plassere Oslo Børs i elitedivisjonen internasjonalt. En tredjedel av lånekapitalen er nå plassert hos utenlandske investorer[5].

2.4 De ulike aktørene i obligasjonsmarkedet

Utstedere, investorer, tilretteleggere og tillitsmann er de viktigste aktørene i obligasjonsmarkedet. Under kommer en introduksjon av de ulike aktørene.

2.4.1 Utstedere

Obligasjonslån kan i utgangspunktet deles inn i fire hovedgrupper om man rangerer etter hvem utsteder er.

	Finansielle institusjoner ⁴	Selskapsobligasjoner	Kommunale obligasjoner	Statsobligasjoner
Kreditt	2	4	3	1
Inntekt	2	1	4	3
Likviditet	2	2	4	1

Tabell 2: Obligasjoner rangert etter kredittverdighet, inntekt og likviditet.

⁴ Banker og kredittforetak

Statsobligasjoner

Det globale markedet for statsobligasjoner domineres av noen få valutaer. Japanske yen, amerikanske dollar, britiske pund og euro står for om lag 95 % av alle utstedte statsobligasjoner. Amerikanske statsobligasjoner kalles «Treasuries» og regnes som en svært sikker investering, herav høyest kredittrating. Den norske stat hadde ved utgangen av 2013 en utestående obligasjonsgjeld på 287 mrd. kr. Statsgjelden finansierer i hovedsak utlån fra statsbankene (Oslo Børs, Årsstatistikk obligasjoner, 2014). Muligheten for mislighold er svært liten, og renten man får på statsobligasjonene er derfor det nærmeste man i Norge kommer risikofri rente.

Statsrelaterte obligasjoner/Kommunale obligasjoner

Dette er obligasjoner utstedt i et annet lands valuta eller er utstedt av offentlige institusjoner og kommuner. Kommunale obligasjoner kjennetegnes ved å være vanskeligere å omsette og gir en noe lavere kupongrente enn ordinære statsobligasjoner.

Selskapsobligasjoner

Selskapsobligasjoner utstedes for å finansiere prosjekter og investeringer. Disse obligasjonene genererer ofte høy inntekt for investor, men kan også kjennetegnes ved å ha lav kreditt og likviditet. Av Tabell 2 kan man se at selskapsobligasjoner er lavest rangert etter kreditt, noe som betyr høyest sannsynlighet for mislighold. Dette må kompenseres med høyere kupongrente, særlig blant selskaper med lav kredittrating, herav betegnelsen «high yield». Investor må naturlig nok kompenseres for å ta den ekstra kredittrisikoen. Selskaper med høy kredittrating kommer inn under kategorien «investment grade».

Tabell 3 og 4 under viser markedet på Oslo Børs sett fra utsteders perspektiv, og viser størrelsen og omsetningen i de ulike sektorene.

Antall låntakere ved årsslutt fordelt etter sektor på Oslo Børs										
År	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2011	2011	2012	2013
Staten	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Statsgaranterte	3	3	3	2	1	1	-	-	-	-
Statsforetak	2	3	2	3	3	3	3	2	2	2
Komm., fylke & gar.av disse	66	54	43	32	19	15	12	11	12	11
Obligasjoner med fortr.rett	-	-	-	2	4	5	10	11	12	15
Bank & forsikring	45	38	36	30	26	24	20	17	14	15
Kredittforetak & hyp.banker	11	10	9	9	8	7	8	7	8	7
Industri mm	57	67	70	69	59	54	57	64	76	86
Utenlandske	7	9	7	7	7	7	7	4	2	3
Fondsobligasjoner	-	5	5	5	5	5	8	10	13	17
Totalt obligasjoner	173	171	157	140	119	106	105	110	120	134

Tabell 3: Antall låntakere ved årsslutt etter sektor på Oslo Børs (Oslo Børs, Årsstatistikk obligasjoner, 2014)

Tabell 3 viser hvor mange utstedere det er i hver enkelt sektor ved årsslutt på Oslo Børs. Det er verdt å trekke frem at det totale antallet ble gradvis mindre mellom 2004 og 2011. Dette skyldtes det nye regelverket og den påfølgende etableringen av Nordic ABM i 2005.

Utstedere som ikke oppfylte de nye noteringskravene for Oslo Børs ble nødt til å søke til den alternative markedsplassen for utstedelse av nye lån.

Omsetning i verdi (mill) eksklusiv repo på Oslo Børs								
År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Staten	350 295	293 045	319 405	294 919	332 269	302 086	290 703	372 763
Statsgaranterte	53	265	430	-	-	-	-	-
Statsforetak	3 692	2 194	2 344	2 086	705	1 381	39	173
Komm., fylke & gar.av disse	2 286	3 939	2 072	3 017	2 884	4 692	4 017	8 828
Obligasjoner med fortr.rett	-	1 119	6 587	11 486	26 360	113 429	124 114	175 092
Bank & forsikring	90 583	73 387	51 823	46 262	31 593	18 164	19 275	19 837
Kredittforetak & hyp.banker	16 892	7 242	4 650	3 619	3 092	2 142	3 956	8 450
Industri mm	36 083	35 057	24 240	30 306	25 842	33 110	53 802	93 494
Utenlandske	2 619	2 007	132	2 074	712	877	746	2 110
Fondsobligasjoner	344	146	113	63	314	247	594	2 197
Totalt obligasjoner	502 848	418 402	411 796	393 832	423 771	476 128	497 246	682 944

Tabell 4: Omsetning i verdi(mill) eksklusiv repo på Oslo Børs (Oslo Børs, Årsstatistikk obligasjoner, 2014)

Tabellen over viser omsetningen i verdi i millioner eksklusiv repo⁵ på Oslo Børs. Vi ser at omsetningen i markedet har tatt seg opp igjen etter finanskrisen. Tabellen gir også et godt bilde på at markedet hadde en sterk vekst i 2013.

Risikofaktorer

Risiko for utsteder knyttet til obligasjonslån er refinansieringsrisiko, renterisiko, og valutarisiko.

Refinansieringsrisiko er risikoen for at utsteder, når han skal refinansiere, må ta opp nye lån med vesentlig dårligere lånebetingelser, eller at utsteder ikke en gang får tatt opp nye lån. Slik risiko er vanligst blant selskap, og liten for norske statsobligasjoner. Refinansieringsrisikoen kan reduseres ved å utstede ulike typer obligasjoner med ulik løpetid.

For en utsteder er *valutarisiko* knyttet til endringer i betalingsforpliktelser som følge av at lånet er tatt opp i et annet lands valuta. Utstedelse av lån på tvers av landegrenser blir nå mer vanlig i obligasjonsmarkedet som følge av økt internasjonalisering av markedet. Obligasjoner blir utstedt i flere ulike valutaer, og utlendinger har blitt den største investorgruppen i det norske markedet (se Tabell 5 i investorkapittelet).

Renterisiko er risiko knyttet til endringer i markedsrenten når obligasjonen skal refinansieres. Utsteder kan redusere slik risiko ved å utstede obligasjoner med fast rente. Ved å utstede obligasjoner med flytende rente, som korrigeres etter en referanserente, vil renterisikoen påføres utsteder ved at utbetalingene går opp med en renteøkning.

2.4.2 Investor

Investorene er viktige deltagere i obligasjonsmarkedet, og de investerer penger i utstедers gjeldspapir slik at utsteder kan realisere aktuelle prosjekter. Utsteder forplikter seg deretter å betale investor faste beløp med avtalte intervaller i form av kupongrenten. Kupongrenten er en kompensasjon for investors risiko ved å investere i gjeldspapiret. Denne risikoen kan hovedsakelig deles i tre: renterisiko, kredittrisiko, samt risiko knyttet til den tiden investor «låser» pengene til den aktuelle investeringen (Bank of America Merrill Lynch, 2013). Sistnevnte kan forklares ved at lengre løpetid medfører at investor krever en meravkastning for å binde renten over en lengere tidsperiode.

⁵ repo: er en avtale, hvor det ved salg av verdipapir avtales et tidspunkt for tilbakekjøp til en avtalt pris. Den pris

Kredittrisiko er risiko knyttet til utsteders finansielle stilling, og muligheten for at utsteder ikke oppfyller sine forpliktelser overfor investor (Bodie, Kane, & Marcus, 2011). En del av kredittrisikoen er forbundet med usikkerhet rundt en mulig nedgradering av kredittrating, f.eks. hvis Moody's har satt en såkalt «negative outlook».

Renterisiko er uttrykt som obligasjonsprisens sensitivitet for endringer i markedsrentene. Som følge av at markedsrentene går opp og ned vil investor oppleve kapitaltap og kapitalgevinst. Investors renterisiko kan deles i to; prissisiko og reinvesteringsrisiko. Økt rentenivå vil gi et kapitaltap, men samtidig medføre økt reinvestert avkastning (Bodie, Kane, & Marcus, 2011).

Risiko fastrenteobligasjon vs. FRN

Når man investerer i obligasjoner med *fast* rente er man utsatt for endringer i markedsrenten. Grunnen er at endringer i markedsrenten vil påvirke prisen på obligasjonen i stor grad. En økning i markedsrenten vil sende prisen på obligasjonen ned, på samme måte som en nedgang i markedsrenten vil sende prisen på obligasjonen opp. Dette er logisk i seg selv fordi investor må kompenseres for høyere renter gjennom lavere pris («prisrabatt»), og vice versa. Derfor vil slike obligasjoner ha høy *durasjon*, som er et mål for renterisiko.

Obligasjoner med flytende rente er i likhet med andre obligasjoner også utsatt for risiko, særlig kredittrisiko. Det som kjennetegner en FRN er lav risiko knyttet til renteendringer, hovedsakelig fordi kupongrenten er knyttet opp mot markedsrenten slik at prisen aldri vil gå mye opp eller ned – den vil ligge nærmere par value over livsløpet til obligasjonen enn en obligasjon med fast rente ville gjort (Vanguard Research, 2011). Dermed vil slike obligasjoner ha svært lav *durasjon*.

De vanligste formene for *durasjon* er «*Macaulay durasjon*» og «*Modifisert durasjon*».

«*Macaulay Duration*» er definert som «vektet gjennomsnittlig tid til forfall av kontantstrømmen til en obligasjon», og er gitt ved formelen

$$D = \sum_{t=1}^n t \left[\frac{PV(C_t)}{P} \right]$$

hvor $PV(C_t)$ er nåverdi av kontantstrømmen ved tidspunkt t og P er prisen på obligasjonen. Enkelt sagt vil den beregne antall år det tar før du «får tilbake» det du har investert i obligasjonen, og *durasjonen* til en obligasjon med fast rente vil derfor være mellom null og antall år til forfallsdato.

Modifisert durasjon er et mål på obligasjonens prissensitivitet i forhold til endringer i markedsrenten, og er gitt ved formelen

$$D^* = \frac{D}{1+i}$$

hvor D^* er modifisert durasjon og D er Macaulay Duration (Singapore Management University, 2013).

Nevnte mål for durasjon baserer seg på en gitt kontantstrøm gjennom hele obligasjonens levetid, og vil ikke være hensiktsmessig å bruke på en FRN da disse har ukjent kontantstrøm.

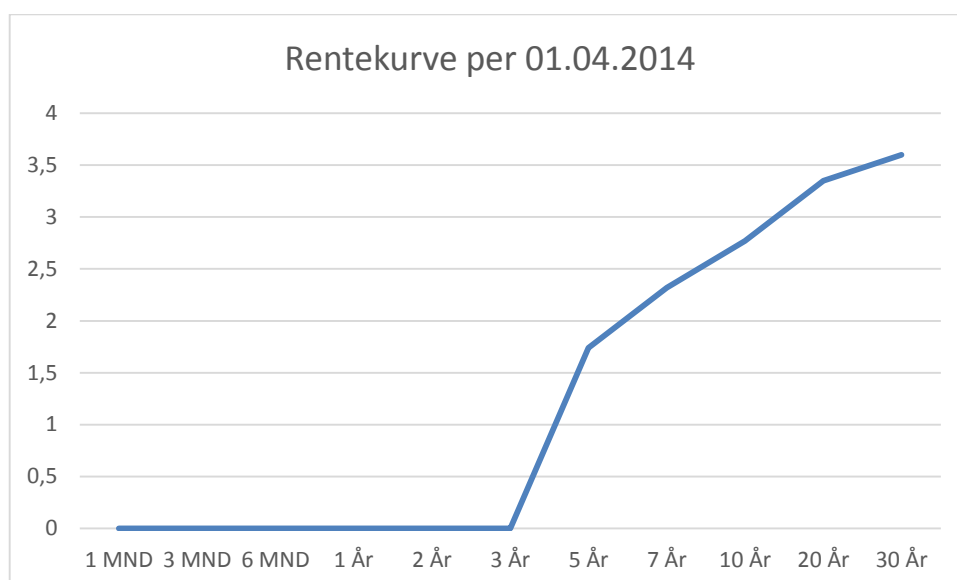
Som nevnt har FRN's svært lav durasjon, og prisen vil ikke endre seg særlig mye ved endringer i markedsrenten i og med at kupongene korrigeres mot samme rente ved gitte tidspunkt. Potensiell størrelse på durasjonen avhenger av antall kuongutbetalinger i året. En FRN med kvartalsvise utbetalinger vil ha en durasjon mellom 0 og 0,25 år. På samme måte vil en FRN med halvårige utbetalinger ha en durasjon mellom 0 og 0,5 år, eller med andre ord ha svært lav renterisiko. Sammenhengen vises ved formelen

$$D_{FLOAT} = \frac{\frac{p}{n}}{1 + \frac{y}{n}}$$

hvor p er andel gjenværende tid av renteperioden, n er antall renteperioder i året og y er renten assosiert med NIBOR eller lignende (Weatherhead School of Management).

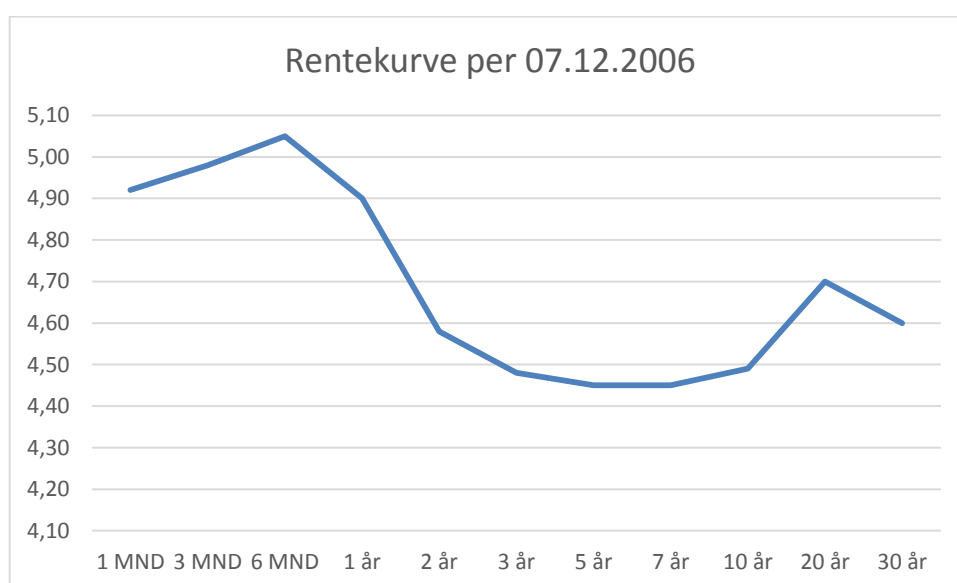
Rentekurver

Rentekurven viser rentenivået på obligasjoner, og er et viktig verktøy for å predikere økonomiens utvikling og ikke minst se sammenhengen mellom løpetid og rente, og risiko knyttet til dette. Den viser enkelt hvordan renten endres med en endring i tid til forfall, fra sertifikater med kort levetid, til obligasjoner med lang levetid. Kortsiktige renter påvirkes hovedsakelig av sentralbankens rentesetting, mens langsiktige renter reflekterer forventet fremtidig inflasjon og økonomisk vekst (Bank of America Merrill Lynch, 2013).



Figur 3: Dagens rentekurve til statsobligasjoner. Reflekterer en normal økonomi i vekst.

Grafen over viser rentene på amerikanske statsobligasjoner per 01.04.2014, og grafens form reflekterer en normal økonomi, dog hvor kortsiktige renter er svært lave, men hvor man forutser fremtidig vekst og økt inflasjon. Investorer forventer i dette tilfellet lavere rente når midlene er bundet opp over en kortere tidsperiode. På en annen side vil man kreve høyere rente om pengene er bundet opp over en lengre tidsperiode, for å kompensere for inflasjon og generell usikkerhet. Endringer i grafens struktur kan indikere fremtidig endring i økonomien, for eksempel å forutse fremtidig resesjon. Dette skjedde et par år før finanskrisen i 2008, hvor rentekurvene endret struktur og man så inverterte rentekurver, altså kurver hvor kortsiktige renter var høyere enn langsiktige renter.



Figur 4: Rentekurve i 2006. Kortsiktige renter høyere enn langsiktige renter

Figur 4 viser en slik graf den 07.12.2006, knappe to år før finanskrisen brøt ut. Kortsiktige renter var høye, samtidig som man fikk lave renter på statsobligasjoner med lang løpetid. Årsaken til dette var investorene, som ikke hadde tiltro til økonomien, og derfor valgte obligasjoner med lang løpetid. Høy etterspørsel etter slike obligasjoner gav lavere rente. Samtidig ville ingen kjøpe obligasjoner med kort løpetid, noe som presset kortsiktige renter opp for å gjøre dem mer attraktive. Det var altså mer populært blant investorer å binde opp pengene over lang tid til en lavere rente enn kortere tid til en høyere rente, noe som i utgangspunktet er ulogisk. Det stemmer heller ikke overens med teorien rundt risiko knyttet til rentebinding over lengre tid og meravkastningen investor normalt krever.

Eierstruktur og prising

Investoren er den som eier obligasjonen, og som Tabell 5 viser står kapitalsterke banker, pensjonskasser og utlendinger for omtrent 70 % av totalt investert volum på Oslo Børs. Utlendinger har hatt en formidabel vekst fra 2004, og er per i dag den største driveren av obligasjonsmarkedet.

Eierstruktur obligasjoner										
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Investorsektor	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Foretak	6,1	6,6	5,9	4,6	5,7	4,3	3,3	4,2	2,4	2,1
Stat & kommune	4,5	4,3	3,6	3,4	2,6	2,1	2,0	1,9	2,0	1,9
Trygdeforvaltningen	6,0	5,8	6,5	6,9	8,6	13,4	15,0	14,7	11,7	10,4
Banker	16,4	14,7	15,7	10,6	11,8	10,6	12,0	15,9	17,9	19,9
Obligasjonsfond	8,1	10,2	11,1	9,5	7,1	6,6	5,9	5,6	6,2	5,9
Kred.for. & Hyp.banker	4,5	3,3	2,5	2,0	1,5	2,9	3,9	3,7	4,8	5,8
Forsikr. & priv.pensj.kas.	38,6	37,9	34,7	32,6	32,0	27,8	23,7	22,7	21,9	23,2
Privatpersoner	4,0	4,3	3,4	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	1,2	0,8
Utlendinger	11,4	13,1	16,7	29,4	30,1	31,5	33,6	30,8	31,8	29,7
Andre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4
Totalt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tabell 5: Eierstruktur i obligasjonslån på Oslo Børs, andel av totalt volum

Disse eierne kjøper og selger obligasjoner i sekundærmarkedet kontinuerlig fra en obligasjon blir utstedt og til den innløses ved forfall. Siden obligasjonen nå ligger ute på det åpne markedet vil prisen påvirkes som følge av det og sendes opp eller ned. I utgangspunktet er imidlertid obligasjonen priset til par value, noe som betyr at kupongrenten tilsvarer rentenivået i markedet ved utstedelse, og investor blir rimelig kompensert (Bodie, Kane, & Marcus, 2011).

I teorien prises en obligasjon som nåverdien av forventet kontantstrøm, og skrives som

$$Pris = \sum_{t=1}^T \frac{Kupong}{(1+r)^t} + \frac{Hovedstol}{(1+r)^T}$$

Her er T antall år til forfall, t et år mellom 1 og T , og r uttrykker investorens avkastningskrav.

I praksis vil en obligasjon som prises til *under* par value få betegnelsen «*discount bond*» fordi kupongrenten nå er lavere enn avkastningskravet, og investor derfor må kompenseres ekstra med en «innebygd» kapitalgevinst. Slike obligasjoner vil oppleve en *positiv* renteeffekt på grunn av differansen mellom pris og par value, i og med at du betaler en lavere pris enn det du vil få tilbake ved forfall.

Kupongrente	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Pris	90 000	100 000	110 000
Effektiv rente	7,47 %	5,00 %	2,83 %

Tabell 6: Effektiv rente på tre obligasjoner priset henholdsvis *discount*, *par*, og *premium*.

En obligasjon som prises til *over* par value får betegnelsen «*premium bond*». Av Tabell 6 ser vi at en slik obligasjon vil få *negativ* renteeffekt, i og med at du betaler en høyere pris enn det du vil få tilbake ved forfall. Prisen på en slik obligasjon vil gradvis gå ned frem mot forfallsdato.

En investor vil sjelden investere kun i obligasjoner, på samme måte som han ofte heller ikke vil investere kun i aksjer. En kombinasjon av aksjer og obligasjoner i investors portefølje har flere fordeler. Diversifisering er en fordel, da obligasjonens lave risiko er en motvekt til aksjens høye risiko. En annen og kanskje like viktig fordel er inntektsstrømmen investor får av å sitte på obligasjonen. I motsetning til aksjer, hvor avkastningen kommer i form av salgsinntekter, vil obligasjoner gi en jevn forutsigbar inntekt som for eksempel kan reinvesteres

2.4.3 Tilrettelegger av obligasjonslån

Tilretteleggelse av obligasjonslån utføres av et meglerhus. Tilretteleggers rolle når det gjelder obligasjoner, er først og fremst å opptre som en profesjonell mellommann mellom selskaper og investor på oppdrag fra utstederselskapet, og mellom børsen og investorer i annenhåndsmarkedet. Vanlige oppgaver for tilretteleggeren er å lede og strukturere prosessen

rundt utstedelse av obligasjonslån. Det innebærer å utforme relevant dokumentasjon, formidle informasjon til potensielle investorer, samt organisere tegning og tildeling.

Tabellen under viser hvilke meglerhus som har tilrettelagt flest obligasjonslån på enten Oslo Børs og Nordic ABM for 2014.

Top Managers in 2014 Bonds

Name	Volume (mNOK)	Share (%)	# of issues
Swebank	24 461,7	19,78 %	137
Nordea	24 313,9	19,66 %	113
DNB	20 700,0	16,74 %	90
SEB Merchant Bankin	14 849,5	12,01 %	74
SpareBank 1 Markets	10 743,0	8,69 %	40
Danske Bank Markets	9 162,8	7,41 %	48
Pareto	8 396,4	6,79 %	15
RS Platou Markets	2 835,3	2,29 %	3
ABG Sundal Collier	2 375,8	1,92 %	6
Handelsbanken	2 310,0	1,87 %	10
Arctic Sec.	2 071,9	1,68 %	5
BNP Paribas	620,1	0,50 %	1
Sparebanken 1 SR-bank	450,0	0,36 %	2
Norne Securties	400,0	0,32 %	9

Tabell 7: Største tilretteleggere av obligasjonslån i 2014. Per 20.04.2014

Av tabellen ser vi at Swedbank er det meglerhuset som har tilrettelagt flest obligasjonslån hittil i år med sine 137 noterte lån og med et volum på 24 461,7 millioner norske kroner. Tett etterfulgt av Nordea som har vært med på å tilrettelegge 113 lån og et volum på 24 313,9 millioner norske kroner.

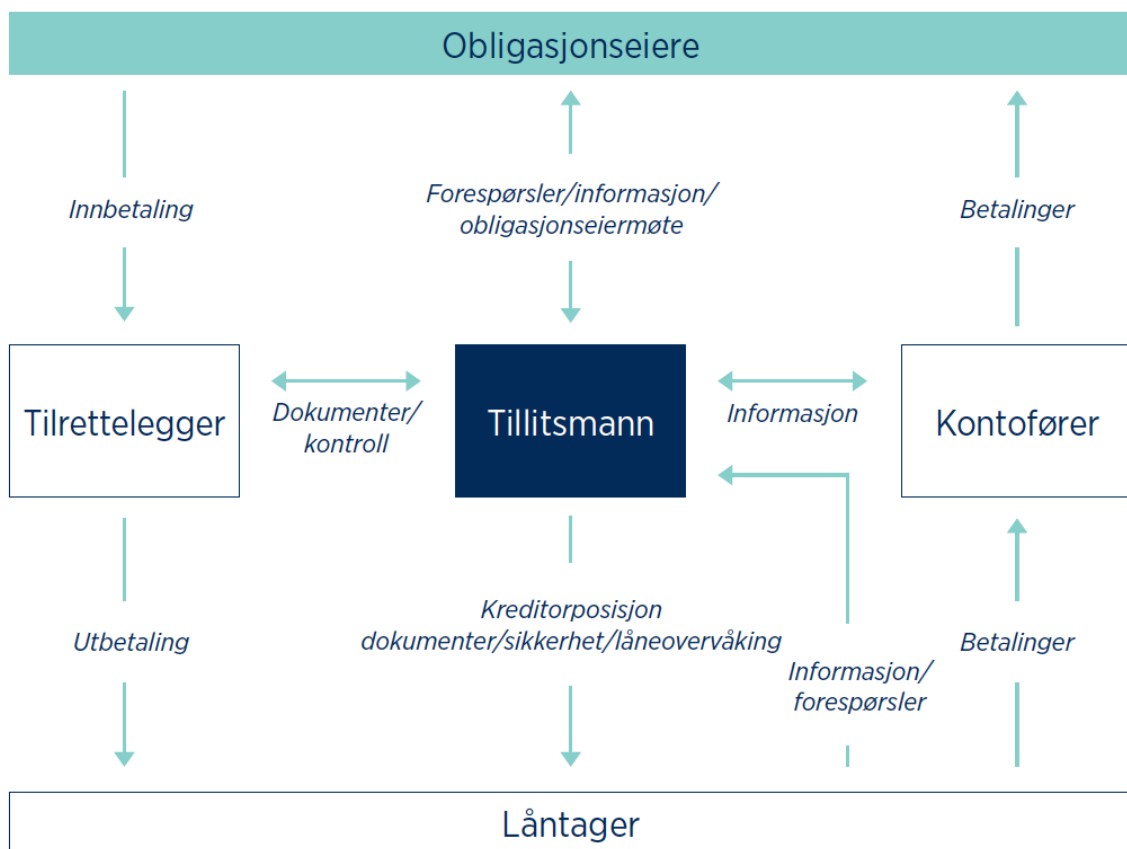
2.4.4 Nordic Trustee

Norsk Tillitsmann ASA ble stiftet i 1993 og er et kunnskaps- og kompetanseorientert selskap med fokus på funksjonen som tillitsmann for rentebærende verdipapirer. Norsk Tillitsmann er Nordens fremste leverandør av tillitsmannstjenester. De har datterselskaper i Sverige (Swedish Trustee AB), Danmark (Danish Trustee Aps) og Finland (Finnish Trustee Oy). Eierne av Norsk Tillitsmann er i hovedsak banker, verdipapirforetak og

livsforsikringsselskaper. Per dags dato er DNB Livsforsikring ASA den største eieren med en andel på nærmere 25 %. Norsk Tillitsmann ASA endret navn til Nordic Trustee i mars 2014 (Nordic Trustee, 2014).

Tillitsmann obligasjonslån

Tillitsmannen skal ivareta rettighetene til alle som investerer i et obligasjonslån overfor utstederen. For selve utstederen utgjør tillitsmannen et kontaktpunkt som samlet representerer investorene i lånet. Det skal gjøre det tryggere for obligasjonseiere og enklere for utstedere.



Figur 5: Tillitsmannens rolle i obligasjonsmarkedet

Tillitsmannen skal overvåke utsteder aktivt, og følge med på at utsteder oppfyller forpliktelsene i henhold til obligasjonsavtalen. Ved mislighold kan tillitsmannen ta rettslige skritt på vegne på obligasjonseierne. Tillitsmannen er representant for alle obligasjonseiere, og som utsteder kan forholde seg til om obligasjonseierne skulle rette direkte krav. Ved konflikter eller ved behov for en reforhandling av låneavtalen kan utstederen i fortrolighet diskutere ulike fremgangsmåter med tillitsmannen.

3 Metode og introduksjon til analysen

Denne oppgaven består hovedsakelig av to analyser, da obligasjonsmarkedet i Norge er delt i to. Kapittel 4.1 vil ta for seg Oslo Børs' marked for renteprodukter, som innebærer en analyse av alle gyldige prospekter registrert og godkjent av finanstilsynet. Kapittel 4.2 er en analyse av den selvregulerte markedsplassen Nordic ABM, som er drevet av Oslo Børs men ikke underlagt børsloven og dermed er unntatt felleseuropeisk regelverk.

3.1 Datainnsamling

Utgangspunktet for oppgaven var å analysere alle prospektpliktige obligasjoner utstedt på Oslo Børs siden finanstilsynet fikk i oppgave å godkjenne disse. Finanstilsynet publiserer enkle opplysninger om hvert prospekt som blir godkjent, inkludert obligasjonslånets ISIN⁶-nummer, som er obligasjonslånets ID-nummer. Prospektene lå ikke tilgjengelig på tilsynets sider, og måtte derfor hentes manuelt fra det aktuelle selskapets nettside og Oslo Børs. Gjennomgangen av alle prospektene var en tidkrevende prosess, særlig fordi det var særdeles viktig å innhente nøyaktige opplysninger.

Prospektene er standardiserte og inneholder detaljert informasjon om lånets størrelse, løpetid, kupongrente mv. Datagrunnlaget baserte seg på informasjon fra omtrent 160 obligasjonslån utstedt i perioden 1. januar 2011 til og med januar 2014, hvor de fleste prospektene er hentet fra selskapenes hjemmesider. All relevant informasjon ble strukturert og klargjort for analysen i vedlagte Excel-ark.

Nordic ABM er en uregulert markedsplass og er derfor unntatt prospektplikt. Likevel blir det utarbeidet en låneavtale mellom utsteder og långiver, hvor viktige opplysninger om lånet fremkommer. Denne låneavtalen er tilgjengelig hos Oslo Børs, da børsen har ansvaret for markedsplassen. For å være konsekvent i forhold til tidsrom registrerte vi kun låneavtaler publisert etter 1. januar 2011, slik at sammenligningsgrunnlaget ble best mulig. Datasettet består av de viktigste opplysningene fra 684 låneavtaler.

⁶ International Securities Identification Number

Datasettets reliabilitet

Vi anser datasettet som svært pålitelig. Prospektene gjennomgår flere faser før det formelt godkjennes av Finanstilsynet. Tall og informasjon som hentes ut er derfor nøyaktig.

3.2 Bakgrunnen for prospektkontroll

Utarbeidelse av prospekt med tilhørende kontroll er i seg selv ikke nytt, og blir regulert ved lov om verdipapirhandel (vphl.). Vphl. § 7-3 omhandler prospektplikt ved notering av obligasjonslån, hvor det stadfestes at prospektplikten gjelder ved notering av obligasjonslån på «norsk regulert marked», altså Oslo Børs. Unntak fra prospektplikten finnes og er omfattet av vphl. § 7-4.

Vphl. § 7-8 omhandler kontroll av prospekt, og sier at Finanstilsynet er prospektmyndighet. Paragrafen er imidlertid endret i 2010, og før denne endringen var Oslo Børs prospektmyndighet. Loven ble endret på bakgrunn av et felleseuropeisk regelverk som sier at «den operative prospektkontrollen fra 1. januar 2011 skal utøves av medlemsstatenes tilsynsmyndigheter» (Finanstilsynet, 2010). I forbindelse med dette ble prospektkontrollen overført fra Oslo Børs til Finanstilsynet 1. mai 2010.

Det er verdt å nevne at såkalte EMTN-program ikke er inkludert i Finanstilsynets oversikt over godkjente prospekt. Dette er låneprogram som gjør det lettere for utstedere å innhente kapital fra utenlandske markeder og annen valuta. Disse programmene er godt utbredt, og for utstedere med en viss størrelse kan slike program stå for hovedkilden til mellom- og langsiktig finansiering [6].

4 Analyse

I analysedelen ønsker vi å se nærmere på strukturen og lånebetingelsene i obligasjonsmarkedet basert på datainnsamlingen vi har gjennomført for perioden 2011-2014. I analysen av strukturen vil se på hvilken obligasjonstype det er vanligst å utstede, fordeling etter sektor, fordeling etter omsetning til utsteder, kredittrating og største utstedere. Deretter vil vi studere lånebetingelsene i markedet, herunder effektiv rente, kupongrente, durasjon, år til forfall og put/call-rettigheter.

Vi har samlet data for begge de to markedsplassene, men hovedfokuset vil ligge på analysen av Oslo Børs. Analysen av Nordic ABM er tatt med for å ha et sammenligningsgrunnlag og for å ha muligheten til å identifisere eventuelle likheter og ulikheter mellom de to markedsplassene.

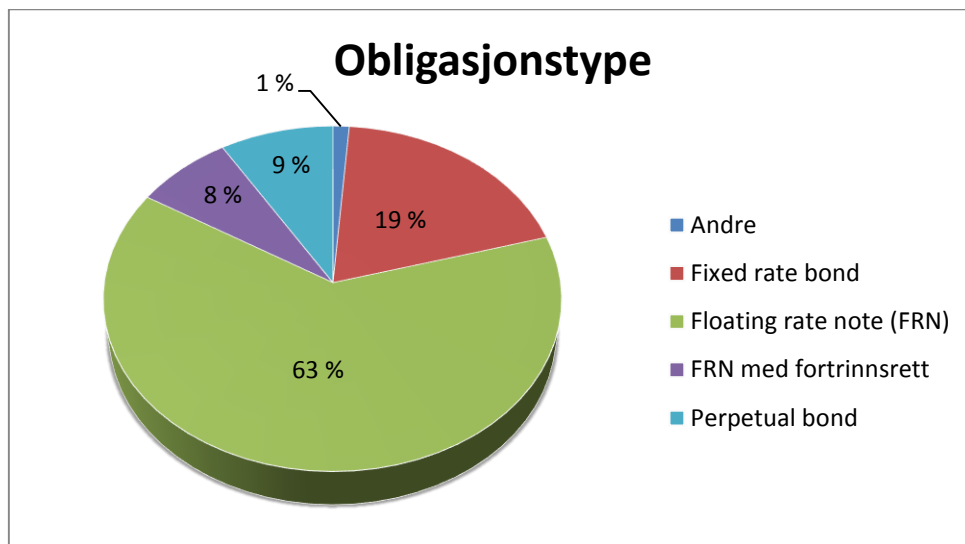
4.1 Analyse av Oslo Børs

Data innhentet fra prospektene registrert hos Finanstilsynet gir en fullstendig oversikt over alle prospektpliktige obligasjonslån utstedt på denne markedsplassen mellom 2011 og 2014. Det er viktig å huske på at dette er ikke en analyse av alle lån som ligger ute på markedsplassen, og kun *nye* prospektpliktige lån utstedt etter 2011 blir analysert.

4.1.1 Analyse av struktur

Typer obligasjoner

Hvilken type obligasjon en velger å benytte avhenger av flere faktorer, men noe av det viktigste er *risiko*. For selskapene er det svært viktig å gjøre obligasjonslånet attraktivt for investorer, og man må derfor ta hensyn til særlig to risikofaktorer; kredittrisiko og renterisiko. De fleste investorene har en viss risikoaversjon, og vil naturlig nok ikke investere i rentepapirer med uforholdsmessig høy risiko.



Figur 6: Fordeling etter typer obligasjoner utstedt i antall på Oslo Børs

I Figur 6 presenterer vi en oversikt over de mest vanlige obligasjonslånene som ble utstedt på Oslo Børs i perioden 2011 – 2014. Denne markedsplassen domineres av obligasjoner med flytende rente, og hele 63 % av alle lån er av typen «FRN» (se vedlegg 2 for en introduksjon). Kun 19 % av alle lån er av typen med fast rente, noe som ved første øyekast kan virke noe overraskende. Valg av obligasjon reflekterer imidlertid også investorenes preferanser, hva etterspør de?

En FRN tar utgangspunkt i en flytende referanserente, ofte tre-måneders NIBOR, og blir av den grunn justert hver tredje måned for å tilsvare referanserenten. I den perioden du sitter på obligasjonen vil du, i motsetning til obligasjoner med fast rente, være beskyttet mot stigende NIBOR. Realiteten er at NIBOR er historisk lav, og har vært svært lav i hele perioden fra 2011 til 2014. Dette vil neppe vare evig, og pengemarkedsrenten vil stige hvis styringsrenten blir satt opp, noe Norges Bank spår vil skje om et års tid [7]. Det er derfor rimelig å anta at investorene og utstedere i større grad tiltrekkes av slike obligasjoner i dag for å fjerne renterisikoen. Et selskap med mange obligasjoner og god spredning mellom typer er Hafslund ASA. Vi tok derfor kontakt med selskapet ved finansdirektør Ketil Wang. Han trekker frem to faktorer som er med på å påvirke valg av obligasjonstyper.

For det første, som vi allerede har nevnt, påpeker han at vi nå har et lavrenteregime som gjør at investorene ikke ønsker fastrentelån med mellomlang løpetid (5 år). Han sammenligner så dette mot situasjonen for noen år siden, da etterspørselen etter mellomlange lån var tiltet mot fast rente, pga. høyere yield-nivå. Han konkluderer med at investorene «er skeptiske til å ligge med lang durasjon, og preferansen er flytende rente opptil 5 år».

Den andre faktoren er risikospredning. De ønsker ikke å sitte med alt i fast rente eller alt i flytende rente. En spredning av forskjellige typer obligasjoner vil spre risikoen, samtidig som man når ut til flere investorgrupper. Han legger til at når de ikke får til ønsket miks i låneporteføljen benytter de f.eks. renteswapper⁷. Dette er selvsagt ikke optimalt og vil koste mer, da det involverer en tredjepart (swap bank) som skal ha sitt. Likevel kan det gi bedre betingelser enn hva alternativet ville vært.

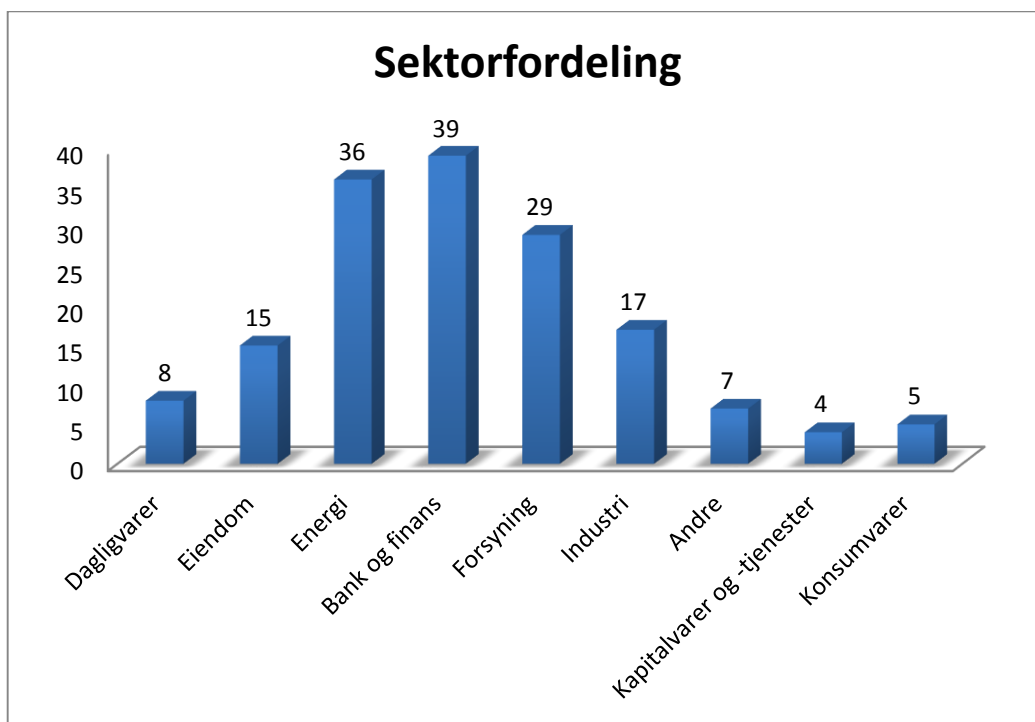
Fordeling etter sektor

Det prospektpliktige obligasjonsmarkedet på Oslo Børs kan i utgangspunktet deles i to; tradisjonelle selskap (industri og produksjon av varer og tjenester) og finansinstitusjoner. Selskapsobligasjoner er dominerende, og vi fant at 76% av antall lån utstedt i perioden er av denne typen. Resterende (24%) er lån utstedt av banker og kredittinstitusjoner. Vi har delt vanlige selskapsobligasjoner inn i sektorer for å identifisere hvilke typer selskap som dominerer, samt lagt inn finanssektoren for en sammenligning. Sektorinndelingen er delvis basert på GICS⁸, men vi har skilt ut eiendom som egen sektor.

Figuren under viser fordelingen, og som vi ser er obligasjoner av finansielle institusjoner hyppigst utstedt. Av vanlige selskap er sektorene energi og forsyning dominerende. Begge disse sektorene krever store og kostbare investeringer. Energisektoren består i all hovedsak av olje- og oljeservicebedrifter, en sektor avhengig av store og langsiktige investeringer. Forsyningssektoren består utelukkende av kraftselskap. Disse selskapene vil alltid ha kapitalkrevende investeringer i strømnnett og infrastruktur.

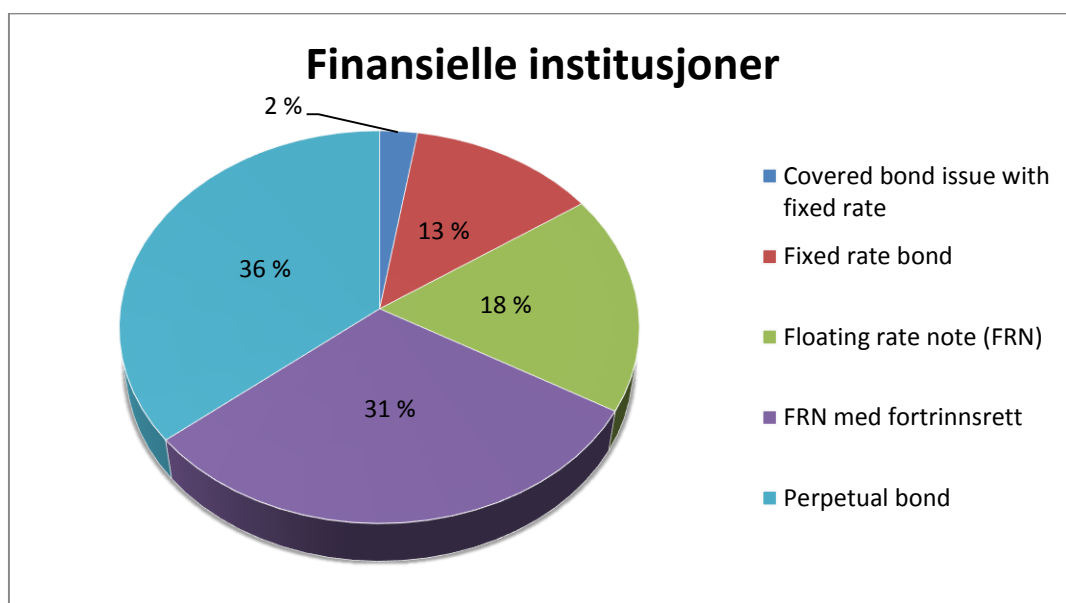
⁷ Renteswap er brukt for å «swappe» mellom flytende rente og fast rente. Anta at du får gode betingelser med flytende rente, mens noen andre kan «swappe» mot god fast rente. Du kan da involvere en tredjepart (Swap bank) som gjennomfører det praktiske rundt swappen med motparten. Alle vil i så måte tjene på dette, og god miks mellom fast og flytende rente kan oppnås.

⁸ Global Industry Classification Standard



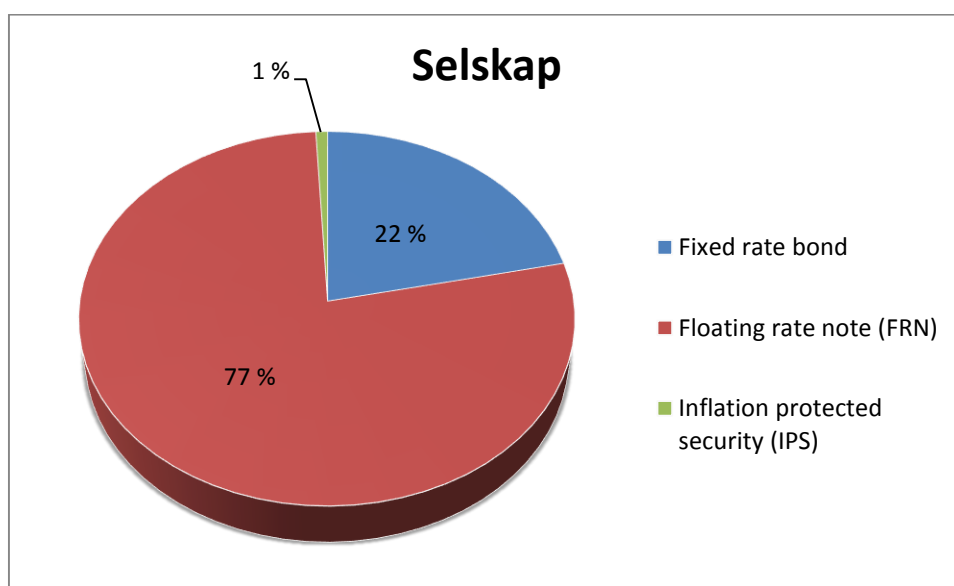
Figur 7: Sektorer representert på Oslo Børs. Antall obligasjoner

Diagrammet over gir en oversikt over dominerende sektorer, og det vil være interessant i denne sammenhengen å studere hvilke obligasjonstyper som er vanligst i de respektive sektorene. Først vil det være naturlig å skille mellom finansielle institusjoner og selskap generelt før vi bryter dette ned ytterligere.



Figur 8: Typer obligasjoner utstedt av finansielle institusjoner

For finansielle institusjoner er spredningen god, og vi kan se at evigvarende obligasjoner er mest benyttet. Det som imidlertid også kjennetegner denne sektoren er to typer obligasjoner med flytende rente. I tillegg til den ordinære typen FRN er det i 31 % av tilfellene utstedt en variant med fortrinnsrett, dvs. obligasjonslån med en underliggende sikkerhet. Slike lån utstedes av kredittinstitusjoner, hvor Sør Boligkreditt AS og Sparebank 1 Næringskreditt AS er dominerende utstedere. Disse plasserer utestående boliglån som sikkerhet i obligasjonslån med flytende rente, og vil med dette redusere både kredittrisikoen og renterisikoen. Kupongrentene på slike lån er derfor svært lave.

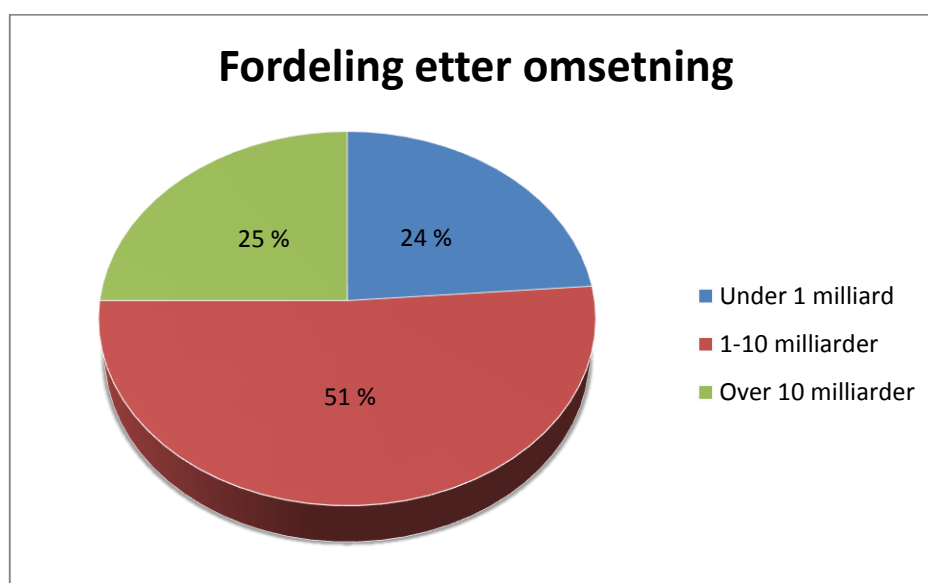


Figur 9: Typer obligasjoner utstedt av selskaper

Selskapsobligasjonene domineres av vanlige FRN's og obligasjoner med fast rente, hvor førstnevnte står for hele 77 % av alle lån. Bryter man dette ytterligere ned vil man se at sektorene energi og industri utsteder nesten bare FRN's. Forsyningssektoren skiller seg ut med forholdsvis høy andel obligasjoner med fast rente. Da slike obligasjoner ofte har betydelig lengre løpetid enn FRN's kan dette tyde på at forsyningssektoren er mer interessert i langsiktige lån, sannsynligvis på grunn av store og langsiktige investeringer i strømmettet [8]. Dessuten er kredittrisikoen lav for slike selskap, selv om fremtiden ifølge NVE er noe usikker i forhold til økt belastning på kraftnettet som følge av klimaendringer [9].

Fordeling etter omsetning

Vi har valgt å ta med omsetningstall for å kunne karakterisere utstedernes størrelse på Oslo Børs og Nordic ABM. For hvert lån har vi innhentet bedriftens omsetningstall for foregående år. I kapittel 5.3 vil vi for øvrig ta dette videre og sette omsetningstallene i sammenheng med finansiering av små og mellomstore bedrifter, da det kan være interessant å se om slike bedrifter får tilgang til dette markedet.

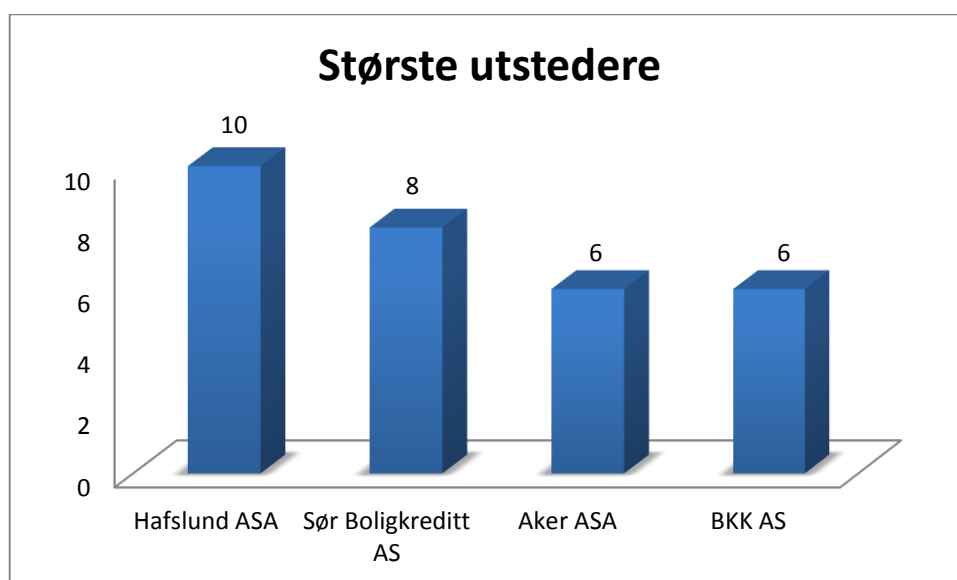


Figur 10: Fordeling etter omsetning til utstedere på Oslo Børs

Oslo Børs domineres i hovedsak av store utstedere, og hele 76 % av utstederne har en omsetning over 1 milliard. Over halvparten (51 %) har mellom 1 og 10 milliarder i omsetning. Av utstedere med mindre enn 1 milliard i omsetning er finansielle institusjoner uten tvil mest representert, og står for 66 % av antall lån. Dette står i sterk kontrast til datasettet som helhet, hvor kun 24 % er utstedt av finansielle institusjoner.

Største utstedere

Største utsteder i perioden vi undersøkte er kraftselskapet Hafslund ASA, fulgt av Sør Boligkreditt AS, Aker ASA og kraftselskapet BKK.



Figur 11: Største utstedere i antall på Oslo Børs

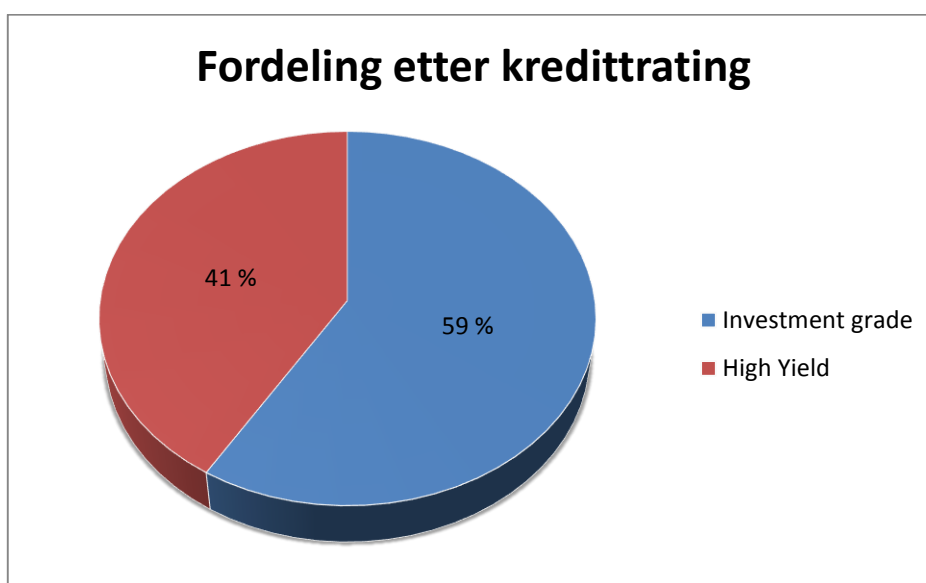
Ketil Wang i Hafslund ASA trekker frem flere faktorer som han mener spiller en rolle. Først trekker han frem et forholdsvis stort investeringsbehov, og på grunn av at de største eierne ønsker høy grad av belåning benytter de obligasjonslån. Videre poengterer han at Hafslund ASA ikke anvender internasjonale obligasjonsmarkeder, da de ikke er spesielt store sammenlignet med andre aktører, og derfor ikke har offisiell rating hos kreditbyråene. Dette er et godt poeng, da oversikten vår ikke fanger opp lån som er unntatt prospektplikt. Dette inkluderer lån som er notert i andre land og såkalte EMTN-program (Euro Medium Term Notes). Statoil ASA, Norges største børsnoterte selskap, henter inn mesteparten i utlandet gjennom EMTN-programmet og obligasjoner notert andre steder enn Norge [10].

I tillegg er deres erfaring at de må betale mer for store emisjoner. Derfor har de valgt en strategi med å utstede «små» lån, ofte «bare» 300 millioner, noe som igjen medfører at de vanligvis gjør flere emisjoner hvert år. I tillegg har Hafslund en refinansieringsstrategi som innebærer at de emitterer relativt lite på lange løpetider, sjelden over 7 år, noe som gir hyppigere låneforfall og refinansieringsmuligheter.

Avslutningsvis sier Wang at mange utestående obligasjoner til enhver tid vil gi investorene en større «meny» å velge fra. Dette gir Hafslund mer oppmerksomhet, noe som gir høyere likviditet i deres obligasjoner, noe som igjen forhåpentligvis gir bedre lånebetingelser for Hafslund. Likevel er det ikke et overordnet mål å ha mange obligasjoner i markedet, og ved overskuddslikviditet kjøper de tilbake egne obligasjoner, for nettopp å stimulere likviditet.

Kredittrating

På Oslo Børs har de fleste utstederne en eller annen form for kredittrating. En del har offisielle ratinger fra Moody's og S&P, og dette gjelder særlig større banker og kredittinstitusjoner. Flesteparten av resterende utstedere er vurdert av andre leverandører av finansielle tjenester, som for eksempel SEB, Swedbank, og Nordea Markets. En liten andel har ingen kredittvurderinger, og er følgelig utelatt fra oversikten under.

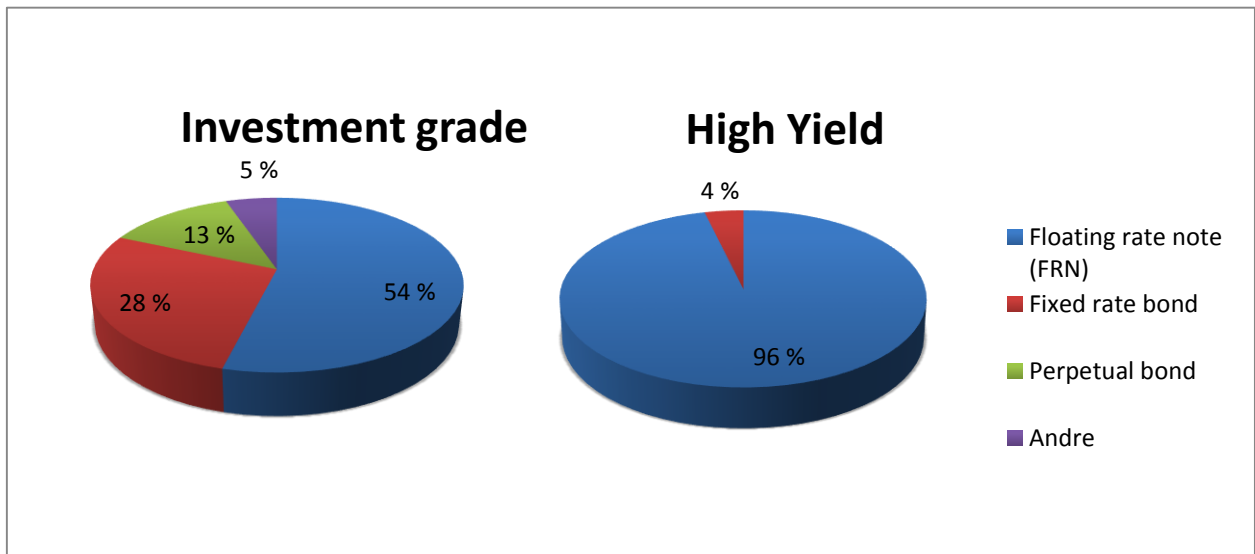


Figur 12: Antall lån fordelt etter kredittrating

Av alle lån utstedt i perioden er 59 % utstedt av utstedere klassifisert som «Investment Grade». Som nevnt i kapittel 3 er dette trygge utstedere å investere i, med lav sannsynlighet for mislighold av sine forpliktelser. Finansielle institusjoner er sterkt representert, og samtlige med unntak av én islandsk bank er registrert som «Investment Grade». Når det gjelder selskapsobligasjoner er det en overvekt (55 %) av såkalte «High Yield» -selskaper. Som nevnt tidligere er Oslo Børs den tredje største markedsplassen i verden for høyrenteobligasjoner, så det er ikke uventet at slike obligasjoner utgjør en så stor andel. Denne situasjonen kan si noe om risikobildet i disse to markedene isolert, men også obligasjonsmarkedet generelt. Med et stadig større high-yield marked, som spiser andeler av investment grade-markedet, ser vi muligens et marked hvor investorer er villige til å ta stadig større risiko. Med å ta større risiko får man høyere rente og dermed høyere forventet avkastning. Det lave rentenivået kan dermed

føre til at investor må ta større risiko for å oppnå avkastningskravene, ohøyrenteobligasjoner kommer inn i bildet

Det er også interessant å se nærmere på hvilke typer obligasjoner utstederne foretrekker i henholdsvis investment grade-markedet og high yield-markedet. Dette kan også si noe om risikonivået i markedet.



Figur 13: Typer obligasjoner, antall lån, i investment grade-segmentet og high yield-segmentet

Figur 13 viser en viss spredning blant «investment grade»-utstedere med en overvekt på obligasjoner med flytende rente. Når det gjelder high yield-markedet består dette markedet nesten utelukkende av FRN's. Én forklaring til dette kan være selskapers tilstedeværelse i dette markedet. Selskaper har generelt lavere kredittsikkerhet enn finansielle institusjoner, og for å gjøre seg attraktiv i markedet vil de i større grad benytte seg av obligasjoner som reduserer renterisikoen. Det er den senere tiden satt fokus på akkurat dette, og er blitt advart mot å investere for mye i slike obligasjoner fordi du sitter igjen med høyere kredittrisiko (Vanguard Research, 2014). Denne påstanden stemmer godt overens med disse resultatene; FRN's er mest vanlig blant utstedere med høyere kredittrisiko.

4.1.2 Lånebetingelser

Effektiv rente

Ved beregning av lånets effektive rente er særlig to faktorer viktig: pris og kostnadene ved notering. Faktisk pris på obligasjonen er den avgjørende faktoren for hvilken effektiv rente investor vil oppnå. Når et obligasjonslån utstedes, som er utgangspunktet for prospektanalysen vår, er obligasjonene priset til par value. Prisfaktoren vil med andre ord ikke påvirke den effektive renten på dette tidspunktet. Dette skjer først når obligasjonene handles i annenhåndsmarkedet.

En annen faktor som påvirker effektiv rente på lånet er kostnader ved notering, som inkluderer kostnader til Finanstilsynet, meglerhus, tillitsmannstjenester og Oslo Børs. Disse kostnadene belastes utsteder, og vil ikke påvirke investors kontantstrøm. Med andre ord vil disse kostnadene påvirke den effektive renten utsteder må betale for lånet.

Det er imidlertid vanskelig å identifisere alle kostnadene knyttet til lånet, da nye kostnader kan påløpe i løpet av lånets levetid, f.eks. gjennom tilleggsavtaler og utvidelse av lånet (Nordic Trustee). I tillegg varierer det fra prospekt til prospekt hvilke kostnader som oppgis, slik at det blir vanskelig å bruke disse kostnadene. Ofte blir under 10 % av totale kostnader oppgitt i prospektet. Man må derfor innhente kostnadene for hvert prospekt manuelt.

Kostnadene til Finanstilsynet er faste gebyrsatser som går på selve kontrollen av prospektet. Disse kostnadene er flate og utgjør grovt sett i overkant av NOK 100 000 (se Vedlegg 3).

Når det gjelder Oslo Børs er kostnadsbildet mer komplisert. Det påløper en liten fast registreringsavgift og en kursnoteringsavgift. Vi var i kontakt med Senior Listing Manager Grønlien ved Oslo Børs, og hun kunne fortelle at kursnoteringsavgiften betales hvert år frem til forfall. Den avhenger av størrelsen på lånet (totalt utestående beløp) og endres hvis lånet utvides eller reduseres underveis. I tillegg er avgiften høyere for selskap som ikke har noterte aksjer på Oslo Børs. Har man ikke noterte aksjer har første lån høyere avgift enn lån nummer to.

Nordic Trustee har også et forholdsvis komplisert kostnadsbilde, og avhengig av sektor varierer kostnadene etter hvor stort lånet er, antall lån utstedt(OMF), og løpetiden på lånet (kommuneobligasjoner). «Øvrige utstedere», eller såkalte industrilån, har et bredt prisintervall mellom NOK 40 000 og NOK 500 000 uten videre spesifisering. I håp om å få mer detaljert informasjon kontaktet vi Karianne Bruland hos Nordic Trustee, men hun kunne ikke gi noen

konkret oversikt. Hun forteller at hvert lån vurderes separat når de mottar lånebeskrivelsen, og at følgende faktorer spiller inn i prissettingen:

- Type obligasjon og type sikkerhet: Er obligasjonen sikret eller usikret, og hvilken sikring er eventuelt brukt?
- Lånets struktur.
- Er det mye oppfølging underveis i lånets løpetid? Hvor omfattende er arbeidet i forbindelse med lånedokumentasjonen?
- Hvem som er utsteder. Er utsteder norsk eller internasjonal?

Hun kunne imidlertid fortelle at kostnadene for lån utstedt av norske kraftselskap starter på NOK 40 000. Usikrede lån med enkel struktur og norsk utstedere ligger rundt NOK 100 000 i årlig honorar. Dette er utgangspunktet, og honoraret øker i henhold til faktorene over. Honoraret til Nordic Trustee betales årlig.

Meglerhusene står for en stor del av kostnadene knyttet til noteringen, men Kjetil Hansson hos Nordea kan fortelle at honoraret er konfidensielt og varierer fra lån til lån, spesielt mellom «high yield» og «investment grade». Kostnadene for «high yield» -lån er naturlig nok høyere. Et av selskapene som noe overraskende oppgir totale kostnader er Entra Eiendom og låneprospektet NO0010670995. I dette prospektet kommer det frem at honorar til tilrettelegger er NOK 750 000, et forholdsvis høyt engangsbeløp. Honorar til Nordic Trustee er for øvrig NOK 75 000 per år.

Som en konsekvens av at honoraret til tilrettelegger er utilgjengelig, og at honoraret til Nordic Trustee bare delvis er tilgjengelig, velger vi å *ikke* beregne effektiv rente med de få kostnadene vi har. Effektiv rente vil i så tilfelle være tilnærmet lik kupongrenten. Om vi hadde inkludert alle kostnader ville effektiv rente vært forholdsvis nær kupongrenten, da kostnadene utgjør lite i forhold til totalt lånebeløp. Et eksempel kan være lånet til Entra Eiendom, hvor kostnadene til tilrettelegger er oppgitt. Lånet har en kupongrente på 5,00%, og en effektiv rente første år på 5,05%.

Kupongrente

I tabellen under er kupongrentene sortert etter type og kredittrating. Vi har også inkludert standardavviket, høyeste kupongrente, laveste kupongrente og median for å få et bilde av spredningen i datasettet.

Kredittgruppe	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Maks	Min	Median
Investment Grade	4,10 %	1,48 %	8,24 %	1,62 %	3,80 %
- Floating rate note (FRN)	3,53 %	1,70 %	8,24 %	1,62 %	3,48 %
- Fixed rate bond	4,24 %	0,71 %	5,90 %	3,05 %	4,00 %
High Yield (FRN)	7,19 %	1,82 %	13,13 %	3,92 %	6,81 %

Tabell 8: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter obligasjonstype og kredittrating

Tabell 8 viser, ikke overraskende, at high yield-markedet gir betydelig høyere kupongrente. Fast rente er utelatt fra dette markedet da datasettet vårt består av 96 % FRN og vi derfor ikke har et sammenligningsgrunnlag. Standardavviket indikerer at så lenge utsteder har investment grade-rating så får man gode vilkår. For high yield-selskap er spredningen større da det er større usikkerhet rundt kredittrisikoen.

Det er interessant å se nærmere på investment grade-markedet, hvor datagrunnlaget er godt for både FRN's og lån med fast rente. Lån med fast rente gir i snitt noe høyere kupongrente enn FRN's. Det er grunn til å tro at en del skyldes noe høyere kredittpremie på lån med fast rente, delvis forklart av lengre løpetid på fastrenteobligasjoner. Jørgen K. Sæbø har i temaartikkelen «*Risikopremier i norsk kreditt*» studert obligasjonshandler på Oslo Børs i 2008 og 2009. Fastrenteobligasjoner hadde i gjennomsnitt en kredittpremie på 333,1 bp⁹, mens FRN's hadde en noe lavere kredittpremie på 304,1 bp. Resultatet kan ikke sammenlignes direkte med vårt resultat¹⁰, men vi kan bekrefte at resultatene peker i samme retning.

Tradisjonelt skal kredittmarginen forklares av forventet tap ved konkurs, men i praksis er ikke dette hele forklaringen. Historisk har man fått «bedre betalt» for å investere i selskapsobligasjoner enn det som er optimalt for å kompensere for kredittrisikoen man tar som investor. Denne differansen blir vanligvis kalt «*The Credit Spread Puzzle*». Perioden

⁹ Ett basispoeng tilsvarer 0,01%

¹⁰ Tidspunktet for innhenting av data er forskjellig: Obligasjonsmarkedet påvirkes av den økonomiske utviklingen, og markedet har kommet seg på beina igjen etter finanskrisen, som var utgangspunktet for «Risikopremier i norsk kreditt».

1997-2003 hadde en gjennomsnittlig kredittmargin mellom selskapsobligasjoner og statsobligasjoner på 170 bp, samtidig som tap fra mislighold var på 20 basispoeng, altså var kompensasjonen mye høyere enn forventet tap (NBIM, 2011). Det er gjort flere forsøk opp gjennom tidene på å forklare kredittmarginen, og studier som Driesen (2005), Elton et.al. (2001) og Perraudin & Taylor (2003) finner at likviditet, skatteregler og Fama-French faktorene er viktige element. Likevel har ikke forskningen gitt et fullstendig svar, og hele kredittmarginen er ikke forklart. Vi vil derfor nøye oss med å stadfeste at FRN's har noe høyere kredittmargin enn lån med fast rente.

Sektor	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Maks	Min	Median
Bank og finans	4,75 %	2,06 %	8,49 %	1,62 %	4,55 %
Eiendom	4,29 %	1,44 %	7,09 %	2,94 %	3,64 %
Energi	7,60 %	1,91 %	13,13 %	4,65 %	7,08 %
Forsyning	3,74 %	0,88 %	6,70 %	2,68 %	3,53 %
Industri og tjenester	6,19 %	1,71 %	9,74 %	3,50 %	6,25 %

Tabell 9: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt på sektor

Gjennomsnittlig kupongrente er ikke overraskende høyest for energisektoren med 7,60 %, fulgt av industrivarer- og tjenester. Grunnen til dette er at så å si alle energiselskap er såkalte «high yield»-selskap, og det fører naturlig nok med seg høyere kredittrisiko og dermed høyere kredittpremie. Av alle registrerte high yield-obligasjoner er 57 % utstedt av energiselskap.

Forsyningssektoren har lavest gjennomsnittlig kupongrente og standardavvik. Vi registrerer også at finanssektoren har det høyeste standardavviket og høyere kupongrente enn både forsyning og eiendom. Noe av grunnen til dette er sannsynligvis fordelingen av ulike typer obligasjoner i sektoren (se Figur 8 og analysen av struktur). Perpetual bonds, som er den mest brukte obligasjonstypen i finanssektoren, har generelt høyere kupongrente enn ordinære obligasjoner, hovedsakelig fordi disse ikke har noen forfallsdato og dermed høyere usikkerhet/risiko. Når flere typer obligasjoner med forskjellig risikoprofil er representert gir dette et større sprik, som igjen reflekteres i standardavviket. Datasettet består av obligasjoner med svært lave kupongrenter og standardavvik (OMF) og obligasjoner med betydelig høyere kupongrenter (perpetual bonds), slik at spredningen blir stor. Ser man isolert på OMF og perpetual bonds, har disse en gjennomsnittlig kupongrente på henholdsvis 2,41% og 6,62% og et standardavvik på 0,51% og 0,95%.

	Omsetning (i mill)	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Maks	Min	Median
Bank og Finans	0 - 1000	4,24 %	2,25 %	8,49 %	1,62 %	3,39 %
	1000 - 10 000	5,56 %	1,56 %	8,24 %	3,00 %	5,52 %
Energi	0 - 1000	9,39 %	1,35 %	11,33 %	7,69 %	9,65 %
	1000 - 10 000	7,42 %	1,85 %	13,13 %	4,65 %	7,06 %
	10 000 <	6,12 %	0,44 %	6,71 %	5,53 %	6,15 %
Forsyning	0 - 1000	5,31 %	1,97 %	6,70 %	3,92 %	5,31 %
	1000 - 10 000	3,64 %	0,75 %	4,80 %	2,68 %	3,30 %
	10 000 <	3,60 %	0,65 %	4,90 %	2,76 %	3,53 %

Tabell 10: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter utsteders omsetning

Figuren over viser en litt mer detaljert oversikt over de ulike sektorene basert på utsteders omsetning. Både forsyningssektoren og energisektoren viser samme trend; kupongrenten og standardavviket er avtagende med en økning i omsetningen. Dette vises særlig godt i energi, hvor selskap med lav omsetning ofte har tosifret kupongrente.

Bank og finans viser ikke samme trend, og krever igjen noe tolkning av resultatet. Grunnen til at små utstedere (0 – 1 milliard) opererer med lave kupongrenter er at kredittinstitusjonene som utsteder OMF (svært lav kupong) kommer inn under denne kategorien. Disse har ofte lavere omsetning og er datterselskap av større banker.

Lånestørrelse (i mill)	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Max	Min	Median
0 - 500	5,73 %	2,18 %	11,33 %	1,62 %	5,82 %
500 - 1000	5,47 %	2,06 %	9,91 %	5,47 %	5,47 %
1000 <	4,25 %	2,00 %	13,13 %	2,09 %	3,90 %

Tabell 11: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter størrelse på lånet

Tabell 11 viser at kupongrenten og standardavviket er avtagende med en økning i størrelsen på lånet. Dette henger sammen med resultatet i Tabell 10, noe som er naturlig i og med at utstedere med større omsetning har bedre muligheter for å utstede store lån.

Durasjon

I kapittel 2.4.2 introduserte vi to hovedformer for durasjon, Macaulay Durasjon og Modifisert Durasjon. I tillegg forklarte vi hvorfor durasjon er et uegnet risikomål for FRN's, og det er derfor unødvendig å regne ut modifisert durasjon. Så å si alle våre obligasjoner med flytende rente er basert på 3 mnd. NIBOR, og vil derfor ha en durasjon mellom 0 og 0,25 år selv om obligasjonen ikke forfaller før om 7 år. En kan selvsagt ta noen forutsetninger, for eksempel ved å holde NIBOR fast, men vi mener det blir feil å gjøre dette da det ville gitt et unaturlig risikobilde, hvor lån med flytende rente blir fremstilt med altfor høy durasjon og unaturlig høy renterisiko.

På grunn av dette er det naturlig å skifte fokus fra en tallmessig tilnærming på durasjon. Dagens rentenivå, i kombinasjon med forventet svak vekst fremover, gir en vridning i etterspørselen mot mellomlange lån med flytende rente. Faremomentet med slike lån er avkastningen på disse lånene hvis renten skulle vise seg å forbli uendret de neste årene. Lån med flytende rente har vist seg å prestere svært dårlig under dårlige tider.

Investeringsanalytiker Don Bennyhoff hos investeringselskapet Vanguard trekker frem et eksempel på hvor dårlig FRN's presterer i nedgangstider (Vanguard Research, 2014):

“It seems as if the only risk some investors worry about in the bond market is interest rate risk, and FRNs do have very low duration. The impact of credit risk on performance shouldn't be underestimated, though. For example, when credit spreads widened during 2008, the Credit Suisse Leveraged Loan Index (a floating-rate funds benchmark) returned -28.8%, underperforming the Barclays U.S. Aggregate Bond Index by 34 percentage points.”

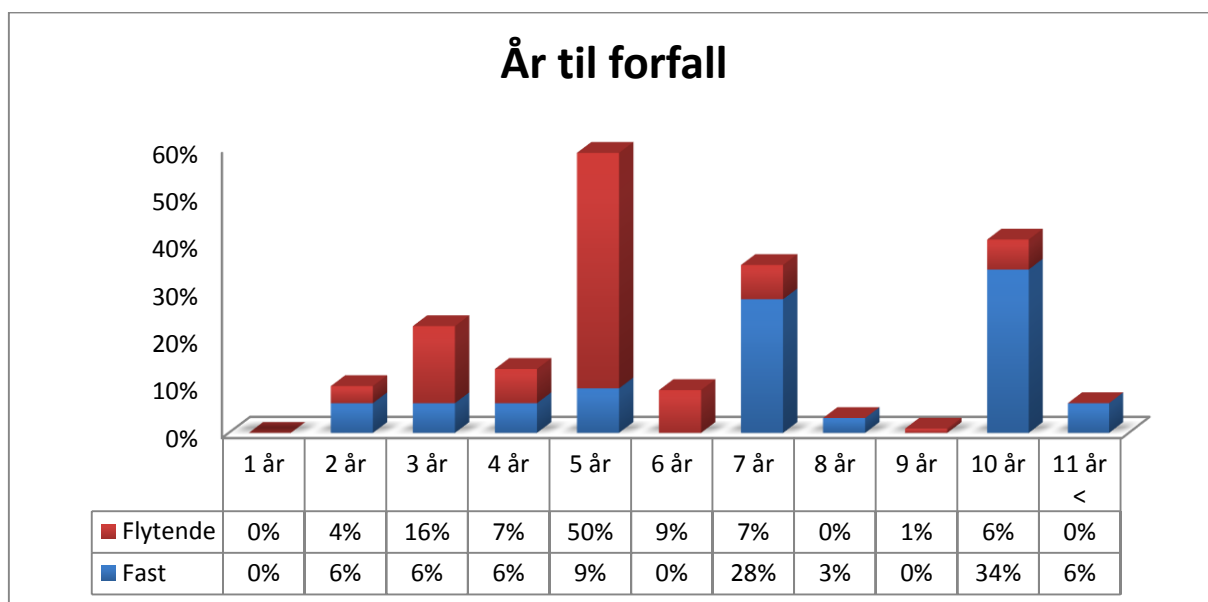
Poenget i dette er at man fort kan få et for ensidig syn på risikoen, og dermed undervurdere kredittrisikoen knyttet til FRN's. Å eliminere renterisikoen kan kanskje høres bra ut, men som med alt annet innen økonomi kommer det selvsagt en «trade off», eller avveining, mellom ulike risikotyper. Durasjon står i utgangspunktet sentralt i risikovurderinger av obligasjoner, men er ikke det eneste målet på obligasjoners risiko. En kan som sagt si at durasjon er et unødvendig risikomål for FRN's, og man bør i stedet se på andre risikofaktorer knyttet til økonomiens utvikling og kredittrisiko.

Dagens obligasjonsmarked i Norge er preget av FRN's, og det virker det som at det er her etterspørselen ligger blant investorer. Forventningene i markedet er derfor vridd mot

økonomisk vekst og økt rentenivå fremover, i tråd med Norges Bank rentebane¹¹. Likevel har Norges Bank i det siste hatt en tendens til å utsette den forventede økningen i styringsrenten. En svekkelse av økonomien fremover kan i så fall bidra til å svekke lønnsomheten til lån med flytende rente, da disse presterer best ved økt rentenivå. Svært lav durasjon kommer altså med en pris avkastningsmessig om markedet ikke utvikler seg positivt fremover.

År til forfall.

Antall år til forfall har som nevnt sterk innvirkning på obligasjonens durasjon, eller risiko, og spiller en stor rolle i investors obligasjonsstrategi og valg av risikoprofil. Lengden på et obligasjonslån vil i så måte være en sentral lånebetingelse, og løpetiden må være slik at det er attraktivt for investor.



Figur 14: Obligasjoners løpetid på Oslo Børs, antall lån

Figur 14 viser fordelingen etter løpetid. Vi observerer at det totalt sett er en overvekt av obligasjoner med en løpetid på 7 år eller mindre. 5 års løpetid er det mest vanlige for lån med flytende rente og over 50% av alle fastrenteobligasjoner har en løpetid på 7 år eller 10 år. Trenden er altså en overvekt av FRN's blant obligasjoner med kortere løpetid og en overvekt

¹¹ Norges Bank har et inflasjonsmål på 2,5%. Rentebanen innebærer at styringsrenten settes slik at dette målet nås. I tillegg vil andre faktorer også påvirke rentebanen, som f.eks. en robust pengepolitikk.

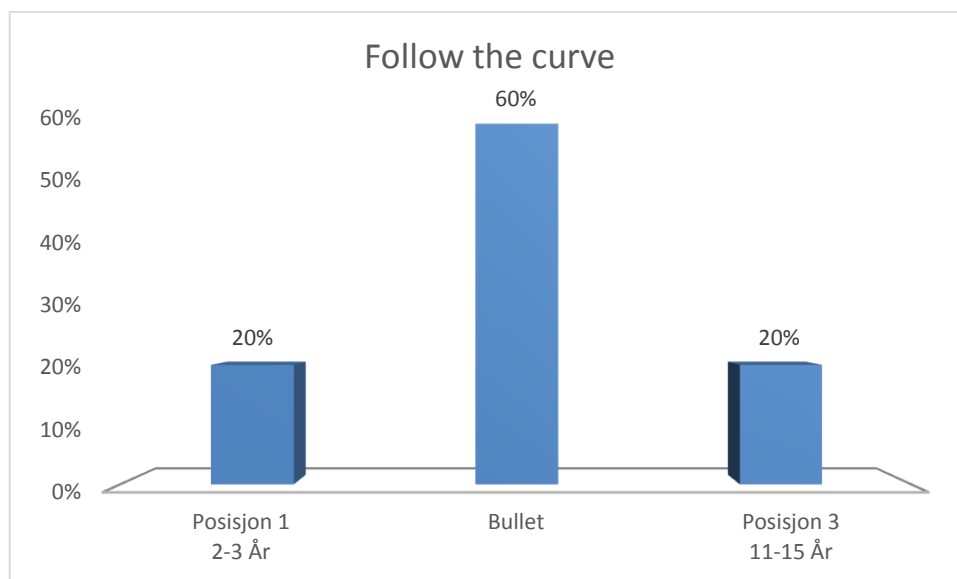
av fastrentelån blant lån med lengre løpetid. Obligasjoner med fast rente har generelt noe lenger løpetid. I gjennomsnitt har fastrenteobligasjoner 2,83 år lenger løpetid.

Som nevnt tidligere er markedet i dag dreid mot obligasjoner med forholdsvis kort løpetid og flytende rente, noe vi også fikk bekreftet av Ketil Wang hos Hafslund. Obligasjonenes løpetid gjenspeiler i så måte markedspreferansene, og kan si noe om markedets syn på fremtiden i økonomien. Investorene vil ikke investere i lange lån med fast rente når de forventer økonomisk vekst og økt rentenivå. Wang påpeker at Hafslund i tillegg til å ha en egen refinansieringsstrategi, tilpasser seg markedet «ved å utstede lån i løpetids og rentesegmenter vi vet at etterspørselen er stor, for da blir prisen for Hafslund god». Dette har resultert i at storparten av Hafslunds lån har en løpetid på 7 år eller mindre.

Hafslund velger altså å utstede lån med forholdsvis kort varighet for å tilpasse seg etterspørselen, en etterspørsel drevet av investors preferanser og strategier. Derfor er det naturlig å sammenligne resultatene med ulike porteføljestrategier, og vi har valgt to ulike strategier basert på to ulike syn på den økonomiske fremtiden. Strategiene er omtalt i kurset Investment Analysis ved Philip Viehl.

«Follow the curve»-strategien

Dette er en strategi som brukes når økonomien opplever normal vekst og rentekurvene er normale. Strategien går ut på at du posisjonerer deg på tre tidspunkt over en periode på 11-15 år, dvs. at man kjøper obligasjoner med tre forskjellige forfallsdatoer (se Figur 15).



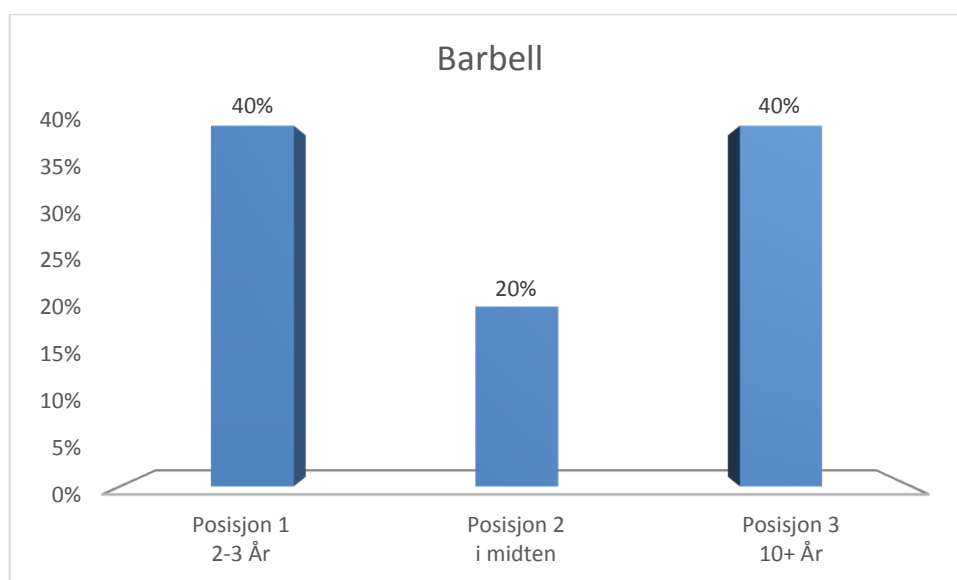
Figur 15: Follow the curve-strategien

Posisjon to, eller «bullet» som posisjonen blir kalt, består av 60 % eller mer av totalt investert beløp, og skal ha en balanse mellom rente, avkastning og durasjon. For å finne ut hvilken løpetid denne obligasjonen skal ha tar man utgangspunkt i rentekurven, og investerer i obligasjoner der kurven begynner å flate ut. I en normal økonomi vil 5-7 år være naturlig (se Figur 3). Posisjon 1 og 2 er støtteposisjoner, og deres funksjon er hovedsakelig å styre porteføljens durasjon. Kjøper du en obligasjon med forfall om 15 år vil den ha høyere durasjon enn om du kjøper en obligasjon med forfall om 11 år. Dermed kan du redusere porteføljens durasjon ved å trekke posisjon 3 nærmere «bullet». Akseptabel risiko for hele porteføljen varierer fra investor til investor, men en tommelfingerregel sier at porteføljens durasjon ikke skal overstige tiden til forfall på «bullet»-posisjonen.

Som vi ser av Figur 14 har de fleste obligasjonene en løpetid på 7 år eller mindre, med en overvekt på 5 år, samt noen få med 10 års løpetid. Dette underbygger og stemmer godt overens med det Wang sier om etterspørselen i markedet. Investors preferanser er godt tilpasset «follow the curve»-strategien med en overvekt av lån med mellomlang løpetid, særlig fastrentelån med en løpetid på 7 år. Dette indikerer i sum at investorer har et positivt syn på den økonomiske utviklingen fremover.

«Barbell»-strategien

Denne strategien brukes når investorene har liten tiltro til økonomien og forventer en utflating med tilhørende endringer i markedsrentene. Strategien innebærer at du som investor posisjonerer deg hovedsakelig i kortsiktige obligasjoner og langsiktige obligasjoner. Posisjonering i kortsiktige obligasjoner vil gi en beskyttelse mot stigende renter på kortsiktige lån, noe som ofte er tilfellet for kortsiktige renter i nedgangstider (viser til kapittel om rentekurver). Kortsiktige obligasjoner gjør det enklere for investor å reinvestere pengene til høyere renter. Tilsvarende vil en posisjonering i langsiktige obligasjoner beskytte deg mot synkende markedsrenter, noe som jo kjennetegner lange lånerenter i nedgangstider. Investor vil da «låse inn» en høyere rente i lang tid fremover om økonomien skulle svekkes.



Figur 16: "Barbell"-strategien.

Sammensetningen av en «Barbell»-portefølje er vist i Figur 16. Merk at Posisjon 1 skal bestå av obligasjoner med en løpetid på to til tre år, med fokus på reinvestering. Posisjon 3 skal bestå av obligasjoner med løpetid på over ti år. Her vil man kjøpe obligasjoner med høy durasjon slik at man kan utnytte renteendringen i størst mulig grad mens man sitter på obligasjonen.

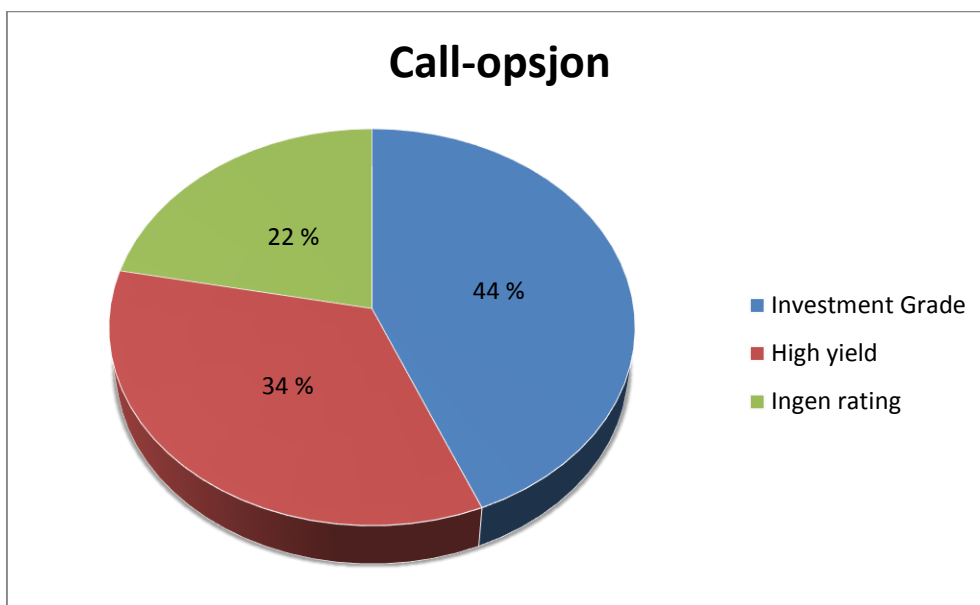
Markedet i dag er ikke tilpasset en slik strategi, i og med at utvalget obligasjoner med løpetid på mer enn 10 år er fraværende. Det er ingen etterspørsel blant investorene for slike lån i dag.

Put/Call-rettigheter

En put-opisjon vil si at investor kan selge obligasjonen tilbake til utsteder om han skulle ønske dette. En put-opisjon kan fremstilles på følgende måte i et prospekt:

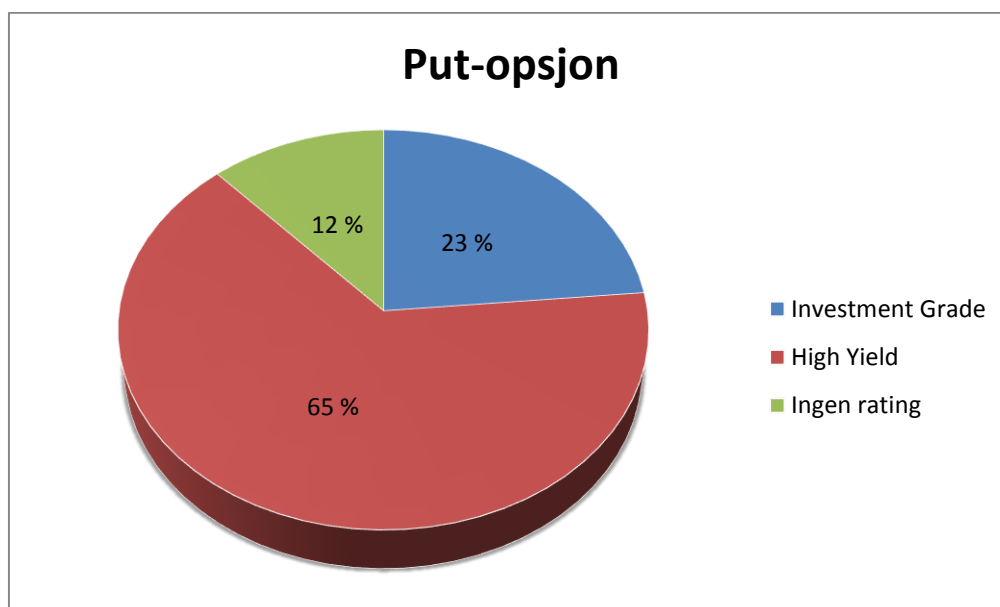
«Ved et Eierskifte vil obligasjonseierne ha retten til å selge obligasjonene tilbake til Utsteder til en pris lik 100 % av pålydende pluss påløpte renter.»

En call-opisjon vil på samme måte gi utsteder rett til å kjøpe tilbake obligasjonen hvis det skulle bli nødvendig. Slike rettigheter kan si noe om lånebetingelsene. Hvem lar investor selge tilbake obligasjonen? Hvorfor må man tilby investor denne muligheten? Hvilke selskaper kan kreve å kjøpe tilbake obligasjonen? Bruken av slike rettigheter går hovedsakelig på risiko knyttet til bedriften, altså kredittrisikoen. En put-opisjon vil for eksempel komme eier av obligasjonen til gode. For å svare på disse spørsmålene har vi derfor valgt å sette dette i sammenheng med kredittrisikoen man er utsatt for, herunder selskapenes kredittrating.



Figur 17: Obligasjonslån med gjenkjøpsrettighet, basert på antall lån

En call-opsjon er en fordel utsteder har, da han kan kreve å kjøpe tilbake obligasjonen til en gitt pris i prospektet. Utstedere med kredittrating kan enklere implementere slike opsjoner fordi de likevel fremstår som attraktive i markedet. Det er generelt så attraktivt for en risikoavers investor å investere i slike lån, at utsteder kan ta seg slike rettigheter. For utsteder er dette en ekstra fordel siden de da har mulighet til å stimulere likviditet ved å kjøpe tilbake lån til en avtalt pris når de har overskuddslikviditet.



Figur 18: Obligasjonslån med salgsrettighet, basert på antall lån.

Figur 18 viser alle lån med en put-oppsjon i lånekontrakten. Som vi ser er dette mest vanlig blant utstedere med lavere kredittrating. I tillegg kommer lån som verken har put- eller callrettigheter, og der dominerer utstedere med høy kredittrating.

Som forventet er put-oppsjoner mest vanlig blant utstedere med lavere kredittrating. Dette er naturlig da det gjør obligasjonene mer attraktiv, i og med at investor har en avtalt utvei fra kontrakten om det skulle skje noe som utløser et slikt behov. Dette er selvsagt ingen løsning om utsteder ikke skulle holde sine forpliktelser, men gir investor generelt et større handlingsrom.

4.2 Analyse av Nordic ABM

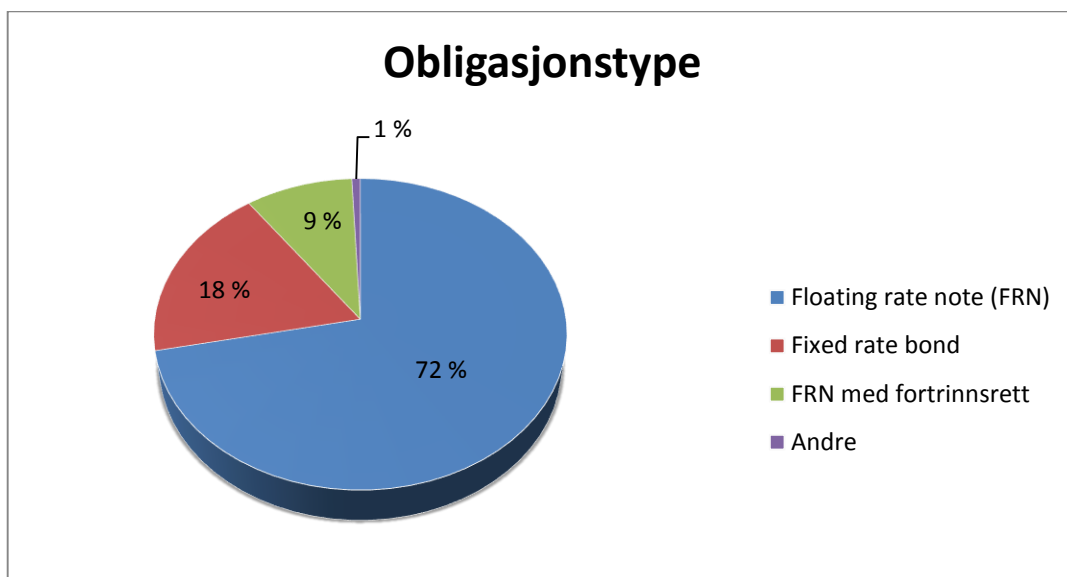
Nordic ABM er den alternative markedsplassen til Oslo Børs for utstedelse av obligasjoner og sertifikater, og som nevnt tidligere den markedsplassen som vokser mest i hele Norden. Datainnsamlingen for Nordic ABM er gjort over samme periode som Oslo Børs, og alle aktive lån registrert i 2011 og frem til mars 2014 er analysert.

I analysen av Nordic ABM har vi ikke analysert kredittratingen til de ulike selskapene, av den enkle årsak at veldig mange av selskapene ikke har en offisiell rating. Vi har heller ikke en oversikt over put/call rettigheter fordi det er veldig få lån utstedt med slike rettigheter.

4.2.1 Analyse av struktur

Typer obligasjoner

Når et selskap skal utstede et obligasjonslån er valget av hvilken type obligasjon man skal utstede viktig, og flere faktorer vil spille inn før en endelig avgjørelse. Figur 19 viser en oversikt over hvilke typer obligasjoner som har blitt utstedt på Nordic ABM i perioden vi samlet data. Vi ser det er stort overvekt av obligasjoner med flytende rente utstedt.



Figur 19: Fordeling etter type obligasjoner i antall utstedt på Nordic ABM

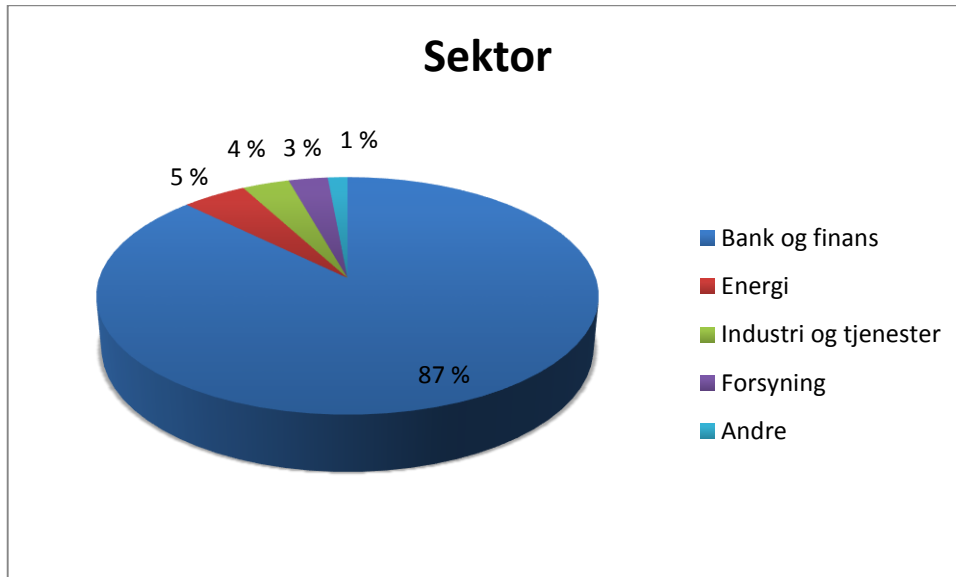
Fordelingen etter type er ganske lik for Oslo Børs og Nordic ABM. Obligasjoner med flytende rente er helt klart mest vanlig og det er ganske lik andel på obligasjoner med fast rente, henholdsvis 19% på Oslo Børs og 18% på Nordic ABM. Obligasjoner utstedt med flytende rente og med fortrinnsrett har nesten samme andel på begge markedsplassene.

Hovedforskjellen er at det ikke er utstedt lån som er evigvarende på Nordic ABM, mens på Oslo Børs er andelen på 9%. Kjentegnet for alle de evigvarende lånene som er utstedt på Oslo Børs er at de er blitt utstedt av finansielle institusjoner. En forklaring kan være at alle lån som er registrert på Oslo Børs er prospektpliktige og med det har investorer tilgang på all relevant informasjon om selskapet før en eventuell investering. Det er derfor naturlig å tenke seg at god kredittverdighet hos utsteder er nødvendigvis hvis man skal investere i et evigvarende lån. Ser man på selskapene som har utstedt evigvarende obligasjoner, er alle med en offisiell rating innenfor investment grade, noe som underbygger at selskap som utsteder evigvarende obligasjonslån må ha høy tillitt blant investorene.

Fordeling etter sektor

Den alternative markedsplassen er veldig preget av utstedere innen bank og finans sektoren, noe vi ser av figuren under. Hele 87 % av alle lån i perioden vi undersøkte er utstedt av foretak innenfor den sektoren, og det er spesielt mange sparebanker som utsteder lån på Nordic ABM. Det har blitt mer og mer vanlig at banker finansierer sine utlån ved å utstede lån i obligasjonsmarkedet. Banker har vanligvis veldig god kredittverdighet og får med det

rimelige lån i obligasjonsmarkedet, som de videre bruker på låne ut igjen i bedriftsmarkedet til en høyere rente.

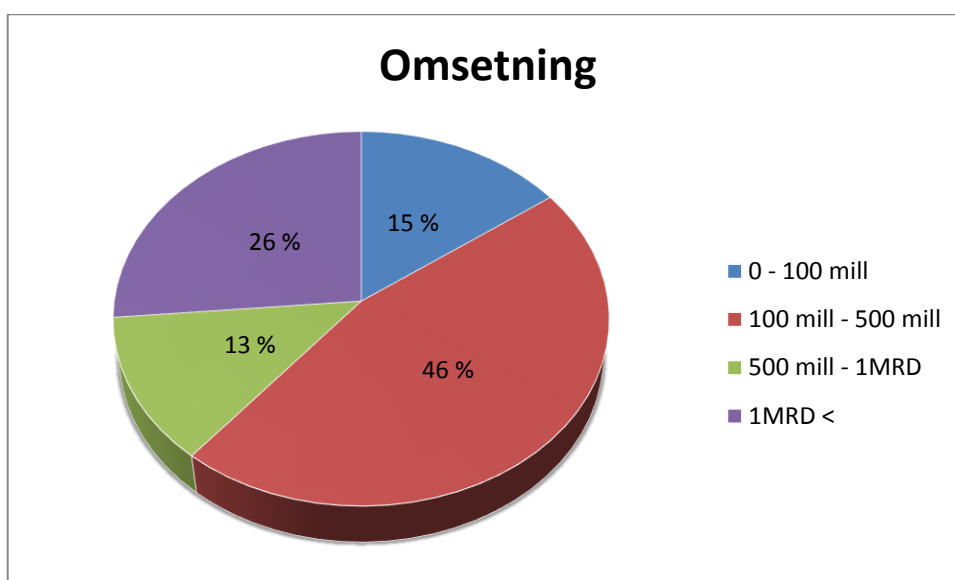


Figur 20: Sektorer representert på Nordic ABM, basert på antall lån

Hvis man ser på fordelingen etter sektor på Nordic ABM opp mot fordelingen på Oslo Børs vil man se at den er ganske forskjellig. På Oslo Børs er 76 % av alle utstedte lån selskapsobligasjoner, mens det på Nordic ABM er finansinstitusjoner som står for 87 % av alle utstedte lån. Tradisjonelt sett velger de største selskapene å utstede sine lån på Oslo Børs, og derfor er også Oslo Børs langt mer representert av selskaper innen sektorer som energi og forsyning.

Fordeling etter omsetning

På Nordic ABM har vi valgt å dele inn omsetningskategoriene litt annerledes enn hva tilfelle var for analysen av Oslo Børs. Selskapene som utsteder lån på Nordic ABM er ofte mindre enn selskapene som utsteder lån på Oslo Børs. Figuren under viser at over halvparten av alle selskapene har en omsetning under 500 millioner kroner. Nordic ABM er representert med veldig mange selskaper innen bank og finans sektoren som nevnt tidligere i analysen, og mange av disse selskapene er sparebanker.



Figur 21: Fordeling etter omsetning til utstedere på Nordic ABM

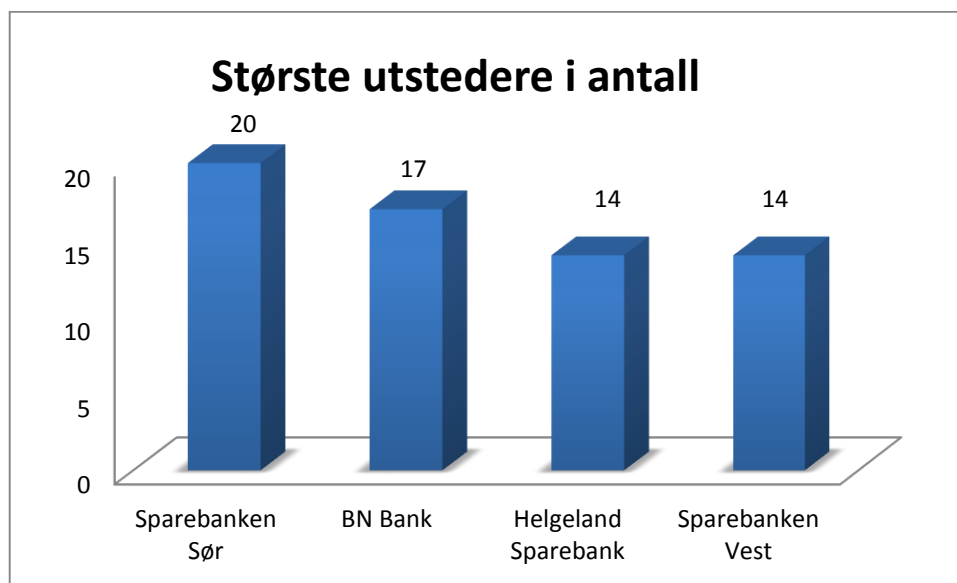
Sammenligner vi resultatene vi har fått på Oslo Børs og Nordic ABM ser vi at de største selskapene gjerne velger å utstede lånene sin på Oslo Børs. Det ser vi i form av at ver halvparten av alle selskapene på Oslo Børs har en omsetning på mellom 1 og 10 milliarder kroner. På Nordic ABM har nesten halvparten av selskapene en omsetning på 100- til 500 millioner kroner.

Største utstedere

Største utsteder i perioden er Sparebanken Sør med sine 20 lån, videre er BN Bank den nest største utstederen med sine 17 lån. Hovedgrunnen til at Sparebanken Sør er den største utstederen er at Sparebanken Sør (10 lån) og Sparebanken Pluss (10 lån) fusjonerte 01.januar 2014. I årsrapporten for 2013 står det at beholdningen banken har av obligasjoner og sertifikater er den viktigste likviditetsbufferen[11].

Det er blitt vanlig at banker etablerer kredittforetak, for eksempel har Sparebanken Sør, Helgeland Sparebank og Sparebanken Vest etablert slike foretak i form av Sør Boligkreditt AS, Helgeland Boligkreditt AS og Sparebanken Vest Boligkreditt. Gjennom kredittforetaket har konsernet tilgang til lavere innlånskostnader gjennom utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett. Obligasjoner med fortrinnsrett er en beskyttet betegnelse, og kun kredittforetak med begrenset, vedtekts fastsatt formål kan utstede OMF (Norges Bank, 2010).

Av ikke-finansielle institusjoner er Sogn og Fjordane Energi AS den største utstederen, med sine 5 noterte lån. I følge årsrapporten deres for 2013 kommer de til å avlegge konsernregnskapet etter IFRS-reglene fra 2014 slik at de kan notere lånene sine på Oslo Børs. De skriver videre at de tror dette vil gi en større investormasse og at det er et godt tiltak for å sikre en trygg finansiering i årene fremover[12].



Figur 22: Største utsteder i antall på Nordic ABM

Hvis vi sammenligner de to markedsplassene etter største utstedere, så er det interessant å se at den nest største utstederen med sine 8 noterte lån på Oslo Børs er et datterselskap av den største utstederen på Nordic ABM. Dette kommer av den nevnte fusjonen mellom Sparebanken Sør og Sparebanken Pluss. Men også deres to boligkreditselskap Sør Boligkreditt AS og Pluss Boligkreditt AS fusjonerte og heter nå Sør Boligkreditt AS.

4.2.2 Lånebetingelser

I denne delen av analysen ser vi nærmere på hvilke lånebetingelser selskapene som noterer lånene sine på Nordic ABM oppnår. Vi har valgt å se nærmere på kupongrenten og år til forfall. Vi skulle egentlig se på den effektive renten, men som nevnt i analysen av Oslo Børs er ikke det mulig, ettersom vi mangler kostnadene for tilrettelegger. Derfor føler vi det vil gi et feil bilde å bruke den effektive renten når vi ikke har alle kostnadene tilgjengelig. Ved utstedelse vil kupongrenten være tilnærmet lik den effektive renten for utsteder.

Kupongrente

FRN's utgjør en stor andel av denne markedsplassen, noe som vil påvirke måten kupongrenten blir satt. Kupongrenten til slike obligasjoner består av en referanserente og margin. I Norge benyttes stort sett NIBOR som referanserente. Margin er et tillegg, angitt i prosent, som skal tillegges referanserenten.

Obligasjonstype	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Maks	Min	Median
Floating rate note (FRN)	3,50 %	1,48 %	11,87 %	1,97 %	3,12 %
Fixed rate bond	4,83 %	1,96 %	13,00 %	2,95 %	4,35 %

Tabell 12: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter obligasjonstype

Tabellen over viser gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter type obligasjon, og som vi ser er den gjennomsnittlige kupongrenten for obligasjoner med fast rente høyere enn for FRN's. Vi ser også at standardavviket for fastrentelån er høyere som tilsier at spredningen er større. Noe av årsaken til at den gjennomsnittlige kupongrenten er høyere for fastrentelån er at de har en gjennomsnittlig lengre tid til forfall på grunn av en positiv terminpremie. Samtidig vil lengre løpetid gi større sannsynlighet for mislighold, derav økt kredittpremie.

Tabell 13 viser den gjennomsnittlige kupongrenten fordelt etter sektor for datainnsamlingen vi har foretatt. Vi ser at bank og finans er sektoren som har lavest gjennomsnittlige kupongrente etterfulgt av forsyning. Sektoren som har høyest gjennomsnittlig kupongrente er energi. I energisektoren varierer kupongrenten veldig, fra lånet med høyest kupongrente til det med lavest er det en differanse på over 8 %, noe standardavviket gjenspeiler.

Sektor	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Maks	Min	Median
Bank og finans	3,36 %	0,82 %	6,18 %	1,97 %	3,27 %
Energi	9,05 %	2,23 %	13,00 %	4,35 %	9,00 %
Forsyning	3,94 %	1,06 %	5,95 %	2,30 %	3,79 %
Industri og tjenester	5,31 %	2,13 %	10,00 %	2,97 %	4,83 %

Tabell 13: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter sektor

En av grunnene til at det er såpass stor forskjell mellom bank og finanssektoren og energisektoren er fordi det er knyttet langt større usikkerhet rundt kredittverdigheten til et selskap innen energisektoren enn for eksempel en bank.

Vi nevnte tidligere at renten et kredittforetak betaler for å utstede en OMF over tid har vært lavere enn renten banker betaler for å utstede seniorobligasjoner. Derfor har vi valgt å analysere alle OMF for å se om dette også er tilfelle for datainnsamlingen vi har gjort. Det vi kom frem til var at den gjennomsnittlige kupongrenten for OMF er på 2,94 % og med et standardavvik på 0,62%. Dette bekrefter at ekstra sikkerhet reduserer kredittrisikoen.

Sektor	Omsetning (i mill)	Gjennomsnittlig kupongrente	Standardavvik (σ)	Maks	Min	Median
Bank og finans	0 - 100	3,32 %	0,70 %	5,91 %	2,05 %	3,17 %
	100 - 500	3,18 %	0,71 %	5,40 %	2,00 %	3,06 %
	500 - 1000	3,48 %	0,84 %	5,35 %	1,97 %	3,55 %
	1000 <	3,73 %	0,93 %	6,18 %	2,07 %	3,71 %
Energi	0 - 100	10,10 %	2,19 %	13,00 %	8,16 %	9,00 %
	100 - 500	9,31 %	1,54 %	11,49 %	7,20 %	9,50 %
	500 - 1000	9,21 %	2,24 %	12,00 %	6,48 %	7,90 %
	1000 <	8,04 %	2,58 %	12,00 %	4,35 %	8,54 %

Tabell 14: Gjennomsnittlig kupongrente fordelt etter omsetning

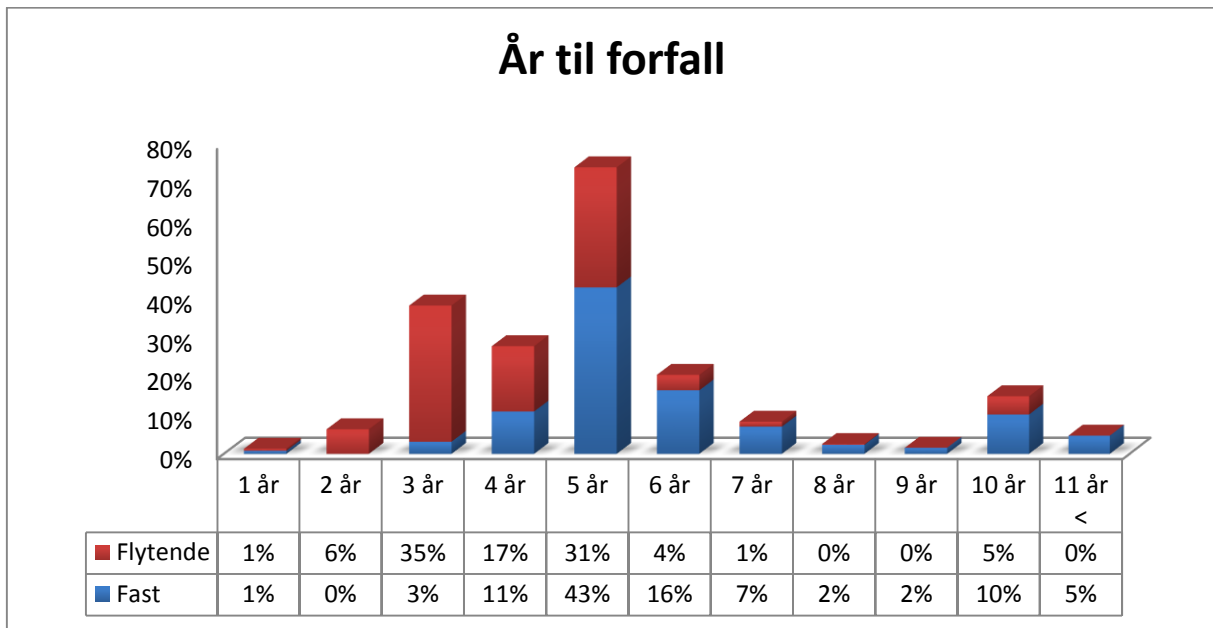
Videre har vi valgt å fordele sektorer etter omsetning, for å se om mindre selskaper må betale mer for å utstede obligasjonslån. Av sektorer har vi kun sett nærmere på bank og finans, og energi, da vi ikke har stort nok utvalg til å kunne gi en tilstrekkelig god nok oversikt over andre sektorer. Vi har brukt samme fordeling på omsetning som vi brukte tidligere i analysen.

For bank og finanssektoren ser vi at selskapene med en omsetning på inntil 500 millioner har de beste betingelsene. Dette kan virke noe overraskende, ettersom det er naturlig å tenke seg at de største selskapene er de som får de beste betingelsene. Det kan forklares med at samtlige OMF er utstedt av kredittforetak, et kredittforetak er som nevnt tidligere heleid av en enkel eller en koalisjon av flere norske banker. De aller fleste kredittforetak har en omsetning under 500 millioner. Det er også en tendens at de største selskapene utsteder obligasjonslån med gjennomsnittlig lengre tid til forfall, og det påvirker kupongrenten i form av en større margin.

I energisektoren ser vi at størrelsen på selskapet har betydning for den gjennomsnittlig kupongrenten. De største selskapene har en lavere kupongrente enn de mindre selskapene. Men det er også blant de største selskapene spredningen er størst, det ser vi med at selskapene med en omsetning på over en 1 milliard har størst standardavvik.

År til forfall

Figuren under viser løpetiden på obligasjoner fordelt etter type på Nordic ABM. Fordelingen viser at det er mest vanlig å utstede obligasjoner med en løpetid på mellom 3 til 6 år.



Figur 23: Obligasjoners løpetid på Nordic ABM, basert på antall lån

Det er klare likheter mellom Nordic ABM og Oslo Børs på år til forfall, obligasjoner med 5 års løpetid er mest vanlig for begge markedsplassene. Lån utstedt med flytende rente har gjennomsnittlig kortere løpetid enn hva som er tilfelle for fastrentelån.

Selskaper som har mange utestående lån, har som regel både utstedt flere typer lån og med ulik antall år til forfall. På den måten sikrer de seg på å være et attraktivt investeringsobjekt for investorene. Men som nevnt tidligere er det obligasjoner med nokså kort løpetid som er mest vanlig i dagens marked.

4.3 Finansiering av små og mellomstore bedrifter

Små og mellomstore bedrifter dominerer norsk næringsliv, og 99,5 % av alle bedriftene i Norge har under 100 ansatte (Finansdepartementet). I Norge blir bedrifter med inntil 20 ansatte klassifisert som små, og mellomstore om de har mellom 20 og 100 ansatte. Det finnes ingen klar definisjon når det gjelder omsetning, men EU opererer med en omsetning under 50 millioner euro og under 10 millioner euro for små bedrifter. Med andre ord står disse bedriftene for så å si all sysselsetting i Norge, og er derfor meget viktig for økonomien som helhet.

Det er i utgangspunktet rimelig å anta at store deler av prosjektfinansieringen blant SMB'er er banklån. Dermed har man lite kunnskap om lånebetingelsene, da bankene aldri offentliggjør dette av konkurransehensyn. Derfor er det også umulig for oss å sammenligne lånebetingelser blant SMB'er med det vi har funnet i vår analyse av prospektene på Oslo Børs. Det er likevel kjent at SMB'er har færre alternative finansieringskilder enn større bedrifter, som gjør dem mer sårbar for endrede forhold i kredittmarkedene (OECD: Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard, 2013).

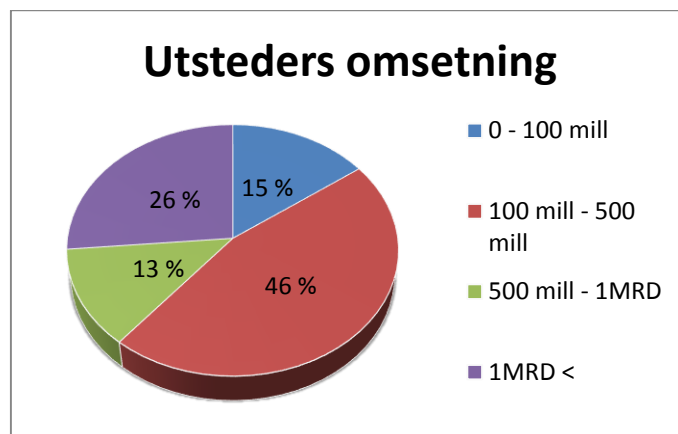
4.3.1 «Financing SMEs and Entrepreneurs 2013» – en OECD-rapport

OECD har utarbeidet en rapport som fokuserer på finansiering i SMB'er. Rapporten tar for seg 25 land, deriblant Norge, og ser på finansieringen land for land. Den sier dessverre lite om lånebetingelsene, men gir et bedre bilde på selve tilgangen på lån og tilhørende trender. Dette kan igjen si noe om utviklingen de senere årene i forhold til kapitaltilgang blant SMB'er versus resten av markedet, særlig i forhold til den nevnte økningen i obligasjonslån.

En særlig relevant indikator i rapporten er andelen lån til SMB'er av totalen (alle bedriftslån). Den viser en svak negativ trend for Norge, fra 43 % i 2007 til 41 % i 2010. Denne nedgangen indikerer at kredittmarkedene allokere en mindre andel av totale finansieringsmidler til SMB'er. Dette i seg selv *kan* være en indikasjon på at gjeldsfinansiering blant SMB'er har blitt vanskeligere.

Nordic ABM åpner på en helt annen måte opp for at mindre selskap skal få tilgang på finansiering i obligasjonsmarkedet. Som nevnt tidligere er regelverket på ABM tilpasset markedsaktørens behov, og det er som kjent ingen prospektplikt i henhold til EØS-reglene.

Enklere regler åpner et helt nytt marked, et marked som faktisk er større enn prospektpliktige Oslo Børs i antall lån.



Figur 24: Obligasjoner utstedt på Nordic ABM, fordelt etter utsteders omsetning.

Figur 24 viser en markeds plass hvor mindre bedrifter har bedre tilgang på lån. Det er verdt å merke seg at 61 % av selskapene har en omsetning under 500 millioner, noe som i seg selv kan defineres som SMB'er, men det skal nevnes at storparten (87%) av disse er finansielle institusjoner. Tradisjonelle industri- og tjenesteytende bedrifter står for kun 4 % av antall lån utstedt på Nordic ABM. Men blant de 4 prosentene finner man store selskaper som Tine, Nortura og Felleskjøpet. Normalt finner man selskaper på den størrelsen på Oslo Børs. Grunnen til at disse selskapene har lån plassert på Nordic ABM er at de ikke avlegger regnskap etter IFRS, noe som er et noteringskrav for å plassere lån på Oslo Børs. Det minste selskapet i industrisektoren er Thon Holding, som er et datterselskap av Olav Thon Gruppen og kan dra fordel av å være underlagt et stort selskap. Så man kan konkludere med at det er veldig få SMB'er i obligasjonsmarkedet.

Man kan også se det hele fra en annen side. Siden obligasjonslån kan betraktes som et substitutt til banklån, kan store bedrifter vri selskapsfinansieringen fra banklån og i større grad bruke obligasjonslån. Dette kan igjen frigjøre kapital i bankmarkedet og øke kapitaltilgangen for SMB'er. Veksten i obligasjonsmarkedet de siste årene kan i alle fall tyde på dette.

5 Konklusjon

Hovedformålet med denne oppgaven var å studere det prospektpliktige obligasjonsmarkedet på Oslo Børs i perioden 2011 – 2014, og sammenligne dette med lån på Nordic ABM for samme periode. Dette dannet grunnlaget for den overordnede problemstillingen og tilhørende underspørsmål som vi nå skal oppsummere.

Hva karakteriserer selskaper som velger opplåning i obligasjonsmarkedet i dag, og hvilke lånebetingelser får de?

For å besvare denne problemstillingen delte vi opp analysen i to deler. Vi analyserte først strukturen på Oslo Børs og dannet oss en oversikt over hvilke typer obligasjoner som er mest vanlig, hvilke sektorer som er best representert, hvilken omsetning utstederne har, og hvilke utstedere som dominerer. I tillegg inkluderte vi en oversikt over utstedernes kredittrating i denne delen, selv om dette også kan sees på som en lånebetingelse.

Figur 9 viser en dominerende andel obligasjonslån med flytende rente. Inkluderer man lån med fortrinnsrett har over 70 % av alle lån flytende rente med en løpetid hovedsakelig mellom 5 år og 7 år. Det er særlig to faktorer som påvirker valget av obligasjonstype. Det ene er at etterspørselen blant investorene i dag er vridd mot slike lån. Vi har de siste årene ligget i et lavrenteregime og vært gjennom en periode med økonomiske utfordringer i form av finanskriser og gjeldskriser. Styringsrentene er og har vært svært lave over flere år. Dette er muligens i ferd med å snu; investorenes etterspørsel etter mellomlange lån med flytende rente indikerer en forventning om at NIBOR vil stige. Wang i Hafslund underbygger dette og påpeker at situasjonen var omvendt for noen år siden da etterspørselen var tiltet mot fast rente pga. høyere yield-nivå.

Selskapsobligasjoner er mest vanlig blant lånene vi undersøkte, og 76 % var av denne typen. Ved å dele inn selskapsobligasjonene i mindre sektorer delvis basert på klassifiseringssystemet GICS fant vi en overvekt av energiselskaper, noe som er forventet. Kraftselskapene er også godt representert, noe som blant annet skyldes store investeringsbehov.

Største utsteder i perioden er Hafslund ASA med ti lån. Ketil Wang i Hafslund trekker frem fire faktorer som kan forklare dette:

- Stort investeringsbehov i kombinasjon med et ønske fra eierne om høy grad av belåning.
- Hafslund benytter ikke internasjonale obligasjonsmarkeder, noe som er vanlig blant større selskap som Statoil og Telenor.
- De har erfart at store emisjoner koster mer enn å utstede mindre og flere lån.
- Hafslund emitterer lite på lange løpetider, noe som gir gode refinansieringsmuligheter.
- Mange utestående obligasjoner gir investorene større valgmuligheter og en større «meny» å velge fra, og er noe Hafslund bevisst fokuserer på.

For å studere lånebetingelsene så vi først på forskjellen i kupongrente mellom investment grade og high yield, og gjennomsnittlig rente var henholdsvis 4,10% og 7,19%, noe gir en forskjell på 3,09 prosentpoeng. Deretter splittet vi fast og flytende rente, for å identifisere eventuelle forskjeller. Det viser seg at FRN's generelt har noe lavere kupongrente enn lån med fast rente, men samtidig et høyere standardavvik, noe som indikerer et større sprik.

Gjennomsnittlig kupongrente er ikke overraskende høyest for energisektoren med 7,60%. Grunnen til dette er at så å si alle energiselskap er såkalte «high yield»-selskap, og som nevnt har disse betydelig høyere rente (3,09%). Slike selskap har høyere kredittrisiko og dermed høyere kredittpremie.

Forsyningssektoren har lavest gjennomsnittlig kupongrente og standardavvik. Vi registrerer også at finanssektoren har det høyeste standardavviket og høyere kupongrente enn både forsyning og eiendom. Vi kombinerer disse resultatene med strukturanalysen, som viser at finanssektoren har jevn fordeling mellom ulike typer obligasjoner; noen med høyere risikoprofil enn andre. Dette gir et betydelig utslag på gjennomsnittlig kupongrente.

Trenden i forhold til omsetning er klar; kupongrenten og standardavviket er avtagende med en økning i omsetningen.

Analysen av størrelsen på lånet viser samme trend. Kupongrenten og standardavviket er avtagende med en økning i lånestørrelsen.

Finnes det forskjeller/likheter i struktur og lånebetingelser mellom Oslo Børs og Nordic ABM?

Hvis man sammenligner de to markedsplassene ser man at det er flere likheter i form av type, år til forfall og kupongrente. Det vanligste er å utstede obligasjoner med flytende rente. På Oslo Børs er andelen av obligasjoner med flytende rente på 63 % og på Nordic ABM er

andelen 72 %. Når det kommer til år til forfall, er begge markedsplassene overveiende representert med obligasjoner som har en løpetid på 5 år. Den gjennomsnittlige kupongrenten er lavest for FRN's på begge markedsplassene. Fordelingen etter sektor er forholdsvis lik for de to markedsplassene, i form av at bank og finans og forsyning er de to sektoren med lavest gjennomsnittlige kupongrente og energi med den høyeste gjennomsnittlige kupongrenten.

Av ulikheter ser vi at fordelingen etter sektor og omsetning er forskjellig for de to markedsplassene. På Nordic ABM er 87 % av lånene utstedt av finansielle institusjoner, på Oslo Børs er 76 % av alle lån utstedt av selskaper innen sektorer som energi, forsyning osv. Når det gjelder omsetning på Oslo Børs er halvparten av lånene utstedt av selskaper som har en omsetning på mellom 1 og 10 milliarder. På Nordic ABM har over halvparten av selskapene en omsetning under 500 millioner.

Er små og mellomstore bedrifter representert i det norske obligasjonsmarkedet?

På Oslo Børs er ingen små og mellomstore bedrifter representert om man baserer seg på omsetningstall. Antall ansatte har vi ikke undersøkt, men det er lett å se at alle utstedere representert i datasettet er betydelig større enn det kravet som er satt. På Nordic ABM har utstederne betydelig lavere omsetning, og mange utstedere kommer inn under omsetningskravet for SMB. Det interessante er at nesten samtlige utstedere er finansielle institusjoner. Tradisjonelle verdiskapere i form av industri, energi, forsyning osv. har en meget liten andel av dette markedet.

Er obligasjonsmarkedet godt tilrettelagt investorstrategier?

Vi var interessert i å finne ut om dagens obligasjonsmarked er godt tilrettelagt ulike investorstrategier. Gjennom vår analyse av løpetidene på Oslo Børs og Nordic ABM konkluderer vi med at dagens marked er godt tilrettelagt den såkalte «follow the curve»-strategien, med et stort utvalg obligasjoner med mellomlang løpetid (5-7 år).

Obligasjonsmarkedet reflekterer investors syn på fremtiden, noe som gjenspeiles i investorstrategiene. For tiden kan vi konkludere med at det er økonomisk vekst og økt rentenivå.

6 Referanseliste

Bank of America Merrill Lynch. (2013, July 11). *Merrill Edge*. Hentet January 28, 2014 fra <http://www.merrilledge.com/publish/content/application/pdf/gwmol/FixedIncomeDigest-PrimeronBondInvesting.pdf>

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and Portfolio Management*. New York: McGraw-Hill.

Credit Suisse. (2011, May 05). *Credit Suisse*. Hentet fra Credit Suisse. European Credit Views: https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&format=PDF&document_id=804010340&source_id=em&serialid=%2Bax2VPuB8UiytPfNkPnpuf2G8D4bTJCAo79D9d%2BzVGM%3D

Debtwire. (2012). *Debtwire analytics*. Hentet fra http://www.debtwire.com/pdf/dw_analytics_hyreporthy12.pdf

Finansdepartementet. (u.d.). *Stortingsmelding 39 (2012-2013)*. Hentet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-39-20122013/5/5.html?id=729345>

Finanstilsynet. (2010). *Pressemelding 13/2010*. Hentet fra http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2010/1_kvartal/Finanstilsynet-skal-kontrollere-prospekter-fra-1-mai-2010/

Finanstilsynet. (2012, 10 03). *Vurdering av regelverket for obligasjoner med fortrinnsrett*. Hentet fra http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2012/FIN_Vurdering_av_regelverket_for_obligasjoner_med_fortrinnsrett.pdf

Hirt, G., & Block, S. (2012). *Fundamentals of Investment Management, Tenth Edition*. New York: McGraw-Hill.

NBIM. (2011, March 18). *The Credit Premium*. Hentet fra NBIM: <http://www.nbim.no/Global/Documents/Dicussion%20Paper/DiscussionNOTE3.pdf>

Nordic Trustee. (2014). Hentet fra <http://nordictrustee.com/vi-endrer-navn-til-nordic-trustee>

Norges Bank. (2010, 01). *Obligasjoner med fortrinnsrett - et marked i sterk vekst*. Hentet fra http://www.norges-bank.no/Upload/80111/OMF_marked_i_vekst_PK_1_10_nov.pdf

OECD: Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard. (2013, December 18). Hentet fra Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard: [file:///C:/Users/Kristian/Downloads/CFE-SME\(2012\)12-REV1.pdf](file:///C:/Users/Kristian/Downloads/CFE-SME(2012)12-REV1.pdf)

Oslo Børs. (2010). *Oslo Børs*. Hentet fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/4-2010-Overfoering-av-prospektkontrollen-til-Finanstilsynet-og-enkelte-endringer-i-boersens-utstederregler>

Oslo Børs. (2014, 04 03). *Nordens raskest voksende markedsplass passerer 1000 lån*. Hentet fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Presserom/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Nordens-raskest-voksende-markedsplass-passerer-1000-laan>

Oslo Børs. (2014, 06 03). *Ny låner rekord på Oslo Børs*. Hentet fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Presserom/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Ny-laanerekord-paa-Oslo-Boers>

Oslo Børs. (2014, 05 08). *Rekordene fortsetter å falle i rentemarkedet*. Hentet fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss/Presserom/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Rekordene-fortsetter-aa-falle-i-rentemarkedet>

Oslo Børs, Årsstatistikk obligasjoner. (2014). Hentet fra [http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/\(index\)/1](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/(index)/1)

Regjeringen. (2011). *Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2011*. Hentet fra Regjeringen: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2011-2012/meld-st-17-20112012/2/2/2.html?id=676417>

Regjeringen. (2012). *Små bedrifter - Store verdier*. Hentet fra http://www.regjeringen.no/upload/NHD/Vedlegg/Rapporter_2012/102377_NHD_SM_B_Web.pdf

Schwab Center for Financial Research. (2014, 01 28). *Understanding floating-rate bonds*. Hentet fra Charles Schwab: http://www.schwab.com/public/schwab/resource_center/expert_insight/schwab_investing_brief/fed_and_bonds/what_are_floating_rates_notes.html

Singapore Management University. (2013). Hentet fra Singapore management university web site: http://www.mysmu.edu/faculty/yktse/FMA/S_FMA_8.pdf

Sæbø, J. K. (u.d.). *Folketrygdfondet*. Hentet fra http://www.folketrygdfondet.no/getfile.php/Dokumenter/Temaartikler/Risikopremier_i_norsk_kreditt.pdf

Vanguard Research. (2011, 08). *A primer on floating-rate bond funds: Vanguard Research*. Hentet fra <https://personal.vanguard.com/pdf/icrpfr.pdf?cbdForceDomain=false>

Vanguard Research. (2014, 02 28). *Don't forget credit risk—Views on floating-rate bond funds*. Hentet fra https://advisors.vanguard.com/VGApp/iip/site/advisor/researchcommentary/article/IWE_InvComFloatingRate

Weatherhead School of Management. (u.d.). Hentet fra http://faculty.weatherhead.case.edu/ritchken/documents/Chap_9.pdf

Nettsider og avisartikler

[1] <http://www.dn.no/nyheter/2014/01/23/-et-svaert-hett-marked>

[2] http://www.wiersholm.no/publikasjoner/Documents/wiersholm_agenda/Wiersholm_Agenda_02_2012_web.pdf

[3] <http://e24.no/boers-og-finans/london-forvalter-venter-vekst-i-norsk-obligasjonsmarked/20324849>

[4] <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/05/06/Oslo-Brs/norge-eksporterer-hyrisikoln>

[5] <http://www.eiendoms kreditt.no/upload/Det-norske-obligasjonsmarkedet---effektivt-og-fleksibelt-marked-for-innhenting-av-kapital.pdf>

[6] <http://www.telenor.com/no/investorer/gjeldsfinansiering/emtn-program/>

[7] <http://www.dn.no/nyheter/2014/04/30/Makroekonomi/styrket-i-troen-p-tidligere-renteheving>

[8]http://www.aftenbladet.no/energi/Mot-rekordstore-investeringer-i-stromnett-3189318.html#.U2eddv1_tnY

[9]<http://www.nve.no/Global/Seminar%20og%20foredrag/Energidagene%202010/Sesjon2/Risikostyring%20i%20kraftbransjen%20-%20Energidagene%202010-rev3.pdf>

[10]<http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/BondsAndCreditRating/Pages/default.aspx>

[11]<https://www.sor.no/globalassets/finansielle-rapporter/aarsrapport-sparebanken-sor-2013.pdf>

[12]http://www.sfe.no/Documents/Finansielle%20rapportar/SFE_a%CC%8Ar rapport2013_web_screen.pdf

Datainnsamling

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Renteprodukter>

<http://www.finanstilsynet.no/no/Noterte-foretak-Prospekter/Prospekter/Regelverk/Rettskilder/>

Kostnader ved notering

http://www.oslobors.no/ob_nor/obnewsletter/download/ca8fd254602636f22cae2484a96d42c7/file/file/Noteringsavgifter%20p%C3%A5%20Oslo%20B%C3%B8rs%20og%20Oslo%20ABM%20for%20obligasjoner%20og%20sertifikater.pdf

<http://www.finanstilsynet.no/no/Noterte-foretak-Prospekter/Prospekter/Informasjon/Gebyrsatser/>

<http://www.nordictrustee.com/honorar>

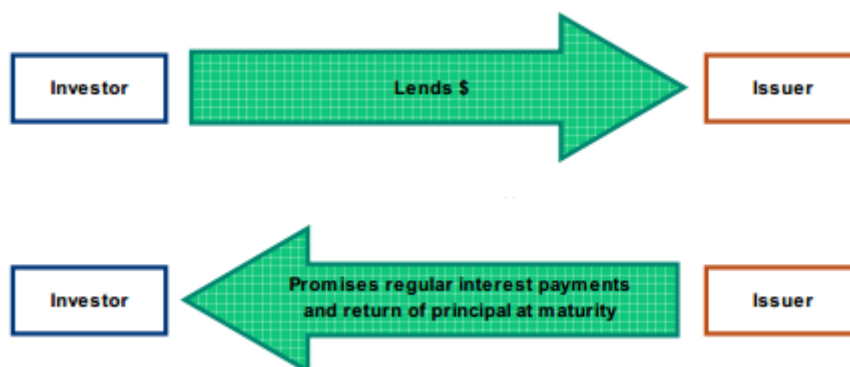
Vedlegg:

Vedlegg 1: En innføring i obligasjoner

En obligasjon kan defineres som et gjeldspapir, som innebærer en avtale mellom en utsteder og investorer. Utsteder har et finansieringsbehov som skal dekkes gjennom et obligasjonslån. For investor er dette en gjeldsinvestering, da investoren stiller midler til rådighet for utsteder, slik at utsteder får gjennomført prosjekter og lignende. Et obligasjonslån er, i motsetning til et banklån, et omsettelig lån med løpetid over ett år. Det betyr at investor kan kjøpe og selge obligasjonene gjennom hele løpetiden.

Hvem som helst kan i teorien (merk, ikke i praksis) utstede en obligasjon, men det finnes klare begrensninger for hvem som kan stille som investor, da det krever betydelige midler. Det skal sies at det eksisterer rentefond, eller såkalte «mutual funds» som gir mindre investorer tilgang i markedet. Typiske investorer i obligasjonsmarkedet er derfor sentralbanker, investeringselskap, pensjonsfond, forsikringsselskaper og banker.

Kort sagt vil den som utsteder obligasjonen forplikte seg til å betale investor en kupongrente ved gitte tidspunkt, samt pålydende verdi (hovedstol) ved utløpsdato. Med andre ord vil et obligasjonslån være en alternativ finansieringskilde til tradisjonell bankfinansiering; bedrifter kan velge å gå til investorer i stedet for banken for å oppnå bedre lånebetingelser.



Figur 25: Oversikt over pengestrømmen i et obligasjonslån (Bank of America Merrill Lynch, 2013).

Når et obligasjonslån utstedes vil prisen typisk være 100% av hovedstol. Det vil si at du som investor får tilbakebetalt nøyaktig samme beløp ved forfall som du investerte på

utstedelsesdato. Obligasjonslånets effektive rente (YTM¹²) vil på dette tidspunktet tilsvare kupongrenten, og investor vil dermed sitte igjen med en inntekt ved forfall tilsvarende kupongrente for fastrentelån. Ved flere utbetalinger i året vil effektiv rente være marginalt høyere (Oslo Børs).

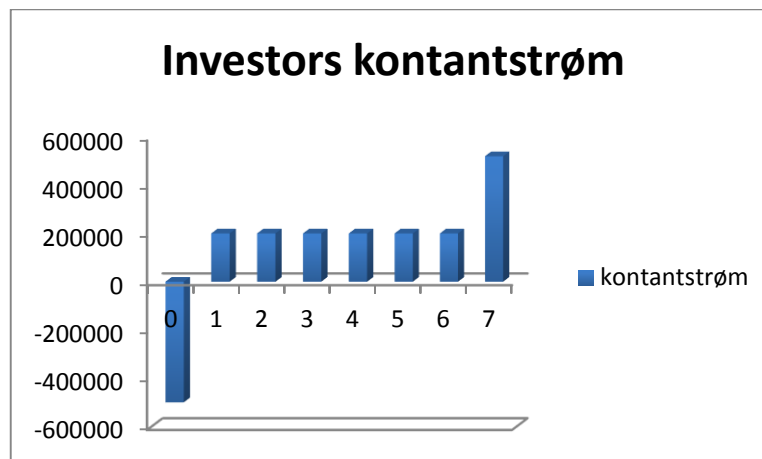
Vedlegg 2: Typer obligasjoner

Et obligasjonslån kan utformes på en rekke forskjellige måter, men felles for alle er gitt pris, forfallsdato, og kupongrente. Prisen kan variere noe, men er stort sett enten NOK 500 000 eller NOK 1 000 000. Kupongrenten er renten investor får for å låne penger til utsteder, og navnet stammer fra den tiden da investorene bokstavelig talt klippet ut kupongen for å få utbetalingen. Vi vil kun ta med de viktigste formene for obligasjoner, da variantene er svært mange.

Obligasjoner med fast kupongrente

Dette er den mest kjente og tradisjonelle formen for obligasjonslån med en fast kupongrente gjennom hele lånets levetid. Slike obligasjoner har kjent kontantstrøm og er derfor en svært forutsigbar investering, da investor enkelt kan kalkulere inntekten fra investeringen. Kjøper man obligasjonen på utstedelsestidspunkt og holder den til forfall vil man kun få inntekten som ligger i kupongrenten. Hvis man kjøper/selger slike obligasjoner i annenhåndsmarkedet vil man oppleve at obligasjonene sjelden handles til par value, og vil selges til en *lavere* pris hvis markedsrenten har gått *opp* siden utstedelsesdato.

¹² Yield to maturity



Eksempel på investors kontantstrøm ved investering i obligasjoner med fast rente

Figur 3 viser hvordan investors kontantstrøm vil se ut, men verdiene vil selvsagt variere med pris og kupongrente. Investor har et utlegg tilsvarende lånebeløpet ved tidspunkt 0, og får utbetalt kupongrenter hvert år neste seks renteperioder (ofte hvert år). Sjuende og siste renteperiode tilbakebetales lånet i sin helhet pluss siste kupongrente.

Sammenhengen mellom pris og rente

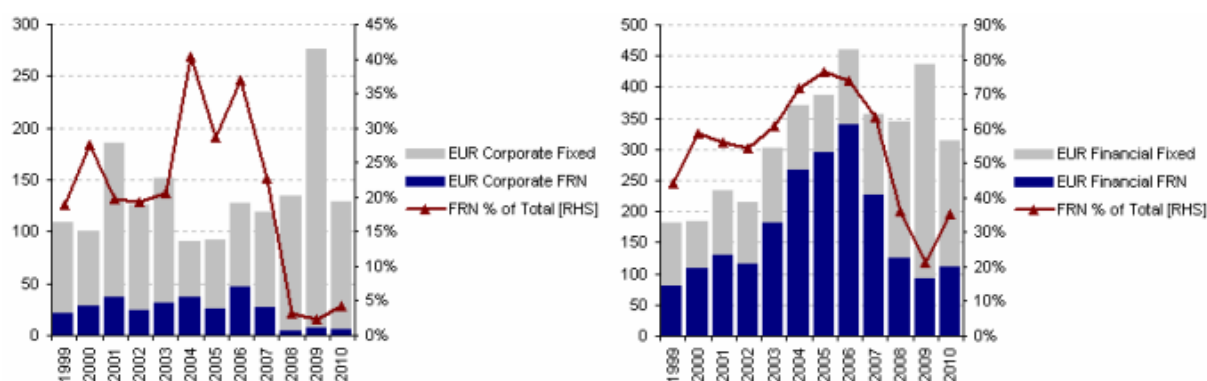
Det er en tydelig sammenheng mellom prisen og markedsrenten på en obligasjon med fast kupongrente. Denne sammenhengen er viktig for å forstå annenhåndsmarkedet og handler med obligasjoner. En investor vil, om han forventer at markedsrenten skal ned, kjøpe obligasjoner med lang løpetid (se pkt. 2 under) for å utnytte fallet maksimalt (Hirt & Block, 2012).

(Hirt & Block, 2012) nevner seks sammenhenger mellom en obligasjons pris og renten:

- Obligasjonens pris er negativt korrelert med markedsrenten.
- Prisen på obligasjoner med lang løpetid er mer sensitiv for endringer i effektiv rente enn obligasjoner med kort løpetid.
- Obligasjonens prissensitivitet øker i et avtagende tempo med økt tid til forfall.
- Obligasjonens pris er mer følsom for en nedgang i effektiv rente enn en økning i effektiv rente.
- Obligasjoner med lav kupongrente er mer følsomme for endringer i effektiv rente enn obligasjoner med høy kupongrente.
- Obligasjonens pris er mer følsom når effektiv rente er lav enn når effektiv rente er høy.

Obligasjoner med flytende kupongrente (FRN¹³)

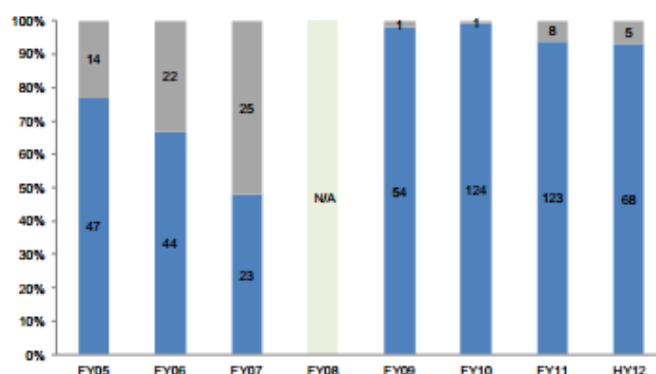
Såkalt «Floating Rate Note» ble først introdusert i Europa på 1970-tallet, men ble ikke spesielt vanlig før på 80-tallet, da det var store svingninger i europeisk og norsk økonomi. Høyere pris- og rentevolatilitet i markedet la til rette for hyppigere bruk av FRN's, da disse gav en form for beskyttelse mot slik volatilitet (Credit Suisse, 2011). Investorer kan med andre ord søke å investere i FRN's om de forventer en økning i markedsrenten (f.eks. NIBOR), da slike obligasjoner gir en beskyttelse mot slik renteøkning gjennom en betydelig lavere prisreduksjon ved en renteøkning (lav sensitivitet for rentendringer).



Historisk andel FRN utstedt blant selskapsobligasjoner til venstre. Andel FRN blant finansielle institusjoner til høyre. Gjelder obligasjoner utstedt i euro (Credit Suisse, 2011)

Figuren over viser historisk utvikling i forholdet mellom FRN og obligasjoner med fast rente. På europeisk basis har markedet for FRN tradisjonelt vært dominert av finansielle institusjoner, noe grafen til høyre viser. Mellom 1999 og 2010 har andelen FRN av totalen (FRN + fast) aldri vært under 20%, med en topp i 2005 på ca. 75%. Når det gjelder ordinære selskapsobligasjoner ser man noe av den samme trenden, men med en betydelig lavere andel FRN. Fra 2007 så man en kraftig nedgang i bruken av FRN, og det er rimelig å anta at denne nedgangen kan tilskrives finanskrisen og lavere finansieringsbehov knyttet til investeringer. I 2010 så man igjen en svak økning i bruken av FRN når det gjelder selskapsobligasjoner, og en noe større økning for finansielle institusjoner. Økningen fortsatte i 2011 og 2012, men man lå likevel langt bak nivåene fra før finanskrisen. (Debtwire, 2012)

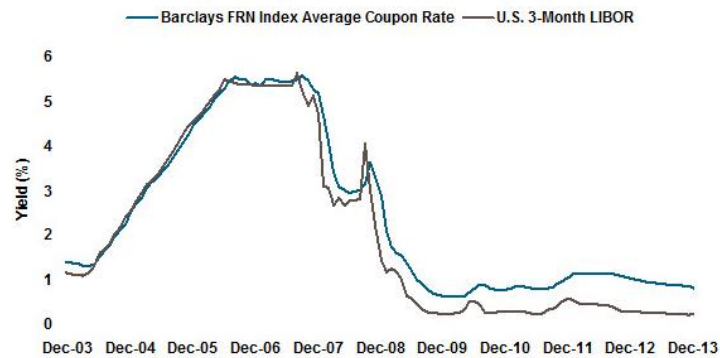
¹³ Floating Rate Note



Selskapsobligasjoner utstedt i Euro i "high yield"-delen av markedet. Blå viser andelen obligasjoner med fast rente (Debtwire, 2012)

Ser man utelukkende på «high yield»-delen av markedet (figur 3), var kun 6% og 7% av alle selskapsobligasjoner av typen FRN i henholdsvis 2011 og 2012. Samme trend vises også her; det europeiske markedet for FRN var svært godt til og med 2007, og fikk en knekk under finanskrisen.

FRN kjennetegnes ved å ha flytende kupongrente, hvor hver kupongutbetaling baseres på en underliggende referanserente, for eksempel Norwegian Interbank Offered Rate (NIBOR), London Interbank Offered Rate (LIBOR) eller konsumprisindeksen (KPI). I Norge bruker man nesten utelukkende NIBOR 3mnd eller 6mnd, avhengig av om frekvensen på kupongutbetalingene er henholdsvis kvartalsvis eller halvårlig. I tillegg til denne referanserenten inkluderer man en margin som skal kompensere investor for den kredittrisikoen han tar. Noen bedrifter vil måtte operere med større margin enn andre, avhengig av flere faktorer som påvirker risiko i bedriften spesifikt og markedet den opererer i generelt. Dette kan sammenlignes med måten bankene opererer på - gode og kredittverdige kunder får gode betingelser og lave renter på lån, samtidig som kunder med lav betalingsevne blir henvist til forbrukslån med svært høye renter.



Barclays FRN index viser historisk sammenheng mellom LIBOR og kupongrenten. Differansen kalles "creditspread" over referanserenten, og har økt siden finanskrisen (Schwab Center for Financial Research, 2014)

NIBOR + margin utgjør kupongrenten til lånet, og justeres ved gitte tidsintervaller. En FRN med kvartalsvise kupongutbetalinger utstedt 18.03.2014 har første kupongutbetaling 18.06.2014, basert på 3mnd NIBOR to dager før utstedelsestidspunkt. Kupongrenten justeres så to dager før hver renteutbetalingsdato, slik at ny NIBOR blir gjeldende. Dette gjøres deretter fire ganger årlig resten av obligasjonens levetid. For å finne obligasjonens kvartalsvise utbetalinger benyttes denne formelen:

$$\text{Rentebeløp} = \text{Hovedstol} \times \text{Flytende rente} \times \text{Rentekonvensjon}$$

hvor vanlig rentekonvensjon er $\frac{\text{Faktisk}}{360}$ for norske FRN's, I vårt tilfelle $\frac{92}{360}$.

Discount Margin

Det er en enkel sak å finne effektiv rente på obligasjoner med fast kupongrente, da du vet nøyaktig hva du vil få utbetalt hvert år. Som nevnt tidligere er ikke dette mulig for obligasjoner med flytende rente; man vet ikke fremtidig referanserente og dermed ikke fremtidige kupongutbetalinger. Derfor er det heller ikke uten videre mulig å bruke YTM som mål på effektiv rente. Man kan alltid anta at referanserenten holdes fast ut obligasjonens løpetid, men dette er urealistisk og vil ikke gi en nøyaktig rente.

Istede for å benytte den tradisjonelle YTM-metoden, bruker man «discount margin», som enkelt forklart er den ekstra avkastningen en investor kan oppnå ved å kjøpe en obligasjon som har høyere risiko på grunn av justerbar rente. Man kan finne denne marginen matematisk ved å ta utgangspunkt i prisen på obligasjonen, men dette er ikke nødvendig ved utstedelsesdato, da «discount margin» er null fordi prisen er lik hovedstol. Man vil med andre

ord ikke oppnå noen ekstra avkastning, og «discount margin» vil tilsvare den marginen selskapet har satt over referanserenten. .

Obligasjoner med fortrinnsrett, OMF (Covered bond)

Omtales ofte som «mortgage-backed securities», en ordinær obligasjon som har pantesikkerhet i en portefølje av lån, ofte boliglån, og er derfor vanligvis utstedt av finansielle institusjoner. For investor er dette en fordel, fordi disse boliglånene forblir på utsteders balanse og vil ikke påvirke investors kontantstrøm. Obligasjonslån med fortrinnsrett har i seg selv ingen spesiell utforming annet enn den ekstra sikkerheten det innebærer. Slike lån kan altså være utformet som en FRN eller ha fast rente, men likevel ha en rekke ulike egenskaper. Det finnes derfor ingen nøyaktig definisjon på slike lån. (Norges Bank, 2010)

Det viktigste som kjennetegner slike lån er lavere risiko. Ved å utforme lånet som en FRN vil man redusere renterisikoen, og samtidig redusere kredittrisikoen på grunn av en underliggende sikkerhet i form av utsteders eiendeler, ofte porteføljer av lån. Derfor har det blitt vanlig blant finansielle institusjoner å utstede slike lån. Man er likevel eksponert for en viss risiko, blant annet om sikkerhetsmassen er god nok, samt risiko knyttet til finansieringen av sikkerhetsmassen (Norges Bank, 2010). Vi går ikke nærmere inn på regelverket rundt OMF, men markedet er regulert på en måte som sikrer forholdsvis lav kredittrisiko. Dette fordi eiere av OMF har fortrinnsrett foran andre långivere til en del av låntakers eiendeler.

Evigvarende obligasjon (Perpetual bond)

En evigvarende obligasjon har ingen forfallsdato, og vil i teorien betale kupongrenter til evig tid. Dette er imidlertid ikke tilfelle, da utsteder vil ha en call-mulighet. Med andre ord kan utsteder kjøpe tilbake obligasjonen i henhold til call-betingelsene som står oppført i låneavtalen. Siden obligasjonen ikke har noen forfallsdato bruker man call-dato istede for forfallsdato når man regner ut effektiv rente. Dette kalles yield to call (YTC).

Inflasjonssikrede obligasjoner (IPS¹⁴)

Obligasjonslån kan beskyttes mot inflasjon ved at investor og utsteder avtaler en prisbane, og et avvik fra dette vil gi investor en kompensasjon i tillegg til realavkastningen. Man kan også ta utgangspunkt i konsumprisindeksen i beregningen av kupongrenten, noe som er ganske vanlig. Kupongrenten kan da skrives som 2 % p.a. + Max (Inflasjon; 0), hvor Max (inflasjon; 0) indikerer at du som investor kun kompenseres hvis inflasjonen er positiv. Matematisk er inflasjonen definert som:

$$\text{Inflasjon} = \left(\frac{KPI_{(t)}}{KPI_{(t-1)}} \right) - 1$$

Hvor $KPI_{(t)}$ er konsumprisindeksen det året kupongen betales og $KPI_{(t-1)}$ er konsumprisindeksen året før kupongen utbetales.

Man kan også kompensere for inflasjon gjennom høyere hovedstol (Hirt & Block, 2012).

Anta at en IPS med forfall om ti år betaler 2 % kupongrente årlig, inflasjonen er antatt å være 3 % , og prisen er 500 000 ved tidspunkt for utstedelse. Første år vil hovedstol være $500\,000 \times 1,03 = 515\,000$, etter to år $500\,000 \times 1,03^2 = 530\,450$ osv. Kupongrenten vil være $515\,000 \times 0,02 = 10\,300$ første år, og $530\,450 \times 0,02 = 10\,609$ andre år. Sett at inflasjonen er 3 % gjennom hele levetiden vil investor få utbetalt en hovedstol på $500\,000 \times 1,03^{10} = 671\,958$ ved forfall (pluss kupong).

¹⁴ Inflation-Protected Security

Vedlegg 3: Kostnader ved notering

Oslo Børs				
Type avgift	Notert kapital		Minimumsavgift	Maksimumsavgift
Kursnoteringsavgift	Avgift første lån	56,50 pr MNOK i restgjeld	kr 5 976,00	kr 44 774,00
	Avgift etterfølgende lån	38,14 pr MNOK i restgjeld	kr 4 482,00	kr 33 581,00
	Avgift dersom låntaker har noterte aksjer	38,14 pr MNOK i restgjeld	kr 4 482,00	kr 33 581,00
	Maks avgift per låntaker per år			kr 434 700,00
Registreringsavgift	Lån med særskilt standardiserte vilkår			kr 3105 pr ISIN
	Andre lån			kr 5175 pr ISIN
Kontrollavgift	Lån som ikke omfattes av prospektdirektivet			kr 40 000 pr låntakerbeskrivelse
	Lånebeskrivelse, anbudsinnbydelse og lånedokumenter for lån med særskilt standardiserte vilkår som ikke omfattes av prospektdirektivet			kr 11 000 pr ISIN
	Lånebeskrivelse, anbudsinnbydelse og lånedokumenter som ikke omfattes av prospektdirektivet			kr 13 000 pr ISIN

Kostnader ved notering på Oslo Børs og Nordic ABM

	Norsk Tillitsmann			Finanstilsynet	
Finanssektoren (OMF)				Grunnprospekt	62 000
				Registreringsdokument	50 000
	Ant. Løpende lån	< NOK 100 Mill	> NOK 100 Mill	Tilleggsprospekt	6 000
	0-5	18 000	28 000	Verdipapirdokument + sammendrag	13 000
	6 -> 10	15 000	23 000		
	11 -> 25	13 000	18 000		
	> 25	13 000	13 000		
	> 50	8 000	8 000		
Finanssektoren ansv.	< 20 mill	> NOK 20 Mill	> NOK 100 Mill		
	23 000	28 000	33 000		
Kommune					
	Løpetid	< NOK 100 Mill	> NOK 100 Mill		
	< 3 år	13 000	18 000		
	> 3 år	18 000	23 000		
Øvrige utstedere					
	Obligasjonstype		NOK		
	Ordinære		40 000 - 500 000		
	Ansvarlige		40 000 - 500 000		
	Konvertible		60 000 - 500 000		
Utarbeidelse av prospekt					
Finansinstitusjoner	Registreringsdokument		40 000		
	Tilleggsprospekt		fra 5 000		
	Verdipapirdokument		5 000		
Øvrig	Registreringsdokument		70 000		
	Tilleggsprospekt		fra 5 000		
	Verdipapirdokument		fra 5 000		

Kostnader knyttet til obligasjonslån