



RAPPORT

Kartläggning av marknadsbaserad finansiering i Sverige

31 oktober 2022



Dnr 22-28854

Innehåll

Sammanfattning	3
Inledning	5
Vad innebär marknadsbaserad finansiering?	6
Utvecklingen mot finansiering utanför banksektorn	6
Hur påverkar marknadsbaserad finansiering den finansiella stabiliteten? ..	11
Marknadsbaserad finansiering i Sverige	15
Marknadens storlek	15
Vilka investerar i företagsobligationer?	19
Vilka är företagen som emitterar obligationer?	21
Likviditet och transparens på andrahandsmarknaden	24
Företagsobligationsmarknadens funktionsförmåga under kriser	26
Källförteckning	27

Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon +46 8 408 980 00
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Sammanfattning

Svenska företag finansierar sig i allt högre grad utanför banksektorn. Även för hushåll finns nya möjligheter att ta lån utanför bankerna. Det kan finnas fördelar med tillgång till fler finansieringsmöjligheter. Bankerna har på så sätt utsatts för större konkurrens, vilket troligen har sänkt företagens och hushållens finansieringskostnader. Men utvecklingen kan också innebära nya risker.

Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv kan det finnas fördelar med att företag och hushåll vänder sig utanför banksektorn. Det finns forskning från andra länder som tyder på att kreditutbudet på kapitalmarknaderna kan vara mer stabilt under kriser, jämfört med utbudet från banker. Kredittillgången i bankdominerade finansiella system tenderar därför att vara mer procyklisk, vilket gör att finansiella kriser blir djupare och mer långvariga. Det beror i sin tur på att investerare på kapitalmarknaderna ofta har bättre förmåga att absorbera kreditförluster, och kan vara mer långsiktiga i sina placeringsbeslut. Samtidigt ger utvecklingen mot finansiering utanför banksektorn upphov till nya källor till systemrisk, knutna till likviditetsomvandling i fonder, sammanlänkning och specifika investeringsaktiviteter (till exempel derivathandel) som omfattas av krav på marginalsäkerheter.

Den forskning som har betonat stabilitetsvinster med marknadsfinansiering är gjord på data från länder med mogna och väl utvecklade obligationsmarknader. Den svenska marknaden för företagsobligationer har vuxit snabbt och utgör idag en viktig källa till finansiering för icke-finansiella företag. Men likviditeten och transparensen på andrahandsmarknaden är låg, vilket gör att prissättningen har varit opålitlig under perioder av ansträngda marknadsförhållanden.

Den låga transparensen och likviditeten på andrahandsmarknaden beror på flera faktorer. En viktig förklaring har att göra med ägarstrukturen. En stor del av innehaven ägs av investeringsfonder, medan bankerna står för en relativt liten andel och verkar ha begränsad förmåga att tillföra likviditet under ansträngda marknadsförhållanden. En annan bidragande faktor är att en stor andel av obligationerna saknar kreditbetyg, och att det är vanligt att företag emitterar relativt små volymer till ett fåtal investerare, som ofta behåller innehaven till förfall. Finansinspektionen (FI) har tagit ett antal initiativ för att förbättra transparensen och likviditeten på andrahandsmarknaden. Det har vi bland annat gjort genom att uppmana branschen att ta fram en rekommendation för rapportering och en benchmarkstandard för nyemissioner.

Andrahandsmarknadens begränsade förmåga att hantera likviditetsstörningar innebär i sin tur att det blir svårare för företag att emittera obligationer och certifikat på primärmarknaden under sådana perioder. Analyser som FI har gjort

pekar på att kreditutbudet på marknaden för företagsobligationer i Sverige inte har varit lika stabilt under krisperioder som i länder med mer utvecklade kapitalmarknader.

En relativt stor andel av investerarna utgörs dessutom av investeringsfonder, vilket innebär att systemrisk förknippade med likviditetsomvandling är särskilt uttalade för svensk del. Även om fondförvaltare har ambitionen att vara långsiktiga i sina placeringsbeslut, kan fonderna bli tvungna att avyttra stora innehav om många andelsägare väljer att lösa in sina andelar samtidigt. Det har blivit ett tydligt mönster under perioder när riskpremierna på företagsobligationer har stigit. FI har därför tagit initiativ till regeländringar och skärpt tillsynen av investeringsfonder.

En stor andel av de företag som emitterar obligationer på den svenska marknaden är kommersiella fastighetsföretag. En så stor sektorkoncentration kan ge upphov till specifika risker knutna till fallande fastighetspriser och hyresintäkter. I värsta fall kan koncentrationen också leda till spridningseffekter genom att orsaka kreditförluster i banksektorn.

Inledning

I regleringsbrevet för 2022 fick Finansinspektionen (FI) i uppdrag att kartlägga marknadsbaserad finansiering i Sverige. Kartläggningen ska inkludera marknadens aktörer och deras verksamhet, samt marknadens storlek och utveckling. FI ska även redovisa vilka sårbarheter och risker, inklusive spridningsrisker, som uppstår i den verksamhet som bedrivs. FI slutredovisar nu uppdraget genom denna rapport.

Rapporten är indelad i två delar. Den första delen är en konceptuell del som beskriver marknadsfinansiering som fenomen och den andra delen redovisar marknadsstatistik samt analyser av sårbarheter.

Den första delen inleds med ett beskrivande avsnitt som redogör för de vanligaste formerna av marknadsfinansiering – med exempel på typiska aktörer och upplägg – följt av ett avsnitt som redogör för forskning kring potentiella stabilitetsvinster förknippade med marknadsfinansiering och till sist ett avsnitt som redogör för potentiella sårbarheter och risker (inklusive spridningsrisker) förknippade med marknadsbaserad finansiering.

I rapportens andra del redovisar vi marknadens storlek och utveckling, vilka företag som använder sig av marknadsfinansiering samt vilka som är investerarna. Den andra delen innehåller även deskriptiv information om likviditet och transparens på andrahandsmarknaden samt ett avsnitt som pekar på specifika sårbarheter som har observerats i Sverige.

Vad innebär marknadsbaserad finansiering?

De vanligaste sätten för icke-finansiella företag att finansiera sina skulder är genom banklån och så kallad marknadsfinansiering, typiskt sett genom obligationer och certifikat. På senare år har företag i allt högre grad lånat utanför banksektorn. Även för hushåll ökar betydelsen av alternativa finansieringsformer, framför allt för bolån. Det finns fördelar med tillgång till fler finansieringsmöjligheter, men utvecklingen medför också nya risker.

Utvecklingen mot finansiering utanför banksektorn

Begreppet marknadsbaserad finansiering kan innefatta ett antal olika fenomen. I den här rapporten definierar vi begreppet som finansiering utanför banksektorn av hushåll och icke-finansiella företags skulder. Det innebär att vi bortser från den finansiering som sker genom aktier.

Faktorer bakom utvecklingen

Före finanskrisen 2008 stod banker för den största delen av icke-finansiella företags nyupplåning, såväl i Sverige som i EU-området. Efter 2008 har det förhållandet ändrats och företagens nyupplåning har i högre utsträckning skett via kapitalmarknaderna. Det finns flera anledningar till den utvecklingen. Under finanskrisen minskade banker i euroområdet sin utlåning till företag, bland annat på grund av högre upplåningskostnader och för att förbättra sin kapitaltäckning. Det visade sig samtidigt att företagen hade lättare att finansiera sig på kapitalmarknaderna under såväl finanskrisen 2008–2009 som den efterföljande statsfinansiella krisen i euroområdet. En lärdom från dessa kriser var därför att EU:s bankdominerade kreditmarknad kan vara mindre stabil än kreditmarknader i ekonomier med ett större inslag av marknadsfinansiering, som USA. Slutsatsen har fått Europeiska kommissionen att vilja främja utvecklingen av likvida och integrerade kapitalmarknader inom EU genom den så kallade kapitalmarknadsunionen, samtidigt som kraven på likviditet och eget kapital i banksektorn skärpts.¹

En annan faktor bakom utvecklingen är lågräntemiljön, som har inneburit att många investerare sökt högre avkastning utanför de traditionella tillgångsslagen. Försäkringsföretag och pensionsförvaltare har till exempel fått svårare att möta åtaganden de har mot sina förmånstagare enbart genom avkastning från traditionella investeringar i statsobligationer. En annan viktig anledning är att

¹ Kapitalmarknadsunionen är ett samlingsbegrepp på ett antal EU-initiativ, vars syfte är att fördjupa och ytterligare integrera medlemsstaternas kapitalmarknader.

kraven på banker och kreditinstitut, bland annat på kapital, har ökat sedan den finansiella krisen 2008. Högre krav har gjort det relativt sett dyrare för banker att tillhandahålla krediter. Sammantaget har dessa faktorer bidragit till att icke-finansiella företag sedan finanskrisen 2008 i högre utsträckning sökt sig direkt till investerare på kapitalmarknaderna för finansiering. Det har även skett en utveckling mot alternativa finansieringsformer för bolån.

Att det har skett en utveckling mot finansiering utanför banksektorn har sannolikt varit positivt för Sveriges ekonomiska utveckling. Det utsätter bankernas utlåning för större konkurrens, och leder därigenom till lägre finansieringskostnader för företagen. Det gäller framför allt för stora företag, som har tillgång till finansiering via obligationsmarknaden, och på så sätt kan utsätta bankernas lånevillkor för konkurrens. Men det är även tänkbart att små och medelstora företag har fått lättare att finansiera sin verksamhet genom tillgång till alternativa finansieringsformer, som utlåning från kreditfonder eller övriga finansiella institut.

Även utvecklingen mot alternativa finansieringsformer för bolån har sannolikt medfört positiva effekter för samhällsekonomin, genom att utsätta bankernas bolånevillkor för större konkurrens. I de följande underavsnitten redogör vi för några av de vanligaste finansieringsuppläggen.

Finansiering via obligationsmarknaden

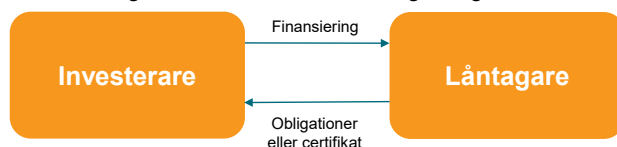
Den vanligaste formen av marknadsbaserad finansiering går ut på att företag emitterar värdepapper (obligationer eller certifikat) som köps direkt av investerare på primärmarknaden. Figur 1 nedan visar en schematisk bild av upplägget, jämfört med den traditionella modellen för finansiering genom banksektorn.

Figur 1. Jämförelse av finansieringsupplägg

Traditionell finansiering genom banksektorn



Finansiering via marknaden för företagsobligationer



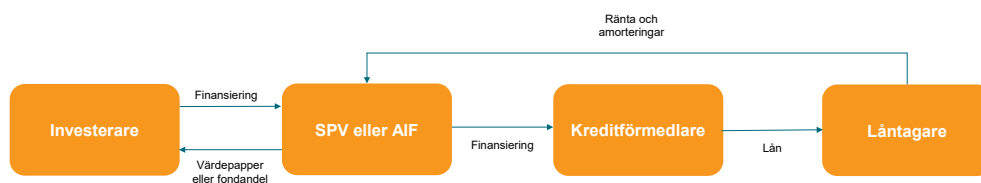
Under perioden innan finanskrisen 2008–2009 var det primärt stora svenska industriföretag som finansierade sig på obligationsmarknaden. Sedan dess har allt fler typer av företag börjat använda obligationsmarknaden som finansieringskälla.

Nya, alternativa finansieringsformer

Under senare år har även lånefinansieringen av icke-finansiella företag tagit delvis nya vägar. Andra aktörer än banker – bland annat så kallade alternativa investeringsfonder (AIF) och övriga finansiella institut – har i ökande utsträckning blivit aktörer inom kreditgivning. En central faktor bakom denna utveckling är att regleringar för kreditgivning har öppnats upp. I flera länder har reglerna reviderats, för att tillåta kreditgivning av andra aktörer än enbart banker och kreditinstitut. En viktig kategori av företag i detta sammanhang är så kallade övriga finansiella institut, det vill säga finansiella institut som inte är banker eller kreditinstitut. Det kan till exempel röra sig om betalningsinstitut eller kreditmarknadsbolag som bedriver direkt utlåning till företag utan att behöva tillstånd för finansieringsrörelse.

Kraven på dessa institut är betydligt lindrigare än för banker, men det finns begränsningar för hur mycket de kan låna ut och finansieringen får inte ske genom inlåning från allmänheten. Det innebär att finansieringen ofta sker genom att krediterna paketeras om och säljs vidare till exempelvis en AIF-fond eller ett så kallat specialföretag (SPV).

Den utlåning som dessa institut erbjuder riktar sig primärt till små och medelstora företag. I figur 2 nedan visas en schematisk bild på ett typiskt upplägg med en kreditförmedlare som ger ett lån till ett företag, och finansierar krediten via en fondstruktur eller genom värdepapperisering.

Figur 2. Exempel på upplägg vid alternativ finansiering

Fondstruktur: I en fondstruktur upprättas en så kallad alternativ investeringsfond (AIF), som förvaltas av en AIF-förvaltare. Fonden har mandat att investera i företagskrediter och förvärvar dessa från den ursprungliga kreditgivaren. Fonden hämtar in kapital från ett antal investerare som därigenom blir andelsägare i fonden. En investeringspolicy styr sedan hur fondmedlen ska förvaltas av AIF-förvaltaren till förmån för investerarkollektivet. Om fonden får ränteinkomster läggs dessa till det totala fondvärdet och räknas in i nettoandelsvärdet. Värdeutvecklingen i fonden utgör alltså investerarnas avkastning, och kan utbetalas löpande eller när fondandelen löses in. Andelsvärdet minskar om fonden drabbas av kreditförluster. Investerarna bär alltså risken för att fonden inte har en positiv värdeutveckling, eller om kreditförlusterna blir så stora att inte ens det ursprungligt investerade kapitalet kan återbetalas vid en inlösen.

Värdepapperisering: Traditionell värdepapperisering av företagskrediter sker genom att en kreditgivare paketerar och säljer en portfölj av lån från sin balansräkning. Dessa säljs till ett specialföretag för värdepapperisering som finansierar köpet av portföljen från den ursprungliga kreditgivaren genom att emittera obligationer till investerare. Kreditrisken i obligationerna skivas, det vill säga delas upp i olika delportioner, så kallade trancher. Trancherna har olika prioritet vad gäller rätten till portföljens betalningsflöden och skyldighet att bära eventuella kreditförluster som uppstår. Den totala kreditrisken i dessa värdepapper motsvarar normalt kreditrisken i de underliggande krediterna. Obligationerna betalar som regel en fast ränta under investeringen samt det nominella beloppet vid inlösen.

FI har sedan tidigare vidtagit åtgärder för att minska riskerna förknippade med banknära strukturer för värdepapperisering genom att publicera en pelare 2-metod för bedömning av återflödesrisker vid värdepapperisering för enskilda banker.

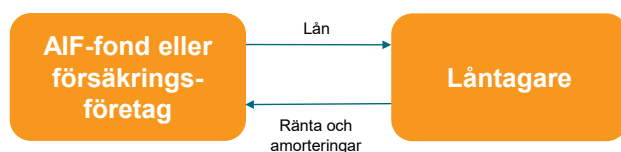
Direkt kreditgivning från fonder eller försäkringsföretag

I vissa EU-länder har direktivet om förvaltning av alternativa investeringsfonder (AIFM-direktivet) genomförts på ett sätt som möjliggör för alternativa investeringsfonder att både ge ut och investera i krediter. Så är till exempel fallet i Sverige.²

² Enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder (LAIF)

Även försäkrings- och pensionsföretag har fått möjlighet till kreditgivning i och med de europeiska regeländringar som har införts, bland annat inom ramen för kapitalmarknadsunionen. I vissa EU-länder har det inneburit att de har blivit betydande aktörer på kreditmarknaden. I exempelvis Nederländerna har tjänstepensionsföretag kommit att stå för en stor andel av nyutlåningen när det gäller bostadskrediter. I figur 3 nedan visas en schematisk bild av direkt kreditgivning från en AIF-fond eller ett försäkringsföretag.

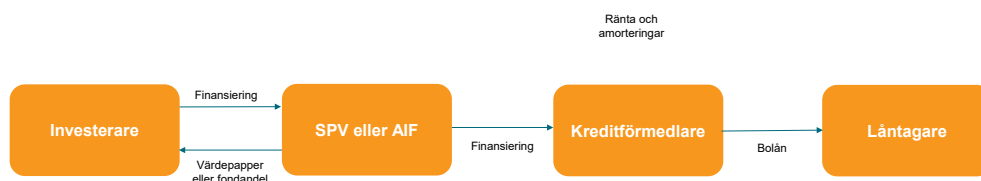
Figur 3. Direkt kreditgivning från AIF-fond eller försäkringsföretag



Alternativa finansieringsformer för bolån

Under senare år har intresset för nya affärsmodeller ökat även på den svenska bolånemarknaden. Nya aktörer som inte har bank- eller kreditmarknadsbolagstillstånd har etablerat sig som kreditgivare och använder finansieringsmodeller som tidigare inte har funnits för bolån i Sverige. Den huvudsakliga gruppen som finansierar de alternativa affärsmodellerna är försäkrings- och pensionsföretag. Upplägget påminner om de alternativa finansieringsformer för icke-finansiella företag som vi redovisar i avsnittet ovan, och innefattar typiskt sett finansiering genom en fondstruktur eller värdepapperisering. Figur 4 redovisar en typisk finansieringsstruktur.

Figur 4. Alternativ finansiering av bolån



FI har kommunicerat vägledning till branschen om vår syn på förutsättningar för verksamhet med bostadskrediter. Promemorian klargör bland annat att samma konsumentskyddsregler gäller oavsett vilken aktör som är kreditgivare, och att finansieringen i en bolånestruktur bör ha en löptid på minst tio år.

Hur påverkar marknadsbaserad finansiering den finansiella stabiliteten?

Forskning pekar på att marknadsbaserad finansiering kan främja den finansiella stabiliteten

Det finns en omfattande forskning om kreditmarknaden. De initiativ som ingår i kapitalmarknadsunionen har delvis motiverats utifrån forskning som har betonat de risker som är förknippade med bankdominerade finansiella system. Becker och Ivashina (2014) har till exempel visat att amerikanska företag under lågkonjunkturer i högre utsträckning har finansierat sig genom kapitalmarknaderna än genom banklån. De tolkar resultatet som att kreditutbudet från banksektorn är mer procykliskt än kreditutbudet från kapitalmarknaderna, och kopplar det till teorier om kreditransonering. I en senare studie (2018) fokuserar Becker och Ivashina på låneutbudet för europeiska företag under den statsfinansiella krisen i euroområdet. Resultaten pekar på att europeiska banker som köpte stora mängder statspapper under perioden 2010–2011 samtidigt minskade sin utlåning till företag. Det kan tolkas som en utträngningseffekt, men även som en följd av att bankerna behövde stärka sin kapitaltäckning och att kapitalkraven för statsobligationer är lägre.

Liknande resultat har påvisats i nationalekonomisk forskning. Gambacorta med flera (2014) utgår från ett urval av länder i Världsbankens databas Global Financial Development Database. De finner att banker och kapitalmarknader har likvärdiga förmågor att bidra till tillväxt under normala ekonomiska omständigheter. Men när det gäller förmågan att parera konjunktursvängningar skiljer de sig åt. I normala lågkonjunkturer kan friska banker agera kontracykliskt genom att erbjuda refinansieringslösningar och villkorsändringar, exempelvis i form av uppskjutna ränte- och amorteringsbetalningar, för företag med tillfälliga likviditetsproblem (så kallad *forbearance*). Det utgör en viktig del av bankernas relation till sina kunder, som innebär att de har – och av kunderna tillåts få – ett informationsövertag. Men under allvarliga lågkonjunkturer, som sammanfaller med en finansiell kris, tenderar banker att själva drabbas av likviditets- och refinansieringsproblem och tvingas därmed strama åt sin kreditgivning. I finansiella system med en hög grad av marknadsfinansiering finner författarna att kreditåtstramningen inte blir lika allvarlig. Effekten på bruttonationalprodukten (BNP) av en kombinerad lågkonjunktur och finansiell kris blir tre gånger så stor i en ekonomi där den finansiella sektorn domineras av banker jämfört med ekonomier som har en hög grad av marknadsfinansiering.

En relevant studie för svenska förhållanden är Demirgüç-Kunt med flera (2013). Författarna kommer fram till att storleken på ett lands banksektor och kapitalmarknader utgör en större andel av BNP ju mer utvecklad ett lands ekonomi blir. Men över en viss nivå av ekonomisk utveckling blir banksektorns marginella

bidrag till BNP lägre medan kapitalmarknadernas bidrag ökar. Resultaten kan förklaras av att banksektorn blir mer sårbar för störningar i utvecklade ekonomier och i takt med globaliseringen av den finansiella sektorn. Resultaten kan förklara varför banksektorn utgör en så stor andel av BNP i Sverige, men även varför kapitalmarknaderna under senare år har kommit att spela en allt större roll. Bats och Houben (2017) kommer fram till liknande resultat. Med hjälp av paneldata från 22 OECD-länder drar de slutsatsen att bankbaserad finansiering bidrar till ökade systemrisker medan marknadsfinansiering minskar systemriskerna.

Forskningen antyder alltså att banker tenderar att agera mer procykliskt under finansiella krisförlopp. Sammantaget talar det för att en ökad andel marknadsfinansiering kan främja den finansiella stabiliteten. Det finns flera underliggande skäl till de observationerna. Investerare på kapitalmarknaderna har i många fall bättre förmåga att absorbera kreditförluster än banker, eftersom de typiskt sett har mindre hävstång i sina placeringar. Det gör också att de kan ha bättre kapacitet att ge krediter under ansträngda marknadsförhållanden, när banker kan bli tvungna att strypa sin kreditgivning. Graden av löptidsomvandling är typiskt sett också lägre, särskilt när det gäller institutionella placerare med lång placeringshorisont, som försäkringsföretag och pensionsfonder.³ Det innebär att de är mindre sårbara för uttagsanstormningar.

Risker förknippade med marknadsbaserad finansiering

Men det finns också skäl att vara försiktig med slutsatserna från den forskning som redovisas i det föregående avsnittet. Det finns också forskningsrön som betonar risker förknippade med att finansiella tjänster övergår från att förmedlas av banker, som är föremål för omfattande tillsyn, till att förmedlas av företag som inte står under motsvarande tillsyn och reglering. Gorton med flera (2010) menar i sin analys av finanskrisen 2008 att skuggbanksektorn spelade en väsentlig roll i framväxten av den amerikanska marknaden för bolån till mindre kreditvärdiga kunder, den så kallade *subprime*-marknaden, som var en viktig faktor bakom krisen 2008. Mer specifikt möjliggjorde systemet av finansiella aktörer som stod utanför banktillsyn en uppbyggnad av risker som inte gick att genomlysa när krisen utbröt. Penningmarknadsfonder erbjöd ett substitut för insättningar på bankkonton, och användes för att finansiera värdepapperiserade bolån, ofta med betydande hävstång som åstadkoms genom repotransaktioner. Genom detta system kunde lån med samma egenskaper som banklån tecknas och finansieras, utan att omfattas av samma tillsyn och reglering som omgärdar banksektorn.

³ Löptidsomvandling innebär att finansiella företag investerar i tillgångar med lång löptid, och finansierar investeringarna med instrument med kortare löptid. Det gör dem sårbara för refinansieringsrisker, som när flera kunder i en bank tar ut pengar från sina sparkonton samtidigt eller när obligationer förfaller och banken inte kan emittera nya.

Ett problem som hänger ihop med det är att nya aktörer på kreditmarknaden tenderar att ha mindre erfarenhet av kreditprövning. Det kan innebära att krediter ges till motparter med sämre kreditkvalitet än inom banksektorn, som i exemplet med den amerikanska *subprime-marknaden*. I den mån som kreditgivaren inte behåller krediterna på sin balansräkning kan det även ge upphov till skeva incitament. Ett vanligt finansieringsupplägg är att kreditgivaren paketerar om krediterna och säljer vidare till en investeringsfond eller till institutionella placerare (se föregående avsnitt). Att kreditgivaren inte bär någon kostnad för framtida kreditförluster minskar incitamenten att göra sunda kreditprövningar.

Finansiell intermediering utanför banksektorn är numera ett betydande fenomen även inom EU. Europeiska systemrisknämnden (ESRB) bevakar löpande riskerna som är förknippade med stigande marknadsfinansiering i EU och redogör i sin årliga rapport EU Non-bank Financial Intermediation (NBFI) Risk Monitor för risker kopplade till *likviditetsomvandling* och *hävstång i investeringsfonder*, *sammanlänkning* och *risker förknippade med specifika investeringsaktiviteter*, som exempelvis derivat- och repotransaktioner.

Risker förknippade med *likviditetsomvandling* uppstår när investeringsfonder erbjuder mer eller mindre omedelbar inlösen men investerar i tillgångar med låg likviditet. Ett visst mått av likviditetsomvandling är naturligt, men när obalanserna blir för stora kan det orsaka problem. När värdet av tillgångarna i en fond sjunker kan det till exempel leda till att investerare i fonden vill lösa in sina innehav. Om ett stort antal investerare begär inlösen samtidigt, kan fonden tvingas att sälja av stora innehav i illikvida placeringar, vilket kan utsätta de underliggande tillgångarna för ytterligare prispress. Det kan i sin tur påverka den finansiella ställningen hos andra aktörer med liknande innehav, exempelvis banker eller försäkringsbolag. Om de har investeringar i samma slag av tillgångar, kan deras soliditet försämrats, vilket i sin tur kan leda till att de behöver minska sitt risktagande. Risker förknippade med likviditetsomvandling kan dessutom förstärkas om fonden har en hävstång i sina investeringar, till exempel genom att innehaven delvis finansieras genom belåning eller att priskänsligheten förstärks genom derivat. Mirza med flera (2019) finner att investeringsfonder i euroområdet har blivit mer systemviktiga under senare år.

Risker förknippade med *sammanlänkning* kan delas in i direkt och indirekt sammanlänkning. Risker förknippade med direkt sammanlänkning handlar om att finansiella aktörer genom ömsesidiga exponeringar mot varandra kan bli sårbara för om det uppstår problem hos en av dem. En aktör som drabbas av stora likviditets- eller refinansieringsproblem och får svårigheter att fullgöra betalningar till sina motparter kan skapa dominoeffekter i det finansiella systemet, genom att motparterna i sin tur får svårigheter att fullgöra sina betalningar till andra. I Sverige är såväl investeringsfonder som försäkringsföretag och pensionsföretag direkta sammanlänkade med banksektorn, eftersom de investerar i obligationer och

certifikat emitterade av banker. Banker är därmed beroende av dessa aktörer för sin finansiering.

Indirekt sammanlänkning är också vanlig. Den kännetecknas av att flera aktörer i det finansiella systemet har stora exponeringar mot samma underliggande risk, till exempel genom utlåning till en och samma sektor eller exponering mot att ett marknadspris går i en och samma riktning. I Sverige har till exempel fonder som investerar i företagsobligationer, banker samt försäkrings- och pensionsföretag stora exponeringar mot den kommersiella fastighetssektorn. Den indirekta sammanlänkningen gör att problem i den kommersiella fastighetssektorn kan ge upphov till spridningseffekter i den finansiella sektorn. Om fonder drabbas av stora inlösenvolymerna kan de få svårt att bistå fastighetsföretag med refinansiering av obligationer och certifikat. Om obligationerna faller i värde kan det försvaga den finansiella ställningen för försäkrings- och pensionsföretag och försämra deras förmåga att bistå med refinansiering. Det kan i sin tur göra att fastighetsföretagen i stället vänder sig till bankerna för finansiering.

Risker förknippade med *specifika investeringsaktiviteter* är i allmänhet knutna till derivat och liknande transaktioner som omfattas av krav på marginalsäkerheter. Under perioder av hög marknadsvolatilitet stiger typiskt sett kraven på marginalsäkerheter. Det beror dels på att kravet på initialsäkerhet beror på marknadsvolatilitet, dels på att prisförändringar kan ge upphov till krav på variationssäkerheter. Krav på variationssäkerhet innebär att en part behöver betala in ytterligare säkerheter till en central motpart, som dessutom ska uppfylla krav på tillräcklig likviditet (i normalfallet likvida medel).

Om parten inte har tillräckligt med likvida medel på sin balansräkning, kan den antingen behöva låna pengar (till exempel genom att använda en kreditfacilitet eller ingå ett repoavtal), avyttra tillgångar med lägre likviditet för att finansiera kravet på variationssäkerhet, alternativt avveckla en eller flera derivattransaktioner för att minska sitt totala marginalsäkerhetskrav, eller på andra sätt minska sin hävstång. Sådana reaktioner kan förstärka prISRörelserna under perioder av marknadsturbulens. När det gäller kopplingen till företagskrediter, kan stora marginalsäkerhetskrav till exempel leda till att investerare i företagsobligationer blir tvungna att avyttra hela eller delar av sina innehav, vilket gör att de då inte har samma möjlighet att stödja marknaden genom att investera i nya emissioner.

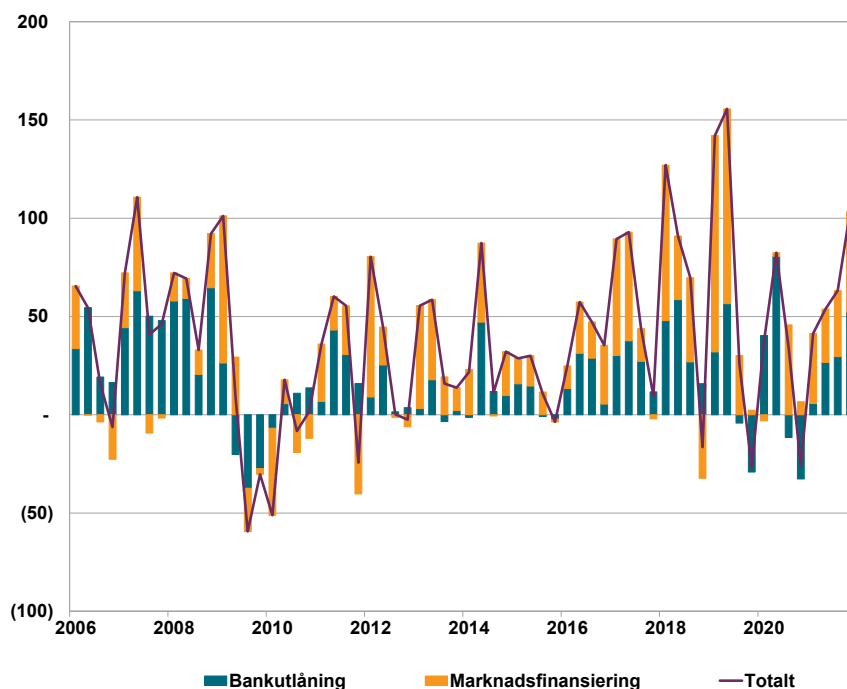
Marknadsbaserad finansiering i Sverige

Marknadens storlek

Av föregående avsnitt framgår att icke-finansiella företag sedan finanskrisen 2008–2009 i högre utsträckning än tidigare har börjat vända sig direkt till investerare på kapitalmarknaderna för sin finansiering. Mönstret i Sverige är detsamma som inom euroområdet. För svensk del avspeglas detta i att marknadsfinansiering har kommit att bli en allt högre andel av de icke-finansiella företagens nyupplåning (se diagram 1).

1. Kreditflöde till icke-finansiella företag i Sverige

Miljarder kronor



Källa: SCB

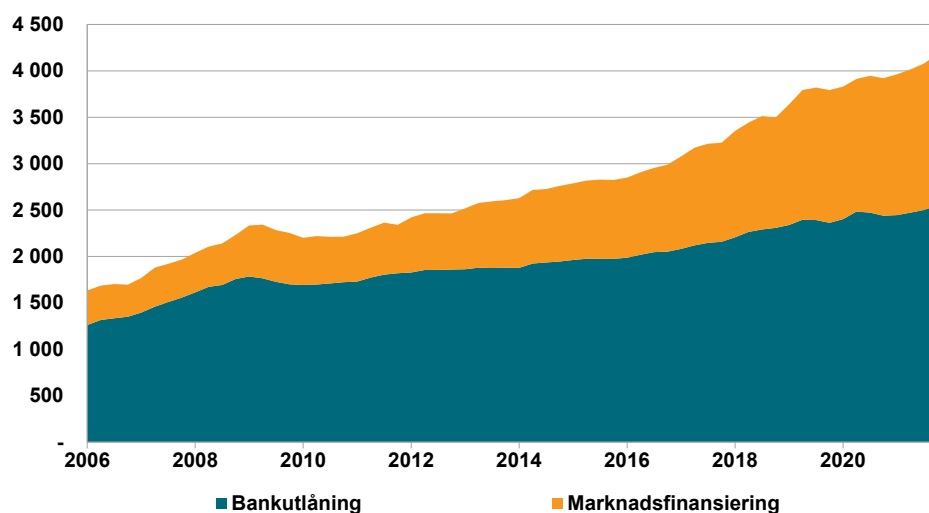
Anm: Utestående obligationer och certifikat emitterade av icke-finansiella företag, skillnad mot föregående period.

Sedan 2008 har bankernas andel av den totala utestående utlåningen till icke-finansiella företag minskat från runt 75 procent till drygt 55 procent (se diagram 2). Värdet på den utestående volymen av företagsobligationer och certifikat har under

samma period vuxit från runt 400 miljarder kronor till runt 1 600 miljarder kronor. Marknaden har med andra ord fyrdubblats på mindre än 15 år. I den utestående volymen ingår både obligationer och certifikat i svenska kronor och i utländsk valuta. Obligationer och certifikat i utländsk valuta utgör en större andel av den utestående volymen än obligationer och certifikat i svenska kronor.

2. Total utlåning till icke-finansiella företag i Sverige

Miljarder kronor



Källa: SCB

Anm: Utestående obligationer och certifikat emitterade av icke-finansiella företag.

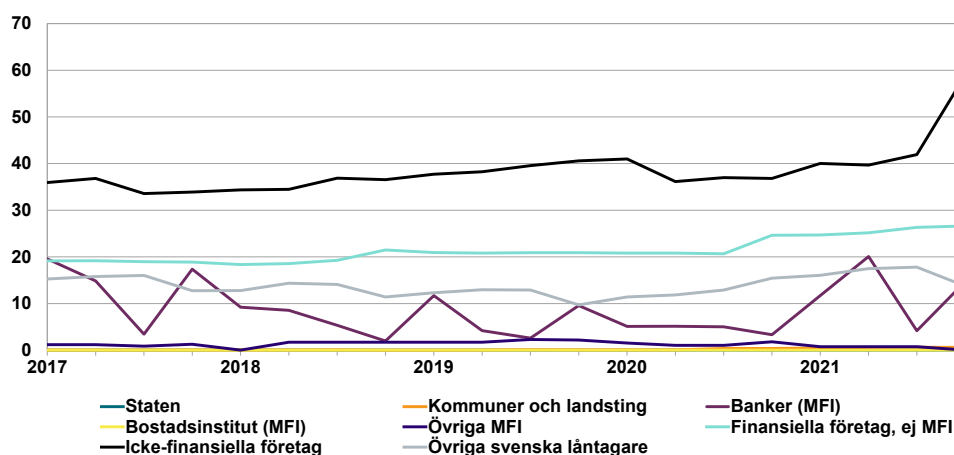
Som framgår ovan har finansiering utanför banksektorn även tagit nya vägar under senare år. En viktig kategori av aktörer i det sammanhanget är så kallade övriga finansiella institut. Företag i kategorin övriga finansiella institut är skyldiga att registrera sig i FI:s företagsregister, men står inte under myndighetens tillsyn. Av den anledningen har FI inga uppgifter om hur omfattande institutens utlåning till icke-finansiella företag är. Statistiska Centralbyrån (SCB) för heller ingen statistik över utlåningen från dessa institut. Det innebär att det är svårt att sammanställa uppgifter för den del av utlåningen till icke-finansiella företag som sker via övriga finansiella institut. Eftersom instituten typiskt sett finansierar utlåningen genom att paketera om krediterna och sälja dem vidare, speglas omfattningen av institutens utlåning av ökat innehav i till exempel värdepapperiserade krediter hos investeringsfonder, försäkringsföretag eller andra investerare. Men om krediterna säljs vidare till investerare i utlandet, fångas de inte i statistiken över innehav i Sverige.

När det gäller direkt utlåning från försäkringsföretag och pensionsförvaltare är tillgången på statistik något bättre. Dels redovisar SCB uppgifter om företagens

direkta utlåning till icke-finansiella företag i sin rapport om försäkringsföretagens kapitalplaceringar, dels går det att sammanställa uppgifter utifrån företagens rapportering till FI. Enligt SCB:s rapport var försäkrings- och pensionsföretags (direkta) utlåning till svenska låntagare till knappt 115 miljarder kronor, per första kvartalet 2022. Av dessa var drygt 40 miljarder kronor lån till MFI och andra finansiella företag. Drygt hälften av det totala beloppet, runt 59 miljarder, utgörs av lån till icke-finansiella företag. Denna siffra kan ställas mot den utestående volymen av företagsobligationer på 1 600 miljarder kronor under det första kvartalet 2022, och bankernas utlåning till icke-finansiella företag, som var knappt 2 000 miljarder kronor under samma tid.

3. Försäkrings- och tjänstepensionsföretagens direkta utlåning

Miljarder kronor



Källa: SCB

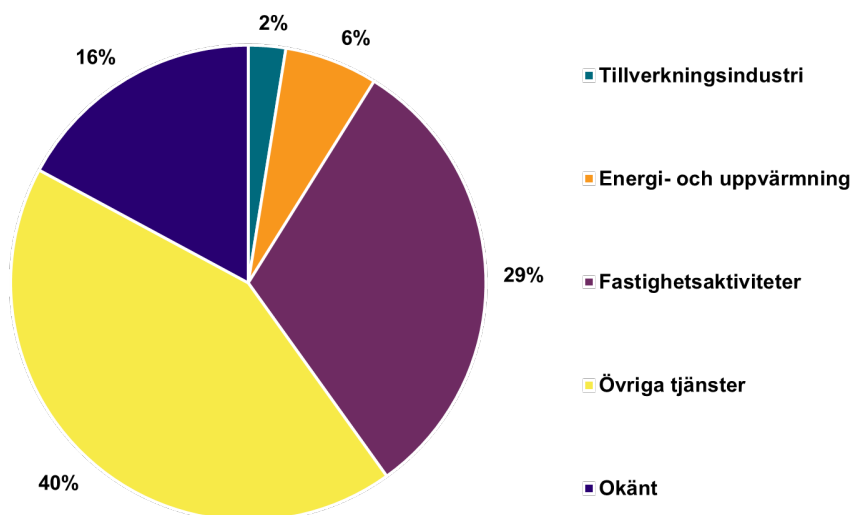
Utifrån försäkringsföretagens och tjänstepensionsföretagens rapportering till FI uppgår den direkta utlåningen till 74 miljarder kronor. Att det uppstår en skillnad mot SCB:s rapportering kan bero på att klassificeringen av tillgångar skiljer sig åt i de olika rapporterna. Tillgångsrapporteringen för tjänstepensionsföretag har dessutom en kortare historik än den för försäkringsföretagen, och uppgifterna kan därför vara förknippade med brister.⁴ Av de 74 miljarderna består runt 45 miljarder av utlåning till motparter inom finansiella sektorer. De resterande 29 miljarderna är utlåning till icke-finansiella företag. I tillgångsrapporteringen ingår även uppgifter om motpartsektorer, som redovisas i Diagram 4. Övriga tjänster utgör med 40

⁴ Runt 8 miljarder av försäkringsföretagens direkta utlåning är från så kallade captiveföretag, som vi har rensat från statistiken. Ett captiveföretag är typiskt sett ett försäkringsföretag som är dotterbolag till ett industriföretag, och som används för att försäkra risker i moderbolaget. Det är vanligt att captivebolag lånar ut pengar till moderbolaget. Sådana typer av koncerninterna transaktioner utgör inte marknadsbaserad finansiering i egentlig bemärkelse.

procent av utlåningen den största andelen, följt av fastighetsbranschen som står för 29 procent.

4. Försäkrings- och tjänstepensionsföretagens utlåning per sektor

Procent



Källa: FI

Långgivande AIF-fonder har en begränsad skyldighet att rapportera uppgifter om innehav till FI. Rapporteringen är därmed förknippad med kvalitetsbrister, men det går att redovisa vissa ungefärliga uppgifter. Det totala värdet av förvaltningstillgångarna i AIF:er som har registrerats som långgivande fonder var i slutet av 2021 strax över 50 miljarder kronor. Av dessa var knappt hälften lån, och det resterande beloppet av andra kreditinvesteringar, som till exempel värdepapperiseringar. Av de drygt 24 miljarderna i lån var drygt hälften bolån. Även om rapporteringen inte innehåller detaljerad information om motparter, bestod den resterande delen sannolikt av lån till icke-finansiella företag. Denna del var drygt 11 miljarder kronor. Det ska betonas att uppgifterna är mycket osäkra, men det kan ändå konstateras att andelen av icke-finansiella företags finansiering som kommer från långgivande alternativa investeringsfonder i dagsläget är ytterst begränsad. Marknaden har dock vuxit snabbt och det är tänkbart att den kommer att spela en större roll i framtiden.

Sammanfattningsvis är marknaden för företagsobligationer den viktigaste källan till marknadsbaserad finansiering för svenska icke-finansiella företag. Direkt kreditgivning via alternativa investeringsfonder är än så länge ett begränsat fenomen, även om utlåningen har vuxit snabbt på kort tid. Till skillnad från andra europeiska länder ägnar sig svenska försäkrings- och pensionsföretag heller inte åt direkt kreditgivning i nämnvärd utsträckning. Omfattningen av utlåning via övriga

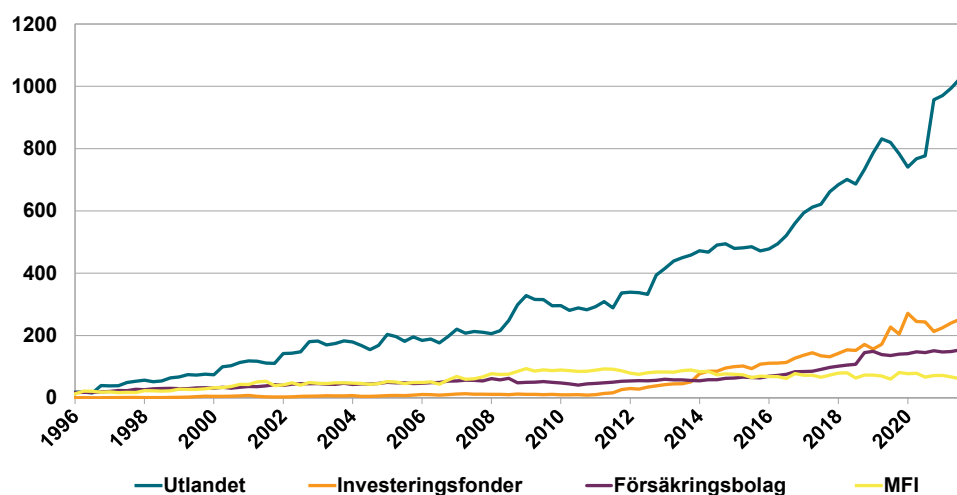
finansiella institut väcker en del frågor och det finns anledning att överväga hur mer pålitliga uppgifter om dessa instituts utlåning kan samlas in. I de följande avsnitten kommer vi att fokusera på marknaden för företagsobligationer och redovisa mer detaljerade uppgifter om vilka investerarna är och vilka egenskaper som kännetecknar företagen som emitterar obligationer.

Vilka investerar i företagsobligationer?

När det gäller innehavet av utestående obligationer och certifikat, fördelas det mellan flera olika typer av investerare. De största kategorierna är utländska investerare, svenska investeringsfonder⁵, försäkringsbolag och monetära finansinstitut (diagram 5).

5. Innehav i svenska företagsobligationer och -certifikat fördelat på investerare

Miljarder kronor



Källa: SCB

Anm: Diagrammet visar utvecklingen för de fyra största kategorierna av investerare i obligationer och certifikat utfärdade av svenska icke-finansiella företag (i SEK och utländsk valuta)

I slutet av 2021 stod svenska investeringsfonder för knappt 15 procent av innehaven. Försäkringsbolag, inklusive pensionsfonder, stod för knappt 10 procent, medan monetära finansinstitut stod för knappt 4 procent. Närmare två tredjedelar av obligationerna, cirka 65 procent, ägs av utländska aktörer. Utländska aktörer spelar alltså en betydande roll för marknaden för svenska företagsobligationer. Men baserat på den aggregerade statistiken går det tyvärr inte att dra slutsatser om i

⁵ Investeringsfonder är en kategori som används i SCB's Finansräkenskaper. Begreppet avser värdepappersfonder och specialfonder, utom penningmarknadsfonder.

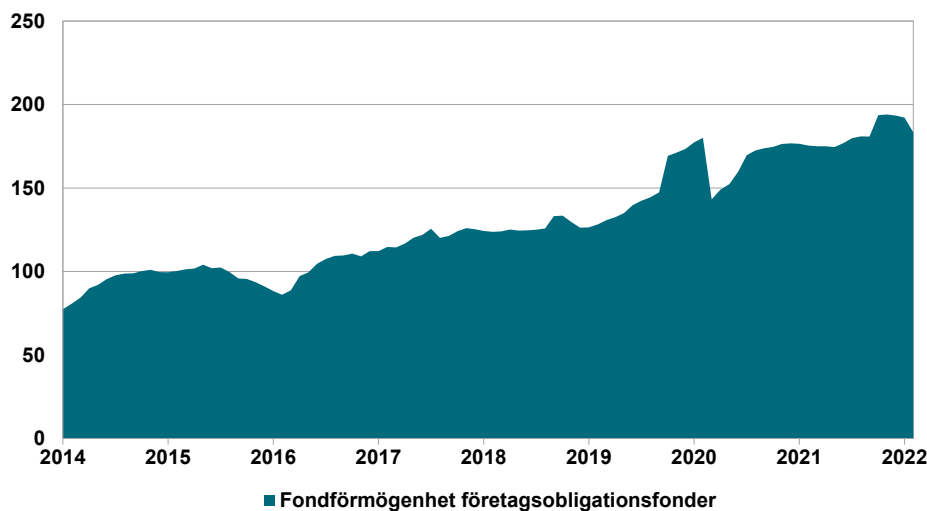
vilken mån de utländska investerarnas innehav kan kopplas till obligationer som är upptagna till handel på marknadsplatser utomlands eller i Sverige. Det går inte heller att utläsa av statistiken vilka typer av investerare som finns representerade inom kategorin Utlandet, mer än att där ingår bland annat svenska bankers investeringsfonder som är registrerade i utlandet.

Utvecklingen för de största investerarnas innehav visar att de monetära finansinstituten har minskat sina innehav sedan toppen i slutet av 2009, och gått från att vara den näst största kategorin av investerare till den fjärde största. Att innehaven har minskat beror sannolikt på minskade handelslager till följd av bland annat skärpta kapitalkrav. Investeringsfonderna har däremot ökat sina innehav kraftigt sedan 2011. De har under denna period gått från att vara den fjärde största till den näst största kategorin av investerare.

Sett till svenska investerare, står investeringsfonder för knappt hälften av det utestående emitterade beloppet. Sedan 2014 har fondförmögenheten i fonder som investerar i företagsobligationsfonder ökat från knappt 80 miljarder kronor till över 190 miljarder (se diagram 6). Utvecklingen visar även ett tydligt hack i kurvan under början av 2020, då det skedde omfattande inlösen i företagsobligationsfonder till följd av finansiell oro kopplad till coronavirusets spridning.

6. Fondförmögenhet i fonder som investerar i företagsobligationer

Miljarder kronor



Källa: Fondbolagens förening

När det gäller utländska aktörer har innehaven varierat ännu mer (se diagram 5). Fram till 2008 steg innehaven stadigt. Under sista kvartalet 2008 och första halvåret 2009 ökade de utländska aktörernas innehav kraftigt. Sedan minskade innehaven något, fram till slutet av 2011. I början på 2013 började de utländska innehaven att stiga kraftigt igen. Utvecklingen från det fjärde kvartalet 2019 till det

första kvartalet 2020 visar att utlandets innehav – i likhet med investeringsfondernas – minskade kraftigt i samband med coronapandemins utbrott. Minskningen av utländska aktörers innehav fortsatte under andra kvartalet. Samtidigt ökade försäkringsbolag och monetära finansinstitut sina innehav något.

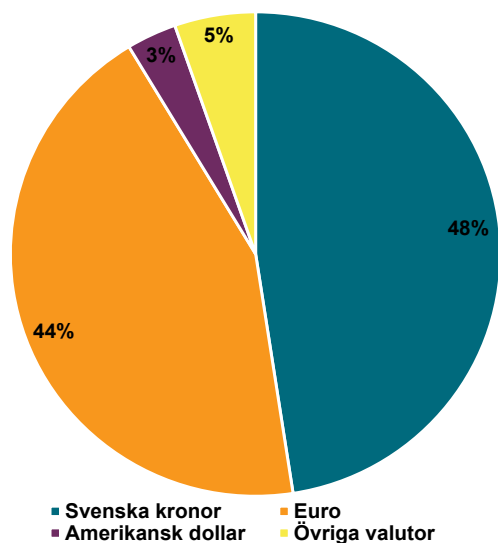
Den stora andelen utländska aktörer, i kombination med variationen i deras innehav, väcker en del frågor. Det finns tecken på att det är en kategori som är mer opportunistisk i sina placeringar, givet att innehaven ser ut att ha sjunkit kraftigt under krisperioder. Det finns forskning som vittnar om en så kallad *home bias* bland investerare, som innebär att de har en preferens för inhemska placeringar, och att den preferensen kan stärkas under krisperioder. Mönstret påminner också om utvecklingen för investeringsfonder, vilket kan tyda på att kategorin till stor andel består av utländska investeringsfonder som erbjuder daglig inlösen. Minskningen av innehaven under krisperioder skulle då kunna förklaras med stora inlösenolymer till följd av ändrad riskaptit hos fondandelsägarna eller att fonderna av andra skäl valde att ändra sammansättningen på sina tillgångar. Utifrån diagram 1 finns tecken på en kreditåtstramning i svensk ekonomi under senare delen av 2009 och början på 2010, i samband med finanskrisen samt under 2020, vid coronapandemins utbrott. Uppgifterna i diagram 3 kan tolkas som att det primärt är utländska aktörer – och i viss mån svenska investeringsfonder – som stod för åtstramningen av det marknadsbaserade kreditutbudet, såväl under perioden 2009–2010 som under 2020.

Vilka är företagen som emitterar obligationer?

Som vi tidigare har konstaterat är en stor andel av det utestående beloppet av företagsobligationer och certifikat utfärdad i utländsk valuta. Andelen i svenska kronor var 48 procent av det utestående beloppet vid slutet av 2021 (se diagram 7). Av de utländska valutorna står euro för den största andelen, och uppgår till 44 procent av det totala utestående beloppet. Det är primärt stora företag som emitterar obligationer i utländsk valuta. Enligt en analys av OECD har den genomsnittliga emissionsstorleken i euro varit runt fem gånger större än i svenska kronor under perioden 2000–2021 (OECD, 2022).

7. Utestående belopp av företagsobligationer per valuta

Procent

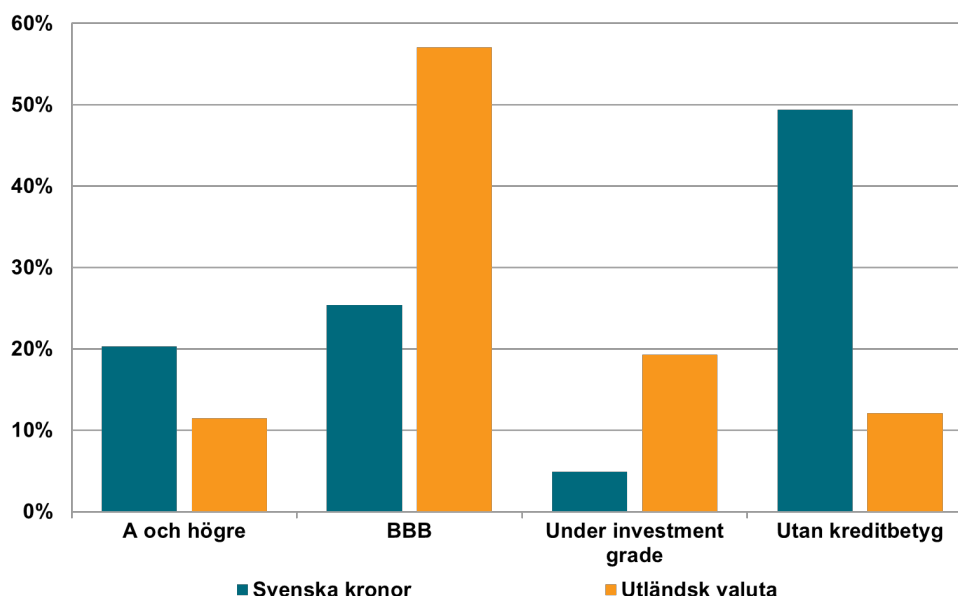


Källa: SCB

Ett annat utmärkande drag för den svenska marknaden för företagsobligationer är den höga andelen obligationer som emitteras utan kreditbetyg. Obligationer med kreditbetyg attraherar en bredare krets av potentiella investerare. Många stora institutionella placerare, till exempel försäkringsföretag eller pensionsförvaltare, har placeringsriktlinjer som ställer krav på att en andel av obligationsinnehaven ska ha ett visst kreditbetyg. Av det totala antalet obligationer som emitterades av svenska företag under perioden 2000 till 2021 saknade 46 procent kreditbetyg. Sett till emitterade belopp är andelen lägre, runt 19 procent (OECD, 2022). Men andelen är fortfarande hög i en internationell jämförelse. Enligt Riksbankens databas över svenska värdepapper (SVDB) var andelen av det totala emitterade beloppet utan kreditbetyg 30 procent i slutet av mars 2022 (se diagram 8). För värdepapper i svenska kronor var andelen ännu högre, runt 49 procent. Det kan jämföras med andelen obligationer och certifikat i euro-området utan kreditbetyg, som vid pandemi-utbrottet var runt 8 procent (Wollert, 2020).

8. Fördelning av emitterat belopp per kreditbetyg

Procent



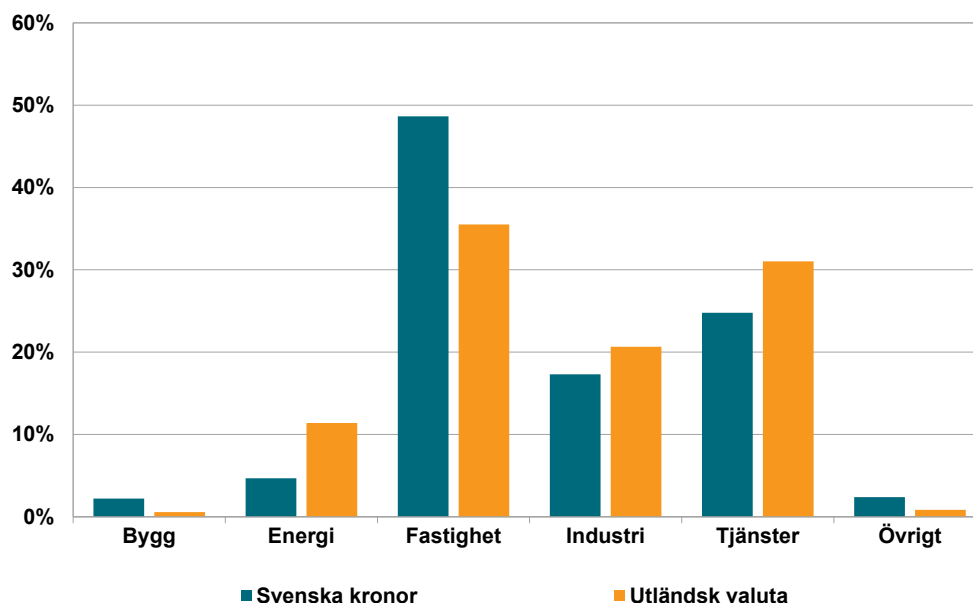
Källa: Riksbanken/SVDB

Anm. Obligationer och certifikat utfärdade av icke-finansiella företag, kvartal 1 2022

Ett annat utmärkande drag för den svenska obligationsmarknaden är den stora andelen kommersiella fastighetsföretag. Enligt uppgifter från Riksbankens SVDB-databas är andelen obligationer utfärdade av kommersiella fastighetsföretag nästan hälften av det utestående beloppet i svenska kronor (se diagram 9). Enligt OECD har andelen obligationer emitterade av kommersiella fastighetsföretag stigit kraftigt på relativt kort tid. Före 2010 stod kommersiella fastighetsföretag för en försumbar andel av emitterade belopp på obligationsmarknaden. Under 2021 stod fastighetsföretag för 48 procent av emissionsvolymen och 39 procent av den utestående stocken av företagsobligationer (OECD, 2022). Den höga sektorkoncentrationen gör obligationsmarknaden sårbar för fluktuationer på fastighetsmarknaden. Om fastighetspriserna skulle sjunka markant, är det troligt att de kommersiella fastighetsföretagen skulle få svårt att finansiera sig i samma omfattning och till lika attraktiva villkor på kapitalmarknaderna. Det är även troligt att investeringsfonder med stora innehav i obligationer emitterade av fastighetsföretag skulle drabbas av större inlösenolymer och bli tvungna att avyttra delar av innehaven. Utbudsökningen skulle sannolikt leda till högre riskpremier och i sin tur försvåra för andra icke-finansiella företag att finansiera sig via obligationsmarknaden.

9. Fördelning av emitterat belopp per sektor

Procent



Källa: Riksbanken/SVDB

Anm. Obligationer och certifikat utfärdade av icke-finansiella företag, kvartal 1 2022

Likviditet och transparens på andrahandsmarknaden

En viktig faktor när det gäller obligationsmarknadens mognad och funktionsförmåga är likviditet. Marknadslikviditet är ett begrepp som talar om hur lätt en tillgång kan omvandlas till likvida medel, och den kan mätas på flera sätt. Bristande marknadslikviditet kan orsaka kostnader för investerare, till exempel genom att minska möjligheten att avyttra innehav till ett visst förväntat pris. Låg marknadslikviditet minskar investerarnas incitament att investera i en tillgång och medför vanligtvis ett kompensationskrav i form av en så kallad likviditetspremie. Ju lägre marknadslikviditeten i en tillgång är, desto högre avkastning kommer investerare att kräva av emittenten.

Likviditeten på andrahandsmarknaden för svenska företagsobligationer är låg i en internationell jämförelse. Analyser som FI har gjort visar att likviditeten är särskilt låg för obligationer utfärdade i svenska kronor. Andelen obligationer i svenska kronor som inte handlas under en månad har legat på över 90 procent under de senaste tio åren, vilket kan jämföras med en andel på runt 60 procent för obligationer i utländsk valuta (Becker med flera, 2020). Marknaden för företagsobligationer präglas generellt av lägre handelsfrekvens och en större andel bilaterala OTC-transaktioner (over the counter-handel).

På internationella marknader är en hög andel av innehaven så kallade *held to maturity*-investeringar, typiskt sett pensionsförvaltare eller försäkringsföretag som köper obligationerna i samband med att de emitteras och behåller innehaven tills de förfaller. Banker är en annan viktig aktör, i och med att de typiskt sett tillför likviditet till marknaden, genom att de tillhandahåller ett handelslager av värdepapper och – tillsammans med obligationsmäklare – agerar som mellanhand mellan köpare och säljare av företagsobligationer.

Den svenska marknads begränsade förmåga att hantera likviditetsstörningar har att göra med just investerarbasen. En relativt låg andel av innehaven ägs av långsiktiga, institutionella placerare (försäkringsföretag och pensionsförvaltare), medan en relativt hög andel hålls av investeringsfonder. Banker och obligationsmäklare står vidare för en relativt liten andel av innehaven. Det tyder på att de är ovilliga att hålla sig med stora handelslager (till följd av ökade kostnader). De kan därmed tänkas ha liten förmåga att tillföra likviditet under perioder som präglas av ansträngda marknadsförhållanden, ett intryck som stärks av att deras innehav inte har ökat nämnvärt under krisperioder (se diagram 5).

I diagram 5 och 6 kan man vidare utläsa ett mönster som tyder på att investeringsfonder och utländska investerare har minskat sina innehav under krisperioder. Att dessa kategorier av investerare står för en så stor andel av innehaven (och långsiktiga investerare en så låg andel) gör – i kombination med bankernas begränsade förmåga att tillföra likviditet under perioder med högt säljtryck – att marknads prismekanism under sådana perioder blir opålitlig och i vissa skeden helt upphör att kunna hantera de berörda transaktionsvolymerna.

Under perioden strax efter utbrottet av coronapandemin såg ett antal svenska företagsobligationsfonder sig föranledda att stänga för inlösen, eftersom det inte gick att säkerställa tillförlitliga värderingar av de underliggande värdepappren. De brister i fondernas likviditetshantering som uppdagades under pandemiutbrottet motiverade FI att öka antalet tillsynsaktiviteter under våren 2020. Bland annat gjorde vi en fördjupad analys av nio förvaltare av företagsobligationsfonder och småbolagsfonder. Resultaten redovisades i rapporten *FI-tillsyn 22: Likviditetsriskhantering i fonder*. Rapporten visade att svenska fondförvaltare behöver bli bättre på att hantera fondernas likviditetsrisker.

En av orsakerna till andrahandsmarknadens låga transparens har att göra med effekten av reglering. Tillkomsten av EU-regelverken Mifid 2 och Mifir under 2018 innefattade striktare rapporteringskrav för handel med obligationer, men med undantag för bland annat stora transaktioner och instrument som saknar en likvid marknad. I praktiken räknas bara en handfull svenska obligationer som likvida enligt denna reglering, vilket har lett till att transparensen har minskat, jämfört med under den tidigare nationella regleringen. Enligt en studie som FI har gjort,

bedömer mer än 60 procent av de tillfrågade marknadsaktörerna att Mifid/Mifir har försämrat marknads transparens (Finansinspektionen, 2019).

Mot bakgrund av dessa rön uppmanade FI föreningen Svensk Värdepappersmarknad att ta fram ett förslag på hur transparensen på obligationsmarknaden kan förbättras. Föreningen föreslår att det införs en rekommendation om frivillig transaktionsrapportering, utöver minimikraven i Mifid/Mifir (Svensk Värdepappersmarknad, 2020).

Företagsobligationsmarknadens funktionsförmåga under kriser

Utifrån utvecklingen av kreditflödet i diagram 1 går det att se tecken på sjunkande kreditgivning till svenska företag under perioden kring finanskrisen 2009 och i samband med den finansiella oro som uppstod till följd av coronavirusets spridning i början av 2020. Det finns också tecken på att såväl marknadsfinansieringen som bankernas kreditgivning sjönk. Mönstret skiljer sig från tidigare forskningsrön baserad på data från USA och euro-området (Becker et al, 2014; 2018). FI har genomfört en studie av den svenska obligationsmarknadens funktionsförmåga under tidigare kriser tillsammans med forskare vid Swedish House of Finance, som bekräftar bilden av ett avvikande mönster (Becker med flera, 2020).

Studien visar att utlåningen till icke-finansiella företag sjönk under perioden strax efter finanskrisen 2008–2009, men att andelen banklån (av finansiering i svenska kronor) förblev konstant, samtidigt som kostnaden steg för att både ta banklån och emittera företagsobligationer. Det innebär sammantaget att banker ströp sin kreditgivning i ungefär samma utsträckning som investerare på kapitalmarknaderna. Med andra ord var det inte lättare att emittera företagsobligationer i svenska kronor under finanskrisen än att ta banklån. Men till skillnad från utlåningen i svenska kronor sjönk andelen banklån i finansieringen i utländsk valuta. Det innebär att de företag som har tillgång till utländska kapitalmarknader verkar ha kunnat dra fördel av att emittera obligationer i utländsk valuta (Becker med flera, 2020).

Analyser av Riksbanken och OECD visar vidare att emissioner av svenska företagsobligationer sjönk kraftigt under första och andra kvartalet 2020, i samband med att coronavirusets spreds (Wollert, 2020; OECD, 2022). Utvecklingen skiljer sig markant från det globala mönstret under samma period, med totala emissionsvolymen över historiska genomsnitt, särskilt under nyckelmånaderna mars, april, maj och juni (OECD, 2021). Det bekräftar bilden av att den svenska marknaden för företagsobligationer inte fyller samma kontracykliska funktion som i länder med större och mer utvecklade kapitalmarknader.

Källförteckning

- Bats, J., & Houben, A. (2017). Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk. *DNB Working Paper*, No. 577. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Becker, B., & Ivashina, V. (2014). Cyclicity of Credit Supply: Firm Level Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 62, 76–93.
- Becker, B., & Ivashina, V. (2018). Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis. *Review of Finance*, 22(1), 83–115.
- Becker, B., Fredelius, M., Skrutkowski, M. och Westeson Angvald, P. (2020), *Kan obligationsmarknaden dämpa kreditchykeln?*, FI-Analys nr 23, Finansinspektionen. <https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/fi-analys/2020/fi-analys-23-kan-obligationsmarknaden-dampa-kreditchykeln/>
- Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2013). The evolving importance of banks and securities markets. *The World Bank Economic Review*, 27(3), 476–490.
- Finansinspektionen (2019), *Minskad transparens i handel med obligationer*, FI-tillsyn nr 15. <https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/tillsynsrapporter/2019/fi-tillsyn-15-minskad-transparens-i-handel-med-obligationer/>
- Finansinspektionen (2019), *FI:s syn på förutsättningar för verksamhet med bostadskrediter*. https://www.fi.se/contentassets/4dca3bc4031d45ba98441d1a511586b8/nya_bolanktorer_20190124.pdf
- Finansinspektionen (2021), *Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder*. <https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/rapporter/2021/likviditetsverktyg-i-vardepappersfonder-och-specialfonder/>
- Finansinspektionen (2021), *Uppdaterad pelare 2-metod för bedömning av återflödesrisk vid värdepapperisering*. <https://www.fi.se/sv/publicerat/sarskilda-pm-beslut/2021/uppdaterad-pelare-2-metod-for-bedomning-av-aterflodesrisk-vid-vardepapperisering/>
- Gambacorta, L., Yang, J., & Tsatsaronis, K. (2014). Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review March 2014*, 21–35.
- Gorton, G., Metrick, A., Shleifer, A., & Tarullo, D.K. (2010). Regulating the shadow banking system. *Brookings papers on economic activity*, 261–312.
- OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID 19 Crisis*. <https://www.oecd.org/corporate/the-future-of-corporate-governance-in-capital-markets-following-the-covid-19-crisis-efb2013c-en.htm>

OECD (2022), *The Swedish Corporate Bond Market and Bondholder Rights*, OECD Publishing, Paris.

<https://www.oecd.org/publications/the-swedish-corporate-bond-market-and-bondholder-rights-c443352d-en.htm>

Riksbanken (2021), *Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad*, Riksbanksstudie.

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/riksbanksstudie/svenska/2021/vagen-till-en-battre-fungerande-foretagsobligationsmarknad.pdf>

Svensk Värdepappersmarknad (2020), *Svensk Värdepappersmarknad bidrar till ökad transparens på obligationsmarknaden*

<https://svenskvardepappersmarknad.se/svensk-vardepappersmarknad-bidrar-till-okad-transparens-pa-obligationsmarknaden/>.

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

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/svenska/2020/svenska-foretagsobligationer-under-coronapandemin.pdf>